



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

Ignacio Muñoz Q.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ignacio.munoz@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A.

Septiembre 2019

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	Junio 2019 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 (julio 2019)						
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	9.392.500	23
	A2	500	5,30%	Semestral	361	23

EERR individual, IFRS								
M\$	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Ingresos de actividades ordinarias	106.171.079	118.413.422	135.051.865	157.070.913	162.621.734	165.542.300	198.719.375	107.230.102
Otros gastos por naturaleza	-27.489.137	-29.459.877	-46.283.503	-43.871.544	-28.348.300	-28.413.513	-31.542.638	-17.227.475
Gasto por beneficios a empleados	-5.055.324	-5.833.354	-5.917.484	-6.855.942	-6.005.079	-3.249.198	-5.568.410	-3.061.137
Costos financieros	-32.761.263	-33.447.703	-36.042.823	-38.418.590	-38.072.326	-35.962.655	-39.012.262	-18.127.024
Ganancia	18.705.802	27.662.077	16.905.678	34.960.194	51.323.759	53.432.474	66.579.151	42.181.777

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2019 recientemente publicados, los cuales, 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.

Balance general individual, IFRS								
M\$	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Activos Corrientes	65.376.453	92.895.871	110.435.836	209.010.454	244.699.050	229.466.245	204.931.125	185.999.753
Activos No Corrientes	484.450.321	478.120.850	470.049.328	472.278.293	484.335.622	495.482.056	464.952.740	436.435.220
Total Activos	549.826.774	571.016.721	580.485.164	681.288.747	729.034.672	724.948.301	669.883.865	622.434.973
Pasivos Corrientes	16.878.885	24.552.339	20.893.064	30.754.809	74.998.465	68.363.584	71.671.019	66.193.480
Pasivos No Corrientes	441.651.507	448.126.999	459.166.055	531.040.364	510.073.401	475.081.877	438.685.694	430.944.914
Patrimonio	91.296.382	98.337.383	100.426.045	119.493.574	143.962.806	181.502.840	159.527.152	125.296.579
Total Pasivos y Patrimonio	549.826.774	571.016.721	580.485.164	681.288.747	729.034.672	724.948.301	669.883.865	622.434.973

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 2018, el EBITDA de la compañía ascendió a UF 5,9 millones, para un plan de pago de la deuda que implicó UF 2,3 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 2019 la sociedad concesionaria disponía de recursos líquidos por cerca de \$ 164.808 millones, lo que equivale a aproximadamente 34,8% 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. Durante el año 2018, el flujo vehicular tuvo un crecimiento del 3,4%.

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. 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 información disponible a marzo de 2019 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 53.667 millones, lo que representa un aumento del 9,1% en comparación con los ingresos del mismo período del año anterior. Por otro lado, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 8.763 millones, lo que significó un crecimiento del 11,1% respecto de marzo de 2018, y los gastos por beneficios a empleados ascendieron a \$ 1.627 millones, lo que implica un incremento del 7,4% en comparación con el primer trimestre de 2018.

Los costos financieros alcanzaron los \$ 8.322 millones durante el primer trimestre de 2019, lo que representa una baja del 4,69% con respecto de marzo de 2018. El resultado neto ascendió a \$ 22.219 millones, implicando un 28,26% sobre el mismo período de 2018, 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 2019, la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 627.591 millones, los que son financiados con \$ 523.541 millones de pasivos exigibles y \$ 104.050 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 Gestora de Autopistas SpA. 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
Vias Chile S.A.	100%
Gestora de Autopistas SpA	0%

