



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Tipo reseña:
Anual desde Envío Anterior**

Analista

Hernán Jiménez A.

Tel. (56-2) 2433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria

Autopista Central S.A.

Septiembre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA-
Tendencia	Estable
Estados Financieros	30 Junio 2013

Características Bonos Colocados en Chile (Julio 2013)

Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Periodo Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Plazo (Años)
359	A1	13.000.000	5,3%	Semestral	12.772.500	23,0
	A2	500	5,3%	Semestral	491	23,0

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

Estado de Resultados Individual

Cifra 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

Cifra 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 y Patrimonio	551.032.885	569.659.857	629.222.690	682.943.128	681.353.914

EERR Consolidados IFRS

M\$	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Jun-13
Ingresos de actividades ordinarias	91.063.679	92.337.349	106.171.079	58.341.451
Otros gastos por naturaleza	-27.797.448	-21.635.832	-27.489.137	-14.344.280
Gasto por beneficios a empleados	-4.568.321	-4.371.463	-5.055.324	-2.599.991
Costos financieros	-36.573.915	-31.875.795	-32.761.263	-16.354.071
Ganancia	7.387.631	10.774.154	18.705.802	16.078.022

Balance General Consolidado, IFRS

M\$	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Jun-13
Activos Corrientes	62.143.629	56.823.083	65.376.453	65.508.123
Activos No Corrientes	488.853.478	455.850.361	484.450.321	480.052.502
Total Activos	550.997.107	512.673.444	549.826.774	545.560.625
Pasivos Corrientes	20.640.838	10.603.316	16.878.885	14.627.007
Pasivos No Corrientes	467.878.531	432.401.781	441.651.507	444.085.038
Patrimonio	62.477.738	69.668.347	91.296.382	86.848.580
Total Pasivos y Patrimonio	550.997.107	512.673.444	549.826.774	545.560.625

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 mantiene su liquidez. Es así como a junio de 2013 la sociedad concesionaria disponía de recursos líquidos por cerca de \$ 13.969 millones, lo que equivale a aproximadamente 3,4% del saldo insoluto del bono para el 2013.

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, implementados en otras autopistas. Esto ha mejorado la cantidad de clientes al día con sus pagos debidos a los requisitos que se les impone a los clientes que quieran 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 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 e ingresos 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 categorías 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 2013 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 58.341 millones, lo que representa un 11,9% más que los ingresos del mismo periodo del año anterior. Por otro lado, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 14.344 millones, lo que significó un aumento de 15,2% respecto a aquellos meses del 2012. Por su parte los gastos por beneficios a empleados alcanzaron los \$ 2.600 millones, implicando un aumento de 8,2% respecto al primer semestre de 2012.

Los costos financieros alcanzaron \$ 16.354 millones durante el primer semestre de 2013, lo cual es 0,7% mayor a los costos financieros del mismo periodo del año pasado.

El resultado neto ascendió a \$ 16.078 millones, implicando un aumento de 61,2%, producto por un incremento en el flujo vehicular de clientes con contrato, además de mayores ventas de pases diarios y arriendos de tag por los nuevos clientes.

A junio de 2013, la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 545.561 millones, lo cuales son financiados con \$ 458.712 millones de pasivos exigibles y \$ 86.849 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.

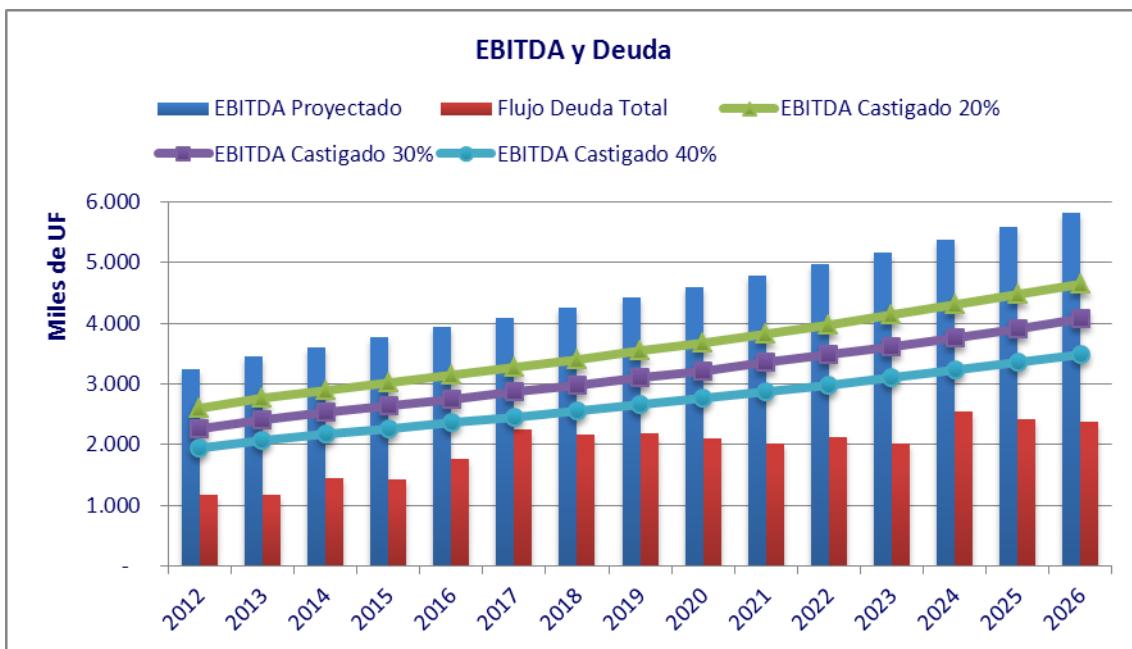
A junio de 2012 la distribución de la propiedad se daba de la siguiente forma:

