



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas

Daniel Moreno C.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

daniel.moreno@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A.

Septiembre 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA+
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Marzo 2018 ¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie A1 (BACEN-A1)	Nº 359 de 11.11.03
Bono Serie A2 (BACEN-A2)	Nº 359 de 11.11.03

Características Bonos Colocados en Chile (junio 2018)						
Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Plazo (Años)
359	A1	13.000.000	5,30%	Semestral	10.335.000	23
	A2	500	5,30%	Semestral	398	23

Estado de Resultados individuales, IFRS						
M\$	2013	2014	2015	2016	2017	mar-18
Ingresos de actividades ordinarias	118.413.422	135.051.865	157.070.913	162.621.734	165.542.300	171.646.002
Otros gastos por naturaleza	-29.459.877	-46.283.503	-43.871.544	-28.348.300	-28.413.513	-28.954.477
Gasto por beneficios a empleados	-5.833.354	-5.917.484	-6.855.942	-6.005.079	-3.249.198	-3.778.578
Costos financieros	-33.447.703	-36.042.823	-38.418.590	-38.072.326	-35.962.655	-35.518.942
Ganancia	27.662.077	16.905.678	34.960.194	51.323.759	53.432.474	17.324.023

Estado de Situación Financiera individuales, IFRS						
M\$	2013	2014	2015	2016	2017	mar-18
Activos Corrientes	92.895.871	110.435.836	209.010.454	244.699.050	229.466.245	187.096.211
Activos No Corrientes	478.120.850	470.049.328	472.278.293	484.335.622	495.482.056	491.098.355
Total Activos	571.016.721	580.485.164	681.288.747	729.034.672	724.948.301	678.194.566
Pasivos Corrientes	24.552.339	20.893.064	30.754.809	74.998.465	68.363.584	76.677.136
Pasivos No Corrientes	448.126.999	459.166.055	531.040.364	510.073.401	475.081.877	481.604.313
Patrimonio	98.337.383	100.426.045	119.493.574	143.962.806	181.502.840	119.913.117
Total Pasivos y Patrimonio	571.016.721	580.485.164	681.288.747	729.034.672	724.948.301	678.194.566

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2018. Los estados financieros al 30 de junio de 2018, recientemente publicados, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A. (Autopista Central) es una sociedad anónima cerrada cuyo objeto es la construcción, mantención, explotación y operación de la Concesión Internacional Sistema Norte - Sur, otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP) y que incluye las Avenidas Norte Sur y General Velásquez, las que totalizan 61,91 km de carreteras (41,25 km para la ruta 5 y 20,66 km. para General Velásquez).

En general, las fortalezas de **Autopista Central** que sostienen la clasificación de los bonos en "Categoría AA+" responden a las características propias de la concesión y a la estructura financiera de los bonos. En efecto, las proyecciones efectuadas por **Humphreys**, basadas en estudios de tráfico de entidades especializadas y corregidos por el comportamiento real exhibido por la concesionaria, muestran una elevada cobertura en relación con los cupones anuales de los títulos de deuda, lo cual se refleja en los elevados indicadores de cobertura de pasivos, incluso bajo un escenario que implique menores excedentes que los previstos. En lo hechos, según información del ejercicio 2017, el EBITDA de la compañía ascendió a UF 5 millones, para un plan de amortización de la deuda que implicó UF 2,4 millones durante ese año.

También se debe considerar que los términos de la estructura financiera de la empresa implican mantener elevados niveles de liquidez. Es así como a marzo de 2018 la sociedad concesionaria disponía de recursos líquidos por cerca de \$ 187.096 millones, lo que equivale a aproximadamente 36,6% de la deuda financiera de la compañía a igual fecha.

Además, el análisis reconoce que el flujo vehicular en los últimos periodos ha superado las estimaciones iniciales realizadas por la misma compañía y que el volumen de tráfico se ha visto favorecido, ya que esta ruta sirve de conexión para los centros de negocios ubicados al norte y sur de la ciudad y debido al incremento natural del flujo provocado por el crecimiento urbano y del parque automotriz, al margen del moderado crecimiento que tuvo la concesión durante el 2017, en donde aumentó un 2%.