Modificación de obras y convenios

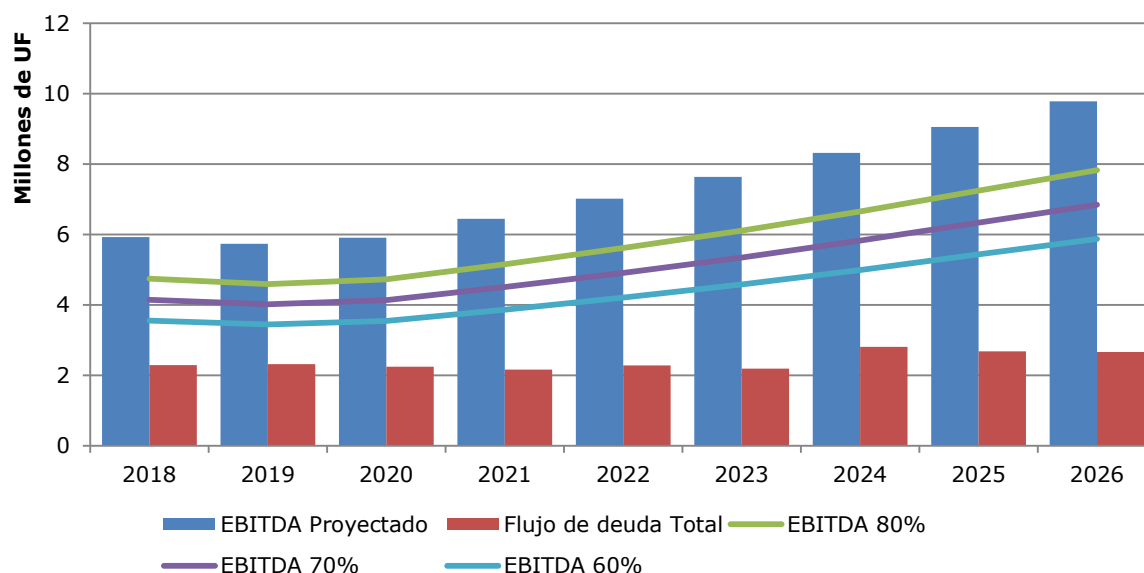
A la fecha, se han aprobado cuatro convenios complementarios. El último fue aprobado bajo D.S. MOP N° 213 del 26 de marzo de 2007 y corresponde a la aceleración de las obras a tramos del eje General Velásquez en el menor plazo posible además de modificaciones solicitadas por el MOP. En relación con los convenios ad-referéndum, se han aprobado 4 de éstos, siendo el último 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 Figura 1.

Figura 1: EBITDA y servicio de la deuda (2018-2026)



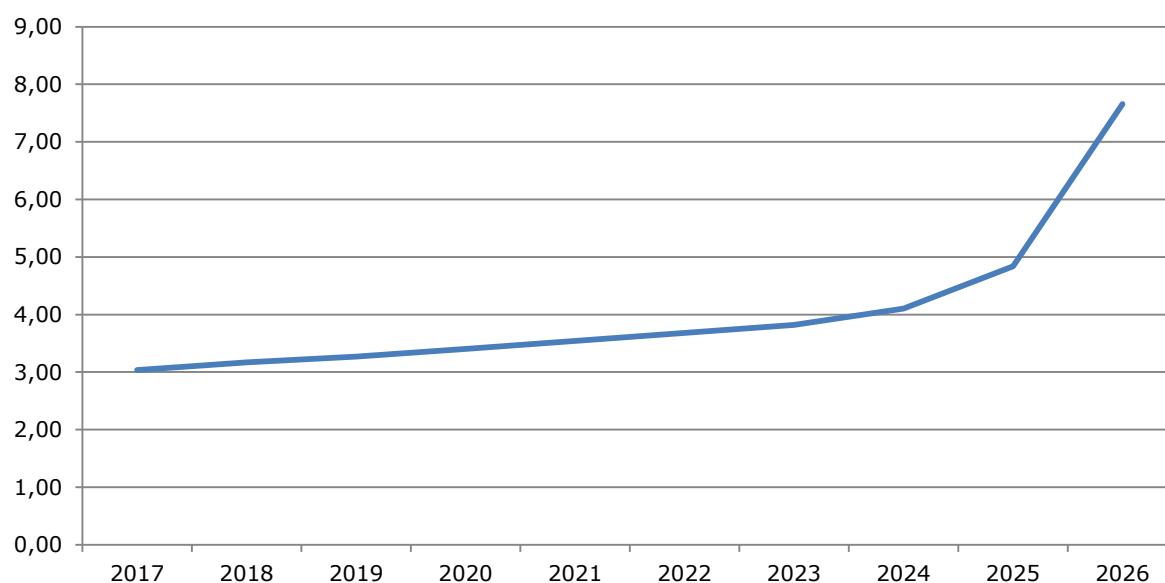
Índice de cobertura global

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).

