



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A.

Septiembre 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	AA- Estable
EEFF base	
	30 de junio 2012

Características Bonos Colocados en Chile

Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF) ¹	Fecha Vencimiento
359	A1	13.000.000	5,3%	Semestral	12.837.500	15 Diciembre 2026
	A2	500	5,3%	Semestral	494	15 Diciembre 2026

Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N.º 359 con fecha 11 de noviembre de 2003.

Estado de Resultados Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso Operacional	43.600.509	45.780.621	61.445.390	75.024.600	83.630.224
Costo Explotación	-14.034.280	-16.978.453	-19.525.718	-21.388.299	-27.570.972
Gasto Admin. y Venta	-11.061.360	-11.865.076	-11.145.896	-12.597.176	-11.273.700
Resultado Operacional	18.504.869	16.937.092	30.773.776	41.039.125	44.785.552
Ebitda	26.689.698	26.371.691	42.326.491	53.245.957	55.886.613
Utilidad Neta	25.492.556	-7.691.944	10.336.312	7.904.828	30.919.890

Balance General Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	46.827.467	38.403.610	54.741.273	40.713.487	46.134.576
Activo Fijo	465.029.637	482.969.740	510.565.022	546.242.937	521.758.618
Otros Activos	39.175.781	48.286.507	63.916.395	95.986.704	113.460.720
Total Activos	551.032.885	569.659.857	629.222.690	682.943.128	681.353.914
Pasivo Circulante	23.416.964	11.633.563	10.496.089	10.682.051	13.985.158
Pasivo Largo Plazo	431.820.333	467.910.942	511.606.400	547.702.350	514.754.993
Patrimonio	95.795.588	90.115.352	107.120.201	124.558.727	152.613.763
Total Pasivos	551.032.885	569.659.857	629.222.690	682.943.128	681.353.914

¹ Agosto de 2012

EERR Consolidado IFRS			
M\$	Dic -10	Dic-11	Jun-12
Ingresos de actividades ordinarias	91.063.679	92.337.349	52.121.795
Otros gastos por naturaleza	-27.797.448	-14.078.210	-12.456.965
Gasto por beneficios a empleados	-4.568.321	-4.371.463	-2.403.227
Costos financieros	-36.573.915	-39.862.842	-16.243.787
Ganancia	7.387.631	10.774.154	9.975.542

Balance General Consolidado, IFRS			
MM\$	Dic -10	Dic-11	Jun-12
Activos Corrientes	62.143.629	56.823.083	61.390.820
Activos No Corrientes	488.853.478	455.850.361	466.877.951
Total Activos	550.997.107	512.673.444	528.268.771
Pasivos Corrientes	20.640.838	11.966.338	12.085.431
Pasivos No Corrientes	467.878.531	431.038.758	439.987.637
Patrimonio	62.477.738	69.668.347	76.195.973
Total Pasivos y Patrimonio	550.997.107	512.673.444	528.268.771

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A. (**Autopista Central**) es una sociedad anónima cerrada cuyo objeto es el diseño, construcción, mantención, explotación y operación de la Concesión Internacional Sistema Norte - Sur, otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP), que incluye las Avenidas Norte Sur y General Velásquez, las que totalizan 60,13 kms. de carreteras (39,47 kms. para la ruta 5 y 20,66kms. para General Velásquez).

En general, las fortalezas de **Autopista Central** se sustentan en las características propias de la concesión y de la estructura financiera de los bonos. En efecto, las proyecciones efectuadas por **Humphreys** – confeccionados a partir de los estudios de tráfico realizados por entidades especializadas y corregidos por el comportamiento real exhibido por la concesionaria– muestra que los flujos esperados para el emisor son más que suficientes para cumplir oportunamente con las obligaciones derivadas de la emisión de bonos, incluso bajo un escenario que implique menores excedentes que los previstos.

También se debe considerar que los términos de la estructura financiera de la empresa la obligan a privilegiar su liquidez. Es así como a junio de 2012 la sociedad concesionaria disponía de recursos líquidos por cerca de \$ 14.142 millones, lo que equivale a aproximadamente 3,8% del saldo insoluto del bono.