Cabe señalar, que **Autopista Central** por ser parte de la Ruta 5 (que conecta el norte y el sur del país) tiene una posibilidad muy baja de interrupción prolongada, debido a la importancia geopolítica de la vía.

La categoría de riesgo asignada considera el alto nivel tecnológico del cobro de peajes utilizado por la sociedad concesionaria, con un sistema que se ha implementado también en otras autopistas. Esto ha mejorado la cantidad de clientes al día con sus pagos, debido a los requisitos que se les impone a los usuarios para utilizar este servicio. Además, la existencia de un marco regulador sustentado en una estructura legal transparente, tanto en relación con el cobro de peajes como respecto de la concesión de obra pública propiamente tal, ayuda a esta clasificación.

La perspectiva de la clasificación en corto plazo se considera “*Estable*”, ya que no se visualizan modificaciones en los factores relevantes que incidan favorable o desfavorablemente en la clasificación de riesgo de la compañía.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Aumento sistemático y constante de los ingresos.
- Flujo de caja adecuado en relación con el pago de la deuda.
- Estructura financiera que favorece la liquidez.

Fortalezas complementarias

- Importancia de la ruta para la conectividad país.
- Estabilidad institucional y legal.

Fortalezas de apoyo

- Uso de sistema *Free Flow*.

Riesgos considerados

- Disminuciones en el tráfico vehicular (baja probabilidad).
- Incumplimientos de obligaciones asumidas con el MOP (baja probabilidad).

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

Instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, a marzo de 2018, la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 49.210 millones, lo que representa un aumento del 14,2% en comparación con los ingresos del mismo período del año anterior. Por otro lado, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 7.887 millones, lo que significó un crecimiento del 7,4% respecto de marzo de 2017, y los gastos por beneficios a empleados ascendieron a \$ 1.224 millones, lo que implica un incremento del 76% en comparación con el primer trimestre de 2017.

Los costos financieros alcanzaron los \$ 8.731 millones durante el primer trimestre de 2018, lo que representa una baja del 4,8% con respecto de marzo de 2017.

El resultado neto ascendió a \$ 17.324 millones, implicando un 14% sobre el mismo período de 2017, influido principalmente por el incremento del flujo vehicular de los clientes con contrato, infractores y que utilizan el "Pase Diario", esto último impulsado por el aumento de vehículos provenientes de regiones.

A marzo de 2018, la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 678.194 millones, los que son financiados con \$ 558.281 millones de pasivos exigibles y \$ 119.913 millones de patrimonio.

Antecedentes generales

Características de la concesión

La concesión vial denominada **Autopista Central** (bajo el nombre de contrato "Sistema Norte-Sur") tiene una longitud de 61,91 kilómetros y comprende dos ejes viales emplazados en la Región Metropolitana: eje Norte - Sur, sector Río Maipo - Américo Vespucio Norte (41,25 km) y eje General Velásquez, sector Las Acacias - Ruta 5 Norte (20,66 km). En la Tabla 1 se especifican los ejes viales, los tramos del proyecto, y la longitud de cada tramo.

El plazo de la concesión es por un período de 360 meses (30 años) contado desde la fecha de la firma del convenio entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2031.

La autopista concesionada comenzó su etapa de construcción el 3 de julio de 2001. En mayo de 2006, se entregaron los últimos tramos (F1, F2 y G) y se iniciaron los cobros respectivos. Con lo anterior, la autopista se encuentra completamente operativa.

Tabla 1: Longitud por tramo de la concesión

Eje Vial	Tramo	Longitud (Km)	Longitud Total
Norte - Sur	Tramo 1 (A): Río Maipo - Las Acacias	16,53	41,25
	Tramo 2 (B1): Las Acacias - Carlos Valdovinos	10,88	
	Tramo 3 (B2): Carlos Valdovinos - Río Mapocho	5,30	
	Tramo 4 (C1): Río Mapocho - Domingo Sta. María	4,09	
	Tramo 5 (C2): Domingo Sta. María - Av. A. Vespucio Norte	4,45	
General Velásquez	Tramo 6 (D): Ruta 5 Sur - Carlos Valdovinos	8,90	20,66
	Tramo 7 (F1): Carlos Valdovinos - Alameda	2,77	
	Tramo 9 (F2): Av. Ecuador - Río Mapocho	4,06	
	Tramo 10 (E): Río Mapocho - Ruta 5 Norte	4,93	

Patrocinadores

Autopista Central es controlada en un 100% por Abertis Infraestructuras S.A. a través de Vias Chile S.A. y Central Korbana Chile S.A., de la cual con fecha 21 de enero de 2016 adquirió la totalidad de la participación de Alberta Investment Corporation (AIMCo), entregándole el 100% de la propiedad de **Autopista Central**.