² Definido como Ganancia (Pérdida) 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 con el ingreso que presenta actualmente la empresa. Cifras en U.F.

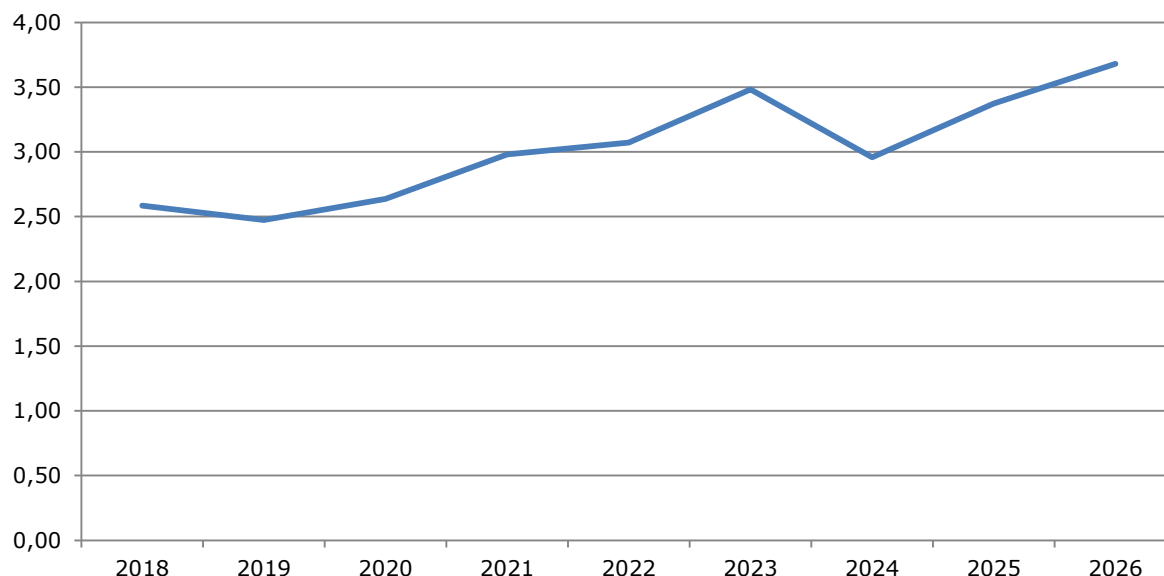
Al cierre de 2018, este indicador –sin ajuste– presentaba un valor de 3,17. Como se puede observar en la Figura 2, a marzo de 2019 (último doce meses) alcanza un registro de 3,87; lo que significa que el valor actual del EBITDA más que triplica el valor de la deuda financiera.

Figura 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 Figura 3.

