

**Sociedad Concesionaria Autopista Vespucio Sur S.A.**
**Julio 2008**
**Categoría de Riesgo y Contacto**

Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Línea de Bonos	<b>A-</b>	Socio Responsable	Alejandro Sierra M.
Otros Instrumentos	No hay	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Perspectiva	Estable	Analista	Carolina Mena R.
Tipo de Reseña	Informe Anual	Teléfono	56-2-204 7315
Estados Financieros Base	31 de Marzo de 2008	Fax	56-2-223 4937
		Correo Electrónico	<a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a>
		Sitio Web	<a href="http://www.humphreys.cl">www.humphreys.cl</a>

**Características Bono**

Identificación	Series	Valor Nominal (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Corte (UF)	Valor Par (UF)	Fecha vencimiento
386	A1	5.500.000	4,5%	Semestral	5.000	5.292.536	15 Diciembre 2028
	A2	500	4,5%	Semestral	500	529	15 Diciembre 2028

Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N.º 386 con fecha 5 de octubre de 2004.

**Estado de Resultados**

M\$ Marzo 2008	2007*	2008*	Var.(%)
Ingresos de Explotación	13.988.119	23.955.888	71,3%
Costos de Explotación	6.258.216	13.275.738	112,1%
Gastos de Administración	2.159.363	2.581.440	19,5%
Resultados de Explotación	5.570.540	8.098.710	45,4%
Gastos Financieros	1.369.695	3.200.017	133,6%
Resultado del Ejercicio	4.765.462	4.165.370	-12,6%
Depreciación del Ejercicio	1.441.063	3.903.518	170,9%
Ebitda	7.011.603	12.002.229	71,2%

\* Corresponde a la suma de los últimos cuatro trimestres a marzo del año correspondiente (año móvil).

**Balance General**

M\$ Marzo 2008	Mar-07	Mar-08	Var.(%)
Activo Circulante	27.658.712	30.274.703	9,5%
Activo Fijo	170.701.570	196.520.008	15,1%
Otros Activos	11.653.116	20.855.694	79,0%
Total Activos	210.013.399	247.650.405	17,9%
Pasivos Circulante	9.316.710	7.331.359	-21,3%
Pasivo Largo Plazo	152.617.787	180.134.285	18,0%
Patrimonio	48.078.902	60.184.761	25,2%
Total Pasivos	210.013.399	247.650.405	17,9%

## Opinión

### Fundamento de la Clasificación

Autopista Vespucio Sur es una concesión otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP) que considera una autopista de tres pistas por sentido, de alta velocidad, de 23,5 kilómetros de extensión, en la zona suroriente de Santiago, sobre el actual trazado de la Circunvalación Américo Vespucio entre Avenida Grecia y la Ruta 78.

El emisor tiene inscrito en la Superintendencia de Valores y Seguros (“SVS”) una línea de bonos por UF 10.500.000 cuyo plazo de expiración es el 31 de diciembre de 2030. Con cargo a la presente línea la sociedad colocó en el mercado, durante diciembre de 2004, dos series que ascendieron a UF 5.000.500, que cuentan con un período de tres años de gracia y que vencen el 15 de diciembre de 2028.

Adicionalmente, el 4 de noviembre del 2004, el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO) le otorgó a Vespucio Sur un crédito por un monto que ascendió a UF 3.700.000, el cual posee condiciones financieras similares a la emisión del bono<sup>1</sup>.

**Clasificadora de Riesgo Humphreys Ltda.**, ha acordado ratificar la clasificación de los bonos emitidos por **Sociedad Concesionaria Autopista Vespucio Sur S.A.** en “*Categoría A-*” y la perspectiva de la clasificación en “*Estable*”.

La línea de bonos y los instrumentos emitidos a su cargo (*Categoría A-*) cuentan con la garantía de carácter incondicional e irrevocable de XL Capital Assurance Inc. Sin embargo, dada la debilidad financiera del garante (**Moody’s Investors Service** la ha calificado en escala global en “*Categoría B2*” con perspectivas *Negativas*), la clasificación de los títulos de deuda se fundamenta exclusivamente en la capacidad de pago de la sociedad concesionaria, la cual está determinada principalmente por el flujo de vehículos de de la autopista denominada Vespucio Sur.

En opinión de **Humphreys**, las características propias de la concesión otorgan al emisor la solidez financiera necesaria para responder en forma adecuada a sus obligaciones financieras. En general, dentro de sus fortalezas destacan: i) Ser una autopista con flujo de tráfico de extensa data y altamente utilizada por los usuarios; ii) presentar buenas expectativas de crecimiento debido al incremento urbano natural en el sector y por la conectividad que provee con diversos puntos de importancia, como el Acceso Sur a Santiago (parte de la Concesión Ruta 5 Sur, Tramo Santiago-Talca), varios centros comerciales, otras autopistas urbanas concesionadas y la Ruta 78, que conecta Santiago y el Puerto de San Antonio; y iii) un marco regulador sustentado en una estructura legal transparente y probada en el tiempo.