Abertis es un grupo internacional que desarrolla actividades en el ámbito de infraestructuras en autopistas, telecomunicaciones, aeropuertos, estacionamientos y parques logísticos y está presente en 14 países de tres continentes.

Tabla 2: Accionistas de Autopista Central

Accionistas	Propiedad
Central Korbana Chile S.A.	50%
Vias Chile S.A.	50%

Modificación de obras y convenios

Convenio Complementario 1

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 558 del 30 de mayo de 2003 y en éste el MOP planteó un conjunto de modificaciones a las obras y servicios del proyecto originalmente contratado, las que incluyeron modificaciones y mejoramientos de enlaces y atravesos, modificación de pasarelas, colectores para el saneamiento de aguas lluvias, entre otros.

Convenio Complementario 2

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 104 del 16 de febrero de 2004 y corresponde a un cambio de fecha para modificar el plazo para optar a un mecanismo de cobertura cambiaria definido en las Bases de Licitación.

Convenio Complementario 3

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 284 del 29 de abril de 2005 y corresponde a compensaciones por la postergación del inicio del cobro de peajes en algunos tramos de la concesión y por la aceleración de las obras en otros tramos con tal de disponer de las vías expresas en el menor plazo posible.

Convenio Complementario 4

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 213 del 26 de marzo de 2007 y corresponde a la aceleración de las obras a tramos del eje General Velásquez en el menor plazo posible además de modificaciones solicitadas por el MOP.

Convenio Ad-Referéndum 1

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 239 del 1 de agosto de 2013 y considera la incorporación de la ejecución, conservación y mantenimiento de las obras de la salida a Ruta 5 Sur en Enlace Vivaceta y las obras de la conexión de Avenida General Velásquez con Costanera Norte.

Convenio Ad-Referéndum 2

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 3.341 del 14 de agosto de 2013 y establece que la concesionaria deberá elaborar la obra “PID Nudo Quilicura” y ejecutar las “Obras Nuevo Puente Maipo y sus Accesos” y “Nuevo Pórtico PA1 y SGT”.

Convenio Ad-Referéndum 4

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 28 del 02 de marzo de 2017 y establece que la concesionaria deberá elaborar la obra “Construcción vial locales sector San Bernardo y sus accesos”.

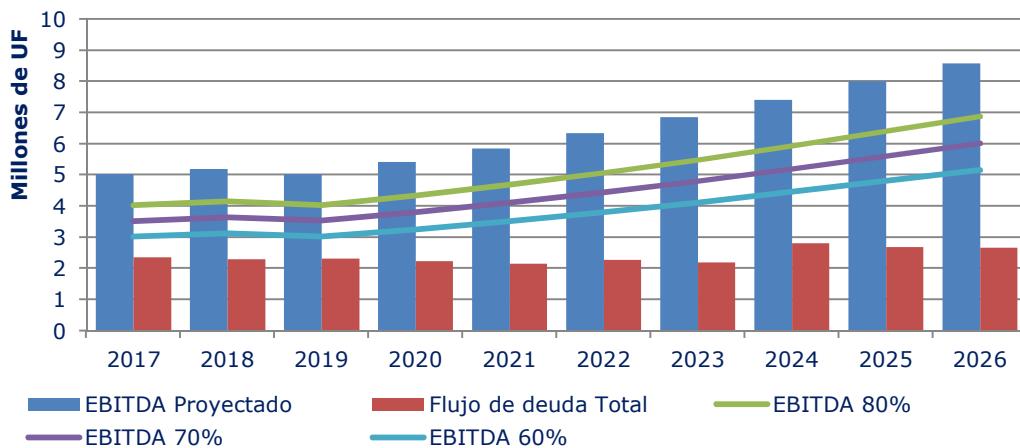
Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