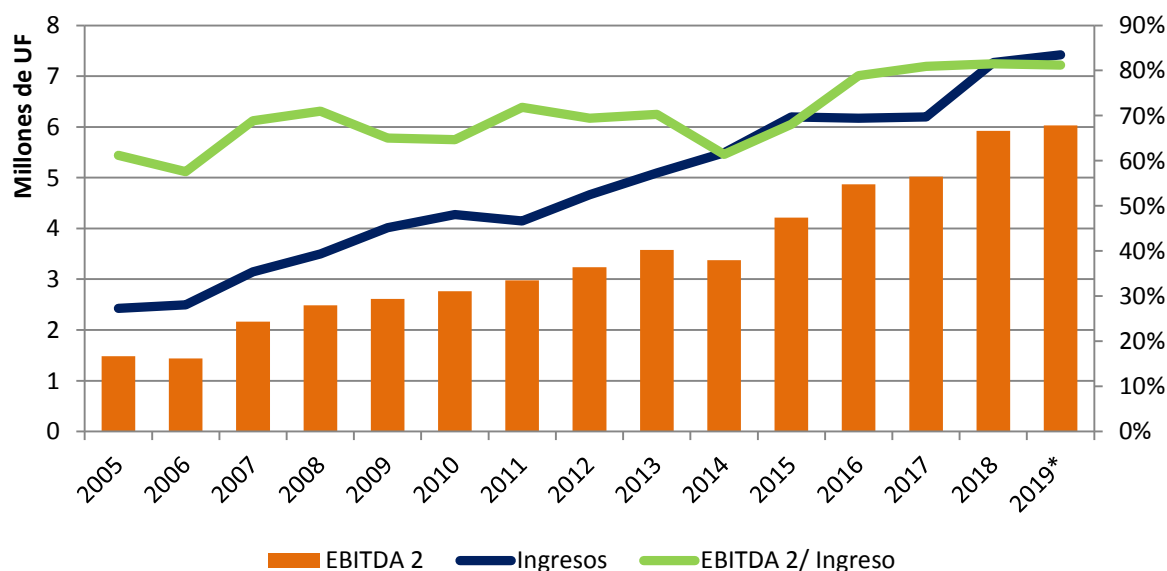
Figura 3: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda (2018-2026)



EBITDA

El EBITDA calculado por **Humphreys** muestra un crecimiento del 18,1% entre el año 2017 y 2018, mostrando un aumento a la cifra registrada durante los períodos 2016 y 2017. Esto se explica en gran manera por el aumento de los ingresos, que presentan un alza del 17,13%, superior a lo registrado entre los períodos 2016 y 2017, en donde sólo aumentaron un 0,4%. Lo anterior deja a **Autopista Central** con un margen EBITDA de 81,24% para marzo de 2019 (último doce meses). Esto se puede apreciar en la Figura 4.

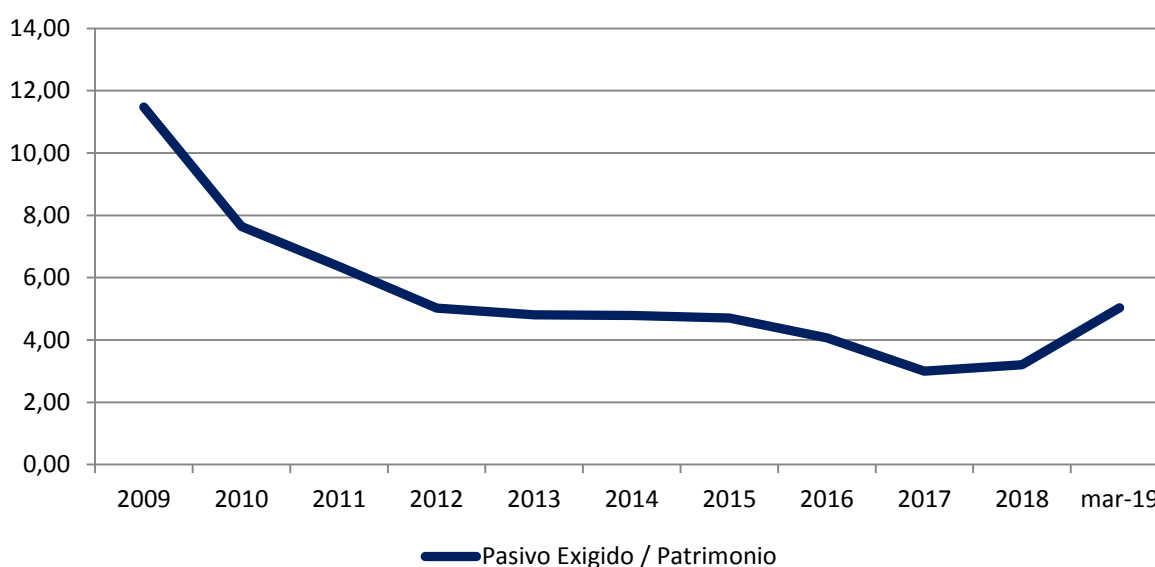
Figura 4: EBITDA vs Ingresos (2005-2019)



Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, mostró una tendencia a la baja entre 2009 y 2017, pasando el ratio de 11,47 veces a 2,99 veces. Luego de esta baja, el indicador ha mostrado un aumento, cerrando el 2018 con un ratio de 3,2 veces y alcanzando a marzo de 2019 un valor de 5,03 veces. El aumento del indicador en 2018 responde a una disminución del 12,11% en el nivel de patrimonio total de la empresa, explicado principalmente por una disminución en las ganancias acumuladas debido un aumento en la distribución de dividendos. La evolución de la razón de endeudamiento desde 2009 hasta la fecha, se puede apreciar en la Figura 5.

Figura 5: Razón de endeudamiento (2009-2019)

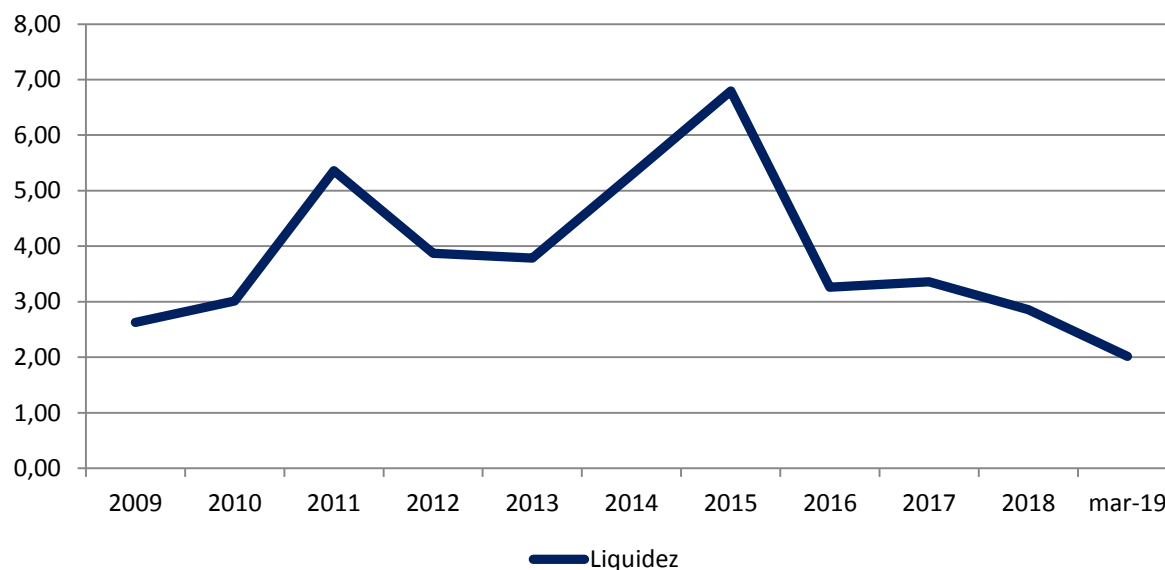


Liquidez

La liquidez de **Autopista Central**, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, muestra una disminución durante 2018 y 2019 (UDM³), aunque siempre en niveles elevados. El indicador de liquidez 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; sin embargo, luego de esto aumento, el indicador ha disminuido, alcanzando las 3,36 veces en 2017, pasando a 2,86 veces al cierre de 2018 y 2,01 veces a marzo de 2019. La figura 6 presenta el comportamiento de la razón de liquidez.

³ Últimos doce meses.

Figura 6: Razón de Liquidez (2009-2019)



"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."