La clasificación de riesgo de los bonos incorpora el hecho de que el flujo vehicular de la autopista ha sido consistente, creciente y que el tráfico muestra un historial de larga data dentro de la misma autopista. Asimismo, se reconoce que el uso de la carretera se ve beneficiado por servir de conexión para los centros de negocios ubicados al norte y sur de la ciudad y, además, por aprovechar el incremento natural del flujo provocado por el crecimiento urbano y del parque automotriz.

Adicionalmente, la autopista se ve beneficiada por ser parte de la Ruta 5, la que conecta el norte y el sur del país, por lo que la posibilidad de una interrupción prolongada se estima de muy baja probabilidad, producto de la importancia geopolítica de la vía.

La categoría de riesgo asignada también considera el alto nivel tecnológico del cobro de peajes utilizado por la sociedad concesionaria, los moderados niveles de incobrabilidad y 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.

La tendencia se estima *“Estable”*, principalmente porque no se visualiza eventos que pudieran cambiar el escenario en que desenvuelve la concesionaria en el corto plazo.

La clasificación podría verse favorecida en la medida que **Autopista Central** logre crecimientos en su tráfico mayores a los estimados inicialmente por la sociedad y la clasificadora, lo que también debería repercutir en sus flujos de caja y por ende daría mayor holgura a la sociedad para el pago de sus obligaciones.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la concesión logre estabilizar sus flujos y cumplir con las estimaciones de crecimiento en sus ingresos y en definitiva no deteriore las fortalezas que sustentan su clasificación.

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 mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2012 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 52.121 millones, lo que representa un 15,2% más que los ingresos del mismo periodo del año anterior. En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 12.456 millones, lo que significó un aumento de 6,9% respecto a aquellos meses del 2011. Por su parte los gastos por beneficios a empleados alcanzaron los \$ 2.403 millones, implicando un aumento de 6,6% respecto al primer semestre de 2011.

Los costos financieros alcanzaron \$ 16.243. millones durante el primer semestre de 2012, lo cual es 2,9% mayor a los costos financieros del año anterior, estos se ven aumentados respecto al año anterior producto de diferencias de tipo de cambio y tasas de los intereses de los bonos.

El resultado neto ascendió a \$ 9.975 millones, implicando un aumento de 147%, producto por mayores ingresos por actividades ordinarias, impulsados por mayor ingreso de clientes con contratos, que pasaron desde \$ 36.731 en 2011 a \$ 41.672 en 2012.

A junio de 2012, la sociedad concesionaria posee activos por \$ 528.268 millones, lo cuales son financiados con \$ 452.072 millones de pasivos exigibles y \$ 76.196 millones de patrimonio.

Antecedentes generales

Características de la concesión

La concesión vial denominada **Autopista Central** ("Sistema Norte – Sur") tiene una longitud de 60,13 kilómetros y comprende dos ejes viales emplazados en la Región Metropolitana: eje Norte-Sur, sector Río Maipo- A. Vespucio Norte (39,47 Km) y eje General Velásquez, sector Las Acacias-Ruta 5 Norte (20,66 Km). En el siguiente cuadro se especifican los ejes viales, los tramos del proyecto, y la longitud de cada tramo:

Eje Vial	Tramo	Longitud (Km)	Longitud Total
Norte - Sur	Tramo 1 (A): Río Maipo - Las Acacias	14,75	39.47
	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	

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.

Patrocinadores

Autopista Central es controlada por Abertis, un fondo de inversión gestionado por el Grupo Santander y AIMCo.

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

AIMCo es un fondo de inversión institucional canadiense que invierte globalmente en representación de sus clientes, siendo éstos varios fondos de pensiones, fondos de dotación y fondos gubernamentales de la provincia de Alberta.