Las proyecciones de EBITDA² efectuadas en relación con los flujos de la concesionaria son de exclusiva elaboración y responsabilidad de **Humphreys**, por lo tanto, no comprometen ni representan la opinión de terceros ajenos a la administración de la clasificadora. Para la confección de los flujos futuros, **Humphreys** tomó en consideración los estudios de tráfico iniciales (previo al inicio de las operaciones de la autopista concesionada) y los ajustó, de acuerdo con su propio criterio, sobre la base del desempeño real exhibido en los años que lleva de operación. Además se han tomado en cuenta las nuevas proyecciones de tráfico realizadas para la concesionaria, las que consideran los flujos con los años de funcionamiento que posee la autopista urbana. La estimación de los flujos futuros junto con los montos de pago de la deuda se muestra en la [Ilustración 1](#).

² Definido como Ganancia (Perdida) antes de Intereses, diferencia de cambio, otras unidades de reajuste, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Para los primeros años se estima un crecimiento en los ingresos con cifras menores a los dos dígitos y se mantiene la estructura de costos y gastos en relación a su ingreso que presenta actualmente la empresa. Cifras en U.F.

Ilustración 1
EBITDA y servicio de la deuda
2017 - 2026

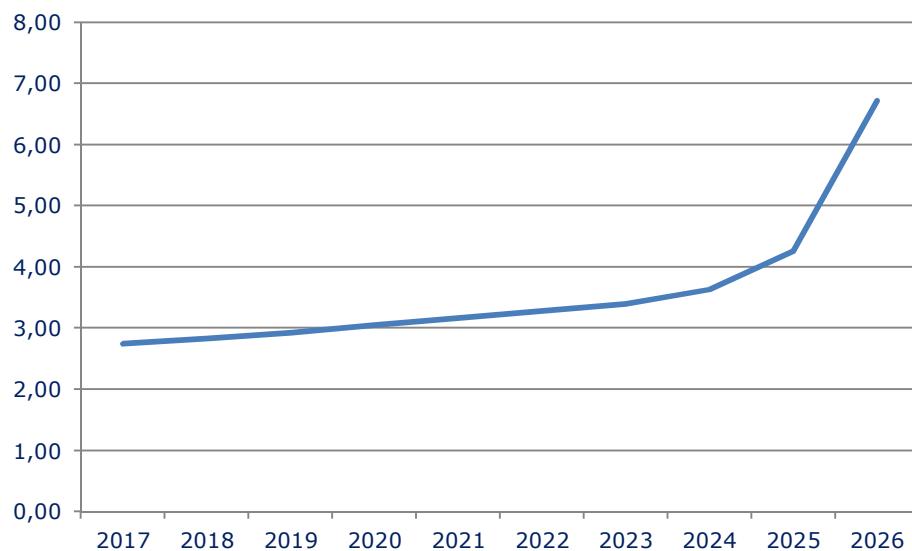


Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el período de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de los mismos, y el valor de la deuda financiera de la concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, previo ajuste por el pago de impuestos, entonces se presume que la compañía no debiera presentar problemas para dar cumplimiento al pago de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos).

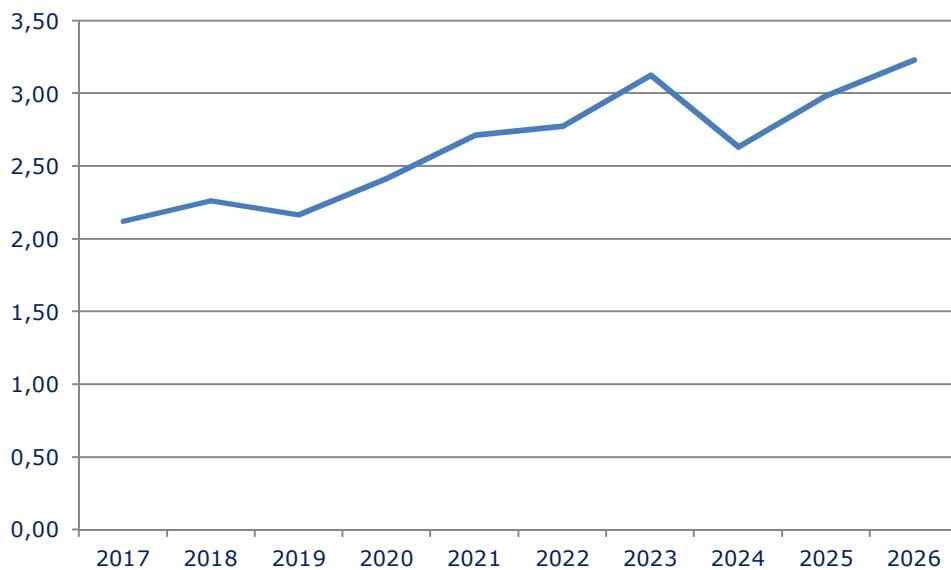
Al cierre de 2017, este indicador -sin ajuste- presentaba un valor de 2,74. Como se puede observar en la Ilustración 2, a marzo de 2018 (últimos doce meses) alcanza un registro de 2,83, lo que significa que el valor actual del EBITDA más que duplica el valor de la deuda financiera.