Asimismo, la clasificación de riesgo tampoco desconoce el impacto positivo que pudiera tener sobre Vespucio Sur la ejecución en el mediano plazo de la obra Vespucio Oriente.

### Definición Categorías de Riesgo

#### *Categoría A*

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente 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.

<sup>1</sup> El acuerdo de financiación relativo al ICO es una línea de crédito abierta por hasta UF 4 millones a desembolsarse a partir de enero de 2005 y pagaderas en cuotas, venciendo la última de éstas el 15 de diciembre de 2028.

## Perspectiva de la Clasificación

### *Estable*

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

### **Características de la Concesión**

La concesión vial, denominada **Autopista Vespucio Sur (AVS)**, tiene una longitud de 23,5 kilómetros y se desarrolla entre la Ruta 78 y Avenida Grecia por el actual trazado de Avenida Américo Vespucio. La carretera se sitúa en el sector suroriente de Santiago y se conecta directamente con otras concesiones urbanas e interurbanas como Autopista Central, Vespucio Norte y Ruta 78, que conecta Santiago y el Puerto de San Antonio (todas autopistas concesionadas por el MOP).

A continuación se presenta un mapa de Santiago, que se muestra en rojo el trazado de la Autopista Vespucio Sur.



En la parte central de la faja de la autopista se extienden las líneas 4 y 4A del Metro de Santiago. A ambos lados del trazado del Metro están las tres pistas por sentido que conforman la Autopista Vespucio Sur. Adicionalmente, se tienen las calles locales de dos pistas cada una, a ambos lados de la autopista, las cuales se encuentran con semáforos y con cruces a nivel, por donde se puede transitar sin pagar peaje.

En el siguiente cuadro se especifican los tramos del proyecto y el kilometraje correspondiente:

Tramo	Sección	Longitud (Km.)
1	Ruta 78 – General Velásquez	5,3
2	General Velásquez – Ruta 5 Sur	2,5
3	Ruta 5 Sur – Nuevo acceso Sur a Santiago	5,9
4	Nuevo acceso Sur a Santiago – Av. Vicuña Mackenna	3,1
5	Av. Vicuña Mackenna – Av. Grecia	6,7

El plazo original de la concesión era por un período de 30 años, pero de acuerdo a lo establecido en el Convenio Complementario N° 1<sup>2</sup> (CC1), el plazo fue extendido a un máximo de 38 años. De esta forma, su extinción está programada, como máximo, para el año 2040.

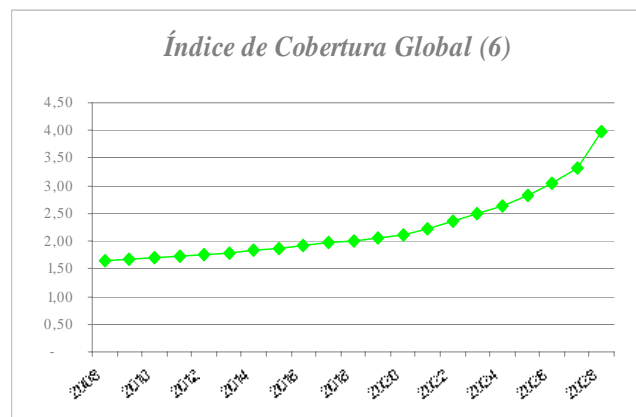
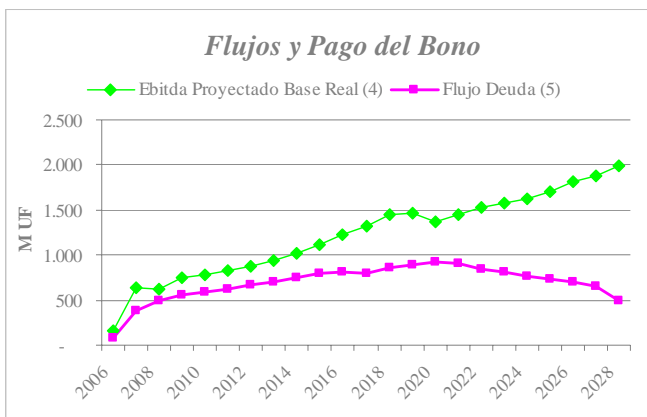
La Puesta en Servicio Provisoria de la Obra en la totalidad de sus tramos se realizó en noviembre de 2005, tras 23 meses de construcción. El 31 de agosto de 2006, el MOP autorizó la Puesta en Servicio Definitiva de la totalidad de las obras, por lo que a la fecha la concesión se encuentra completamente operativa.