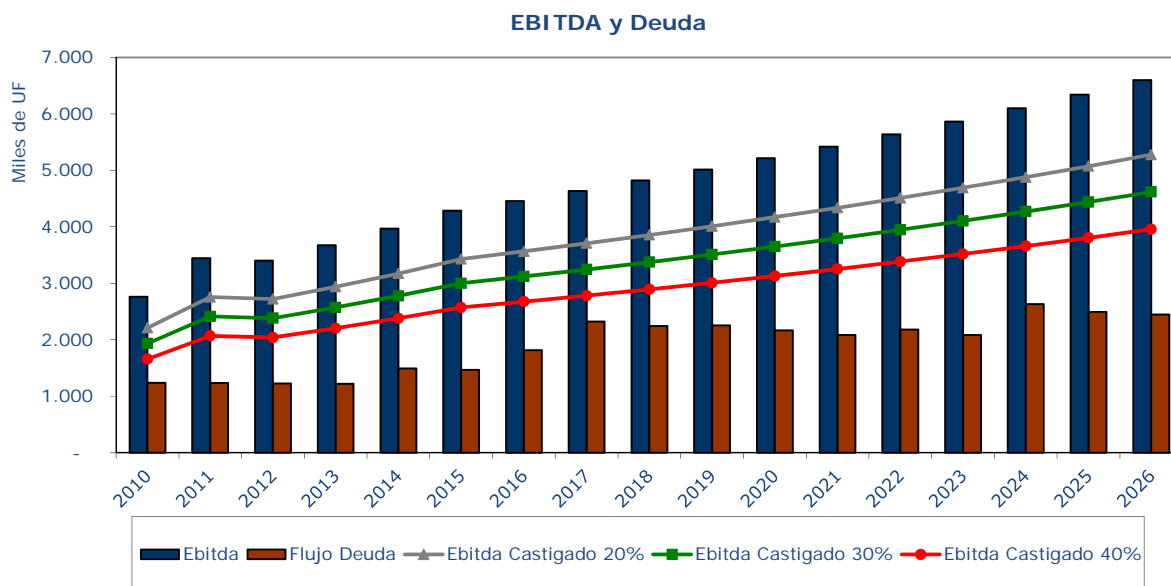
A junio de 2012 la distribución de la propiedad se daba de la siguiente forma:

Accionistas	Propiedad
Central Korban Chile S.A.	50%
Inversora de Infraestructuras S.L.	25%
Inversiones Nocedal S.A.	25%

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

Las proyecciones efectuadas en relación con los flujos de la concesionaria son de exclusiva elaboración y responsabilidad de **Humphreys**, por lo tanto, bajo ningún contexto, comprometen o representan la opinión de terceros ajenos a las administraciones de la clasificadora. Para la confección de los flujos futuros, **Humphreys** tomó en consideración los estudios de tráfico existentes inicialmente (previo al inicio de las operaciones de la autopista) y los ajustó, de acuerdo con su propio criterio, sobre la base del desempeño real exhibido en los años que lleva de operación. La proyección y los flujos futuros de la deuda se muestran a continuación:

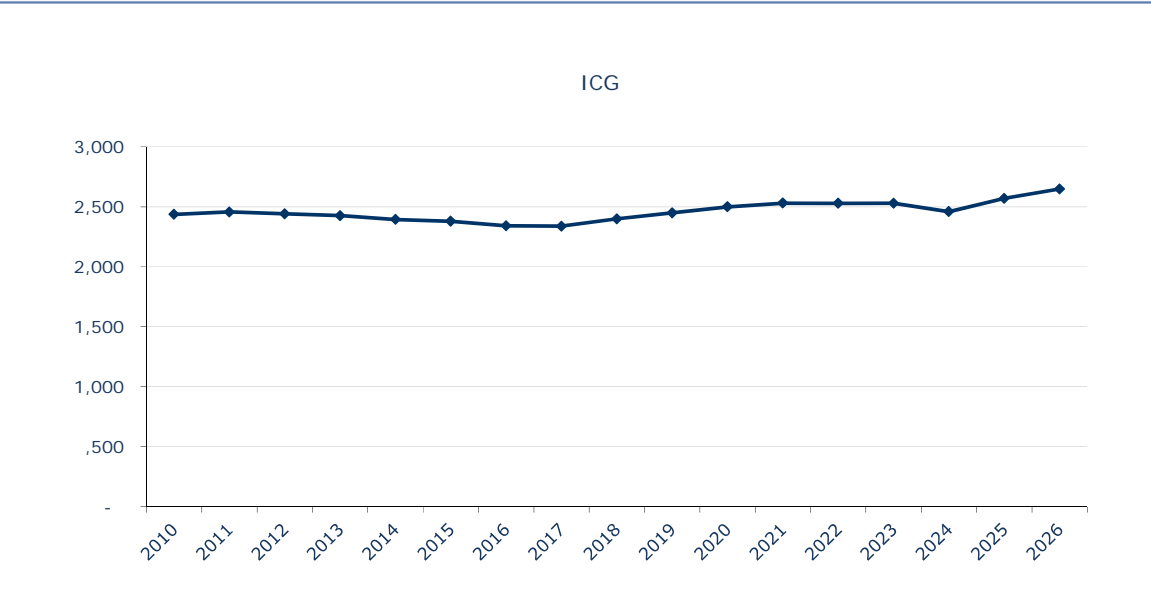


Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como el cuociente entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de los mismos, y el saldo insoluto de la deuda financiera de la concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, entonces se presume que la compañía no debiera presentar problemas para dar cumplimiento al pago de sus pasivos financieros.

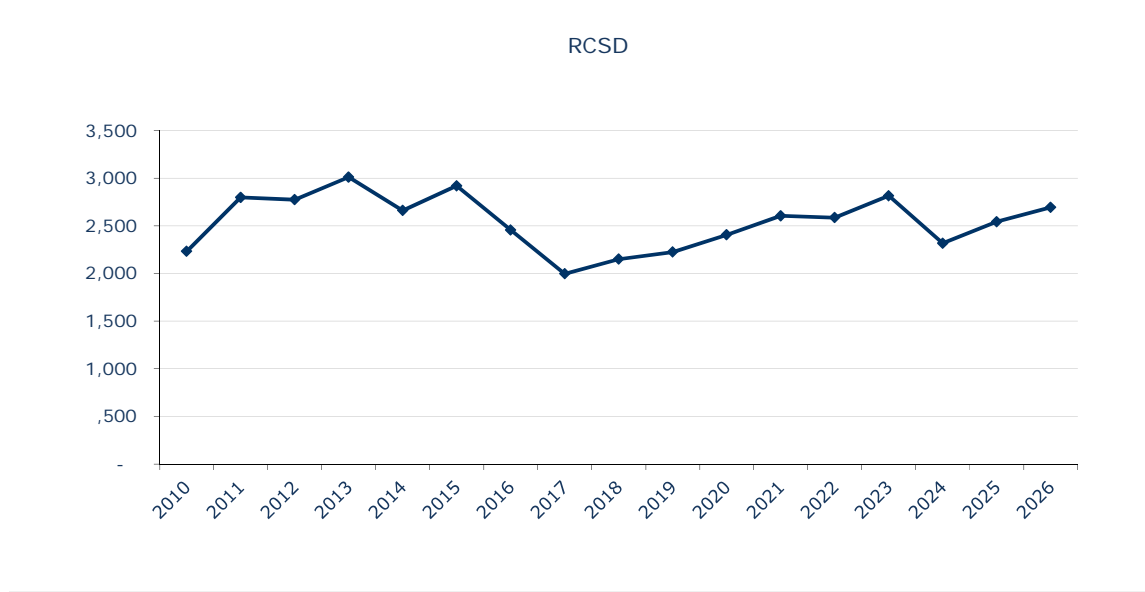
En el caso de **Autopista Central**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre uno, y con una leve tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años y la mantención de los flujos. La evolución y proyección del indicador de cobertura global² se muestra a continuación:

² Para los años 2010 y 2011 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; a partir de 2012 se proyecta en bases a supuestos utilizados por Humphreys.



Adicionalmente, la clasificadora efectúa un análisis dinámico de los indicadores de cobertura. De esta forma, y en relación al modelo aplicado por **Humphreys**, la concesionaria presenta niveles de cobertura y probabilidades de caídas abruptas que le otorgan una solvencia correspondiente a la familia de las clasificaciones AA.