Ilustración 2
Índice de Cobertura Global de la Deuda
2017 - 2026



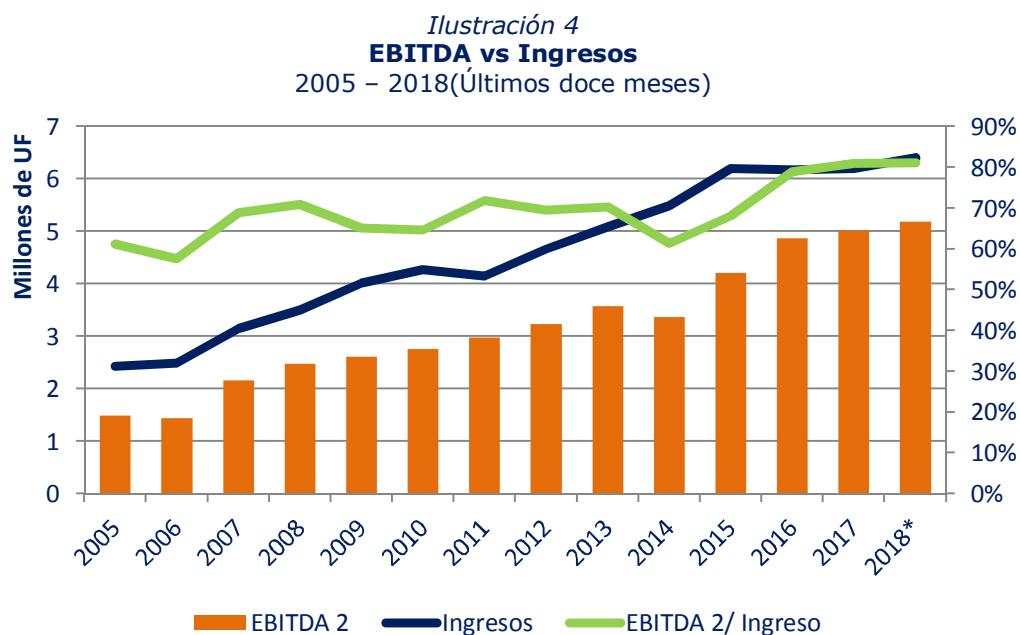
Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda (RCSD) muestra para cada período cuán holgado es el EBITDA generado por la sociedad en relación con el pago de los pasivos. En particular, para **Autopista Central** este indicador permite anticipar que no debería presentar problemas (con las proyecciones actuales) al momento del servicio de la deuda, puesto que cuenta con una cobertura elevada para el cumplimiento de sus obligaciones. El indicador actual y su proyección se muestran en la Ilustración 3.