Accionistas	Propiedad
Central Korbana 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 administración 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:

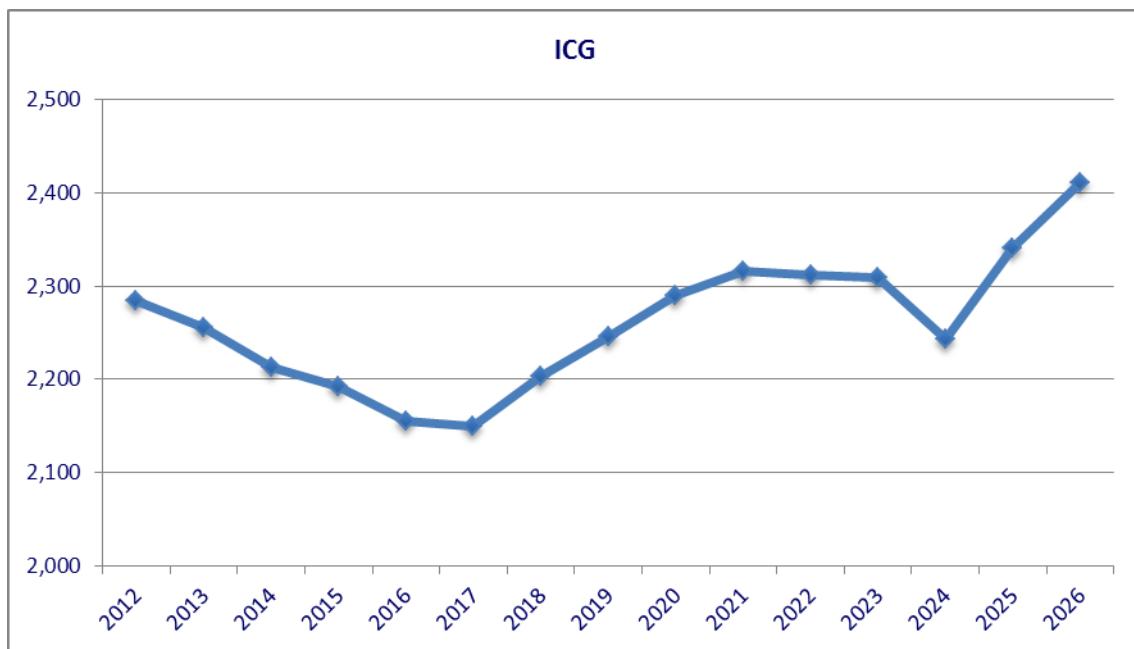


Índice de cobertura global

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 (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos).

En el caso de **Autopista Central**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre uno, y con una leve tendencia al alza a partir del año 2017, 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 global¹ se muestra a continuación:

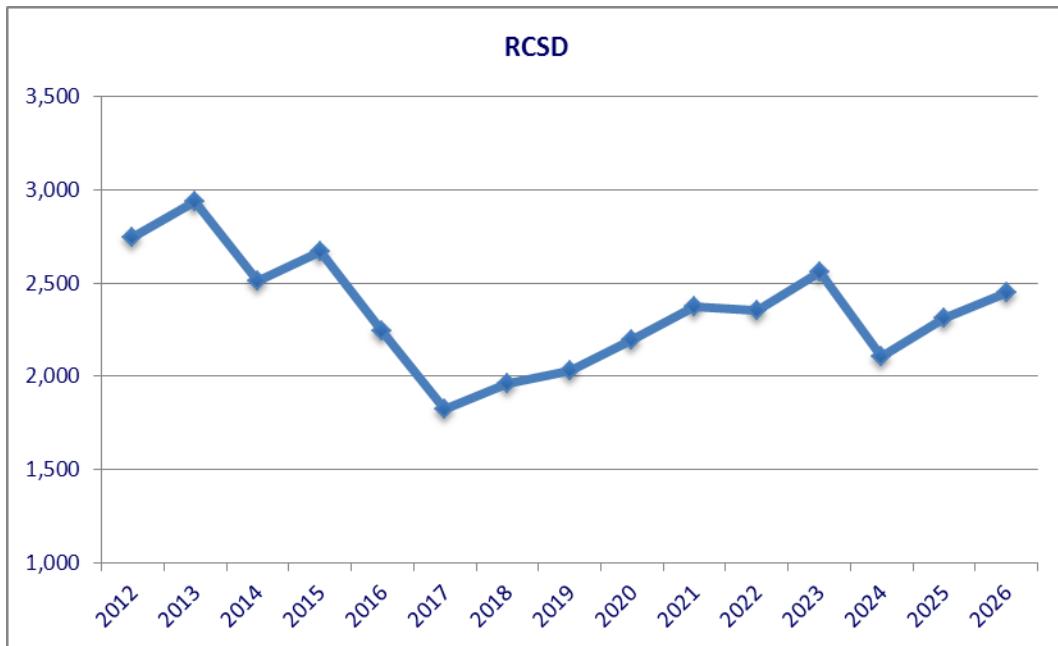
¹ Para el año 2012 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; a partir de 2013 se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.



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.

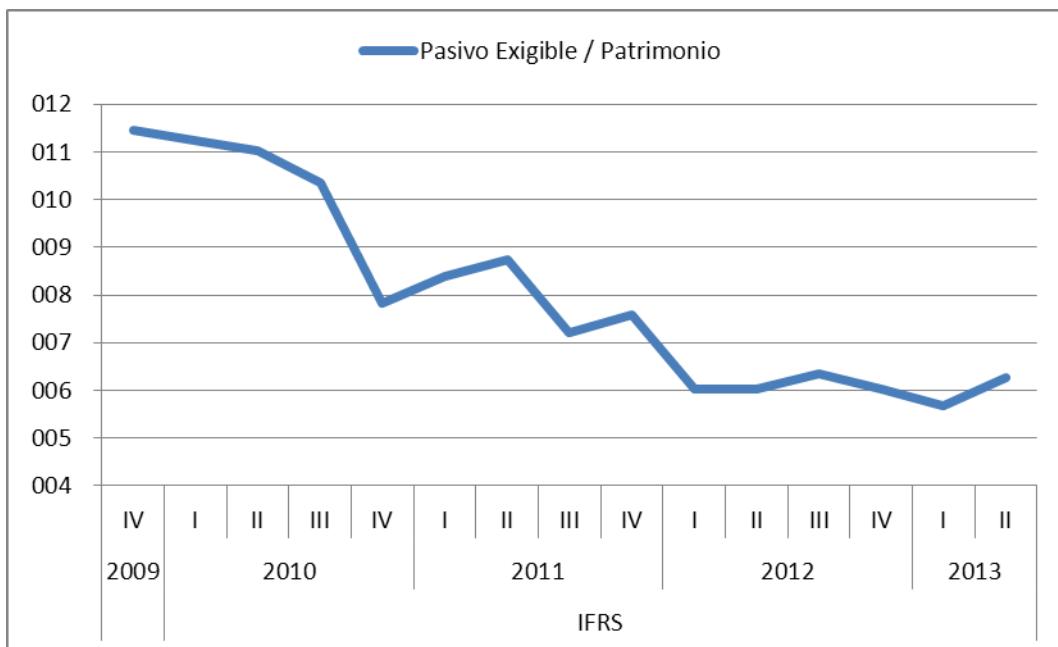
Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda² (RCSD) muestra para cada periodo cuán holgado es el EBITDA generado por la sociedad en relación con el pago de los pasivos. En particular para **Autopista Central** este indicador muestra que no debería tener problemas (con las proyecciones 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:

² 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, ha mostrado una tendencia a la baja desde la implementación de las normas IFRS, pasando desde 11 veces el pasivo exigible sobre patrimonio el cuarto trimestre de 2009 a un poco más de seis veces al segundo trimestre.



"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."