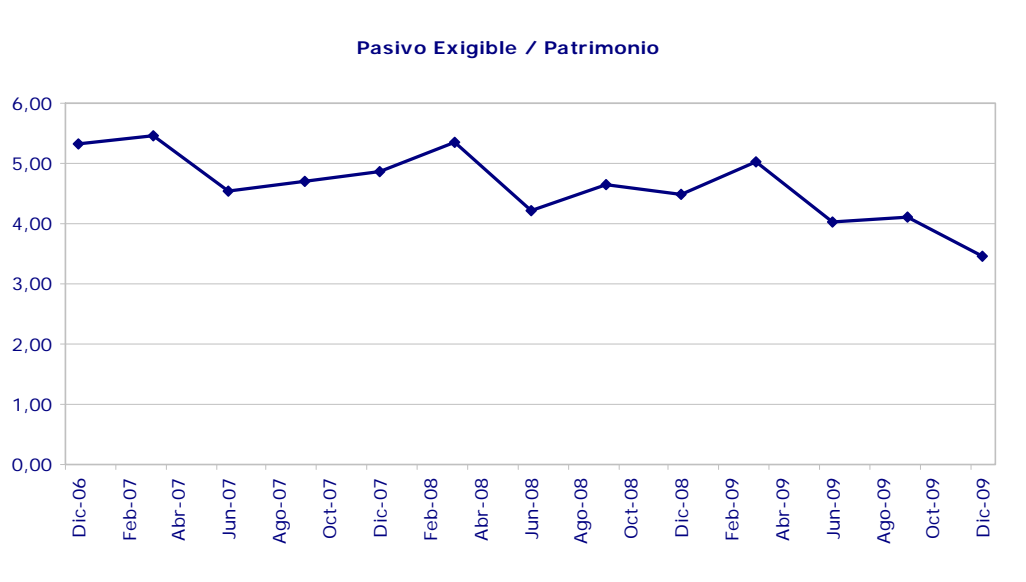
Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda³ (RCSD) muestra para cada periodo cuán holgado es el EBITDA generado por la sociedad en relación con el pago de los pasivos. En particular para **Autopista Central** este indicador muestra que no debería tener problemas (con las proyecciones actuales) al momento del servicio de la deuda, puesto que cuenta con una cobertura elevada para el cumplimiento de sus obligaciones, superior a sus pares. El indicador y su proyección se muestran a continuación:



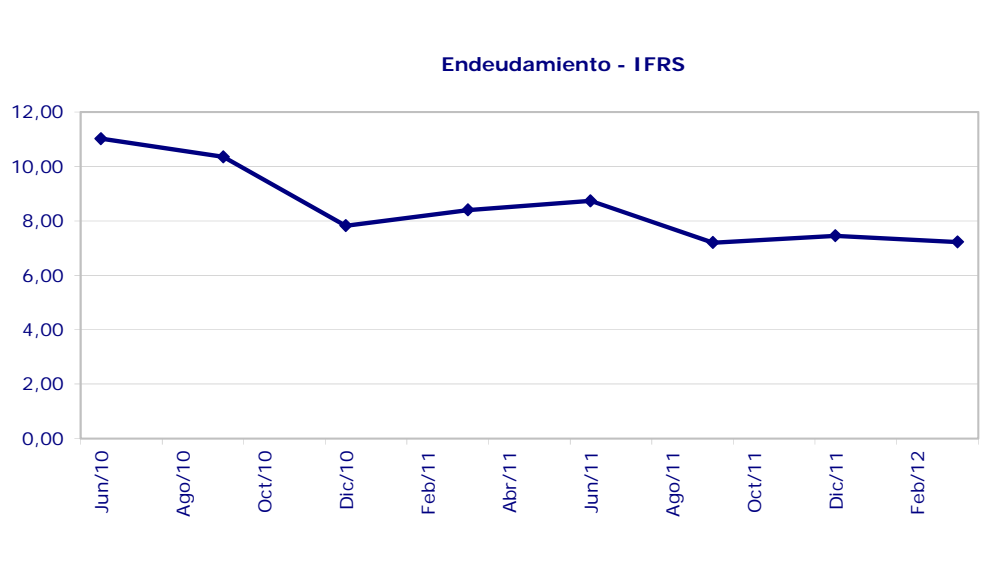
³ Un indicador sobre uno muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, muestra una relación variable en los últimos periodos con una tendencia a la baja, la que se debe a los cambios en el patrimonio de la sociedad concesionaria, producto de las utilidades generadas y acumuladas en los periodos correspondientes.



En relación al indicador en IFRS, se puede observar un aumento importante el indicador de endeudamiento medido como pasivo exigible sobre patrimonio, este aumento se debe principalmente a la revalorización del patrimonio de la compañía bajo esta nueva norma, en donde se produjo una baja importante en el patrimonio contable llevado a IFRS, producto principalmente a la eliminación de la corrección monetaria y el ajuste de los bonos a su costo amortizado.



“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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”.