Ilustración 3
Razón de Cobertura de Servicio de Deuda
2017 - 2026



EBITDA

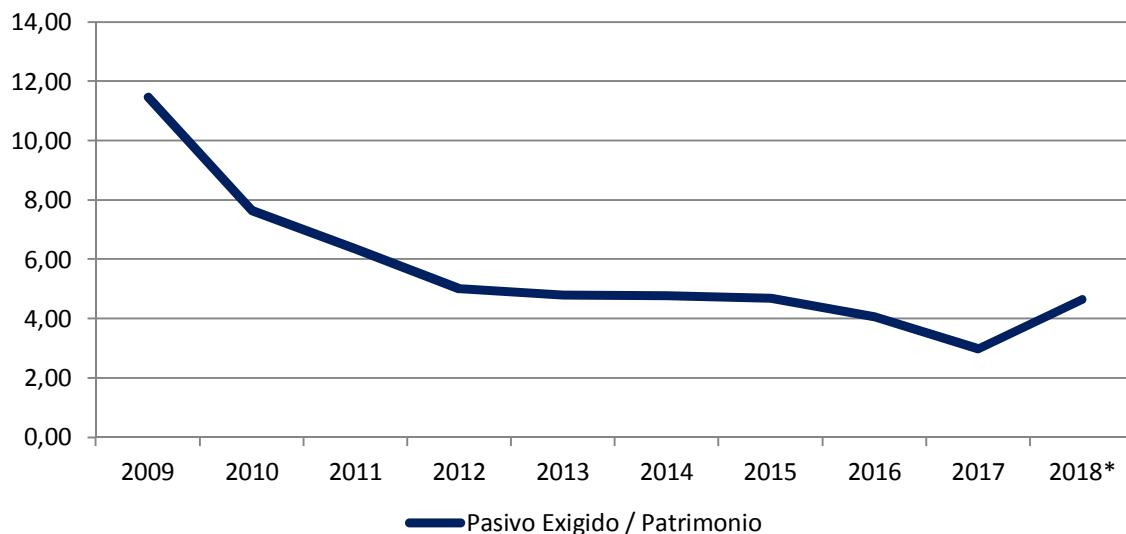
El EBITDA calculado por **Humphreys** muestra un crecimiento del 3% entre el año 2016 y 2017, cifra inferior a la registrada durante los períodos 2015 y 2016. Sin embargo, los ingresos han mostrado un alza del 0,4%, superior a lo que había registrado entre los períodos 2015 y 2016, en donde decayeron un 0,3%. Lo anterior, deja a **Autopista Central** con un margen EBITDA de 81% para marzo de 2018 (últimos doce meses). Esto se puede apreciar en la Ilustración 4.



Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha mostrado una tendencia a la baja, pasando desde niveles cercanos a 12 veces el año 2009 a un ratio de tres veces a fines de 2017. A marzo de 2018, el indicador ha mostrado un aumento, llegando a 4,7 veces en su último registro, como se puede apreciar en la Ilustración 5.

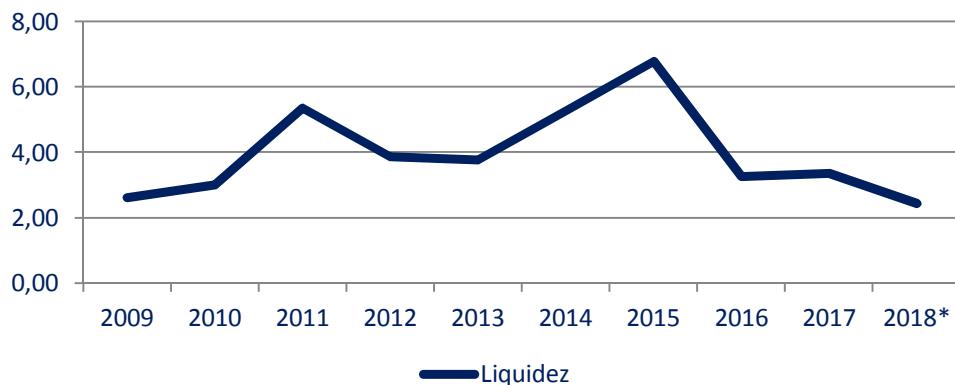
Ilustración 5
Razón de Endeudamiento
 2009 – 2018 (Últimos doce meses)



Liquidez

La liquidez de **Autopista Central**, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, muestra una disminución durante el año 2017 y 2018 (UDM³). Sin embargo, este indicador mostró un leve aumento entre 2016 y 2017 debido a las distintas reservas que debe mantener de forma líquida la empresa para hacer frente a mantenciones y/o pagos de cupón. Al cierre de 2017, alcanzó las 3,36 veces mientras que para marzo de 2018 registraba 2,44 veces. La *Ilustración 6* presenta el comportamiento de este indicador.

Ilustración 6
Razón de Liquidez
 2009 – 2017 (Últimos doce meses)



³ Últimos doce meses.

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."