El 27 de enero de 2006, la Sociedad Concesionaria Autopista Vespucio Sur S.A. y la Dirección General de Obras Públicas firmaron el Convenio Complementario N° 2, cuya aprobación fue firmada en mayo, por Decreto Supremo N° 58 del MOP. Dicho acuerdo se publicó en el Diario Oficial el 23 de mayo de 2006.

Este convenio, estableció un conjunto de modificaciones a las obras y servicios del proyecto original y consideró la realización de nuevas inversiones. En cuanto al financiamiento de estas obras, en agosto de 2006 se vendió al Banco de Chile los “pagos del MOP diferidos<sup>3</sup>”.

### Flujos y Pagos del Bono

Como se aprecia, de acuerdo con las proyecciones de Ebitda; los flujos futuros de los bonos y del crédito otorgado por el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO) se pagarían, ya que el valor actual del Ebitda base real (descontado a la tasa promedio de los bonos), equivale a 1,66 veces el saldo insoluto de la deuda (asumiendo que hay un adecuado calce en los flujos).



<sup>2</sup> El convenio complementario N° 1, entre otras cosas, implicó una extensión de ocho años en el plazo de la concesión como compensación por la pérdida de ingresos, incurrida por la sociedad concesionaria debido a las obras adicionales y al retraso de la puesta en marcha programada.

<sup>3</sup> Así, el monto requerido para la inversión no sería parte de las obligaciones directas de la Concesionaria.

<sup>4</sup> Se toma como base los datos reales hasta diciembre de 2007, los cuáles crecen a las tasas de crecimiento proyectadas para el Ebitda por **Humphreys**

<sup>5</sup> Incluye el pago del bono y del crédito otorgado por el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO)

<sup>6</sup> En cada período se calcula: (valor presente de los flujos futuros o Ebitda descontados a la tasa promedio de los bonos) / (Saldo Insoluto de los Bonos)

	<b>ICG a marzo 2008</b>
Tasa Promedio Bonos	5,08%
VP Ebitda Proyec. Base Real (UF)	15.113.263
Saldo Insoluto (UF)	9.108.162
ICG (Base Real)	1,66

### **Patrocinadores del Proyecto**

**Sociedad Concesionaria Autopista Vespucio Sur S.A.** es controlada, en partes iguales, por los grupos Acciona (accionista mayoritario de Acciona S.A. y Nesco Entrecanales Cubiertas Chile S.A.) y SACYR Vallehermoso (controlador de Itinere Chile S.A. y SACYR Chile S.A.). A continuación se muestra la distribución de la sociedad a marzo de 2008:

<b>Accionistas</b>	<b>N.º de acciones</b>	<b>Porcentaje Propiedad</b>
<b>Sociedad Concesionaria Vespucio Sur S.A.</b>		
<i>Acciona Concesiones Chile S.A.</i>	19.998	49,995%
<i>Itinere Chile S.A.</i>	19.200	48,000%
<i>SACYR Chile S.A.</i>	800	2,000%
<i>Acciona S.A.</i>	2	0,005%

### **Grupo Acciona**

El 100% de la sociedad *Acciona Concesiones Chile S.A.* y de la sociedad *Acciona S.A.*, pertenece al grupo empresarial Acciona, *holding* español con presencia en más de 30 países a lo largo del mundo y que nace en 1997 producto de la fusión de Entrecanales y Tavora y Cubiertas y MZOV.

Además de la concesión Américo Vespucio Sur, el grupo actualmente participa en otra obra de infraestructura en nuestro país como es la Autopista de peaje Red Vial de Litoral Central (87,47 Km. entre Cartagena y Algarrobo, la cual dispone de ingreso mínimo garantizado por el Estado de Chile).

### **Grupo SACYR Vallehermoso**

Tanto *SACYR Chile S.A.* como *Itinere Chile S.A.*, pertenecen al grupo empresarial Sacyr Vallehermoso, *holding* español, que a fines de 1996 comienza su expansión internacional.

El Grupo ha participado en la construcción de 620 kilómetros de carreteras y autopistas de la red nacional, entre las que se destacan: La Ruta 5 Norte (228,7 kms. construidos entre Los Vilos y La Serena); La Ruta 5 Sur (entre Río Bueno y Puerto Montt con 130,6 kms. construidos); Rutas del Pacífico que es la interconexión vial Santiago - Valparaíso - Viña del Mar - Villa Alemana (137,6 Km. de autopistas); Red Vial Litoral Central (autopista que une Algarrobo, San Antonio y Casablanca, alcanza una longitud de 79,8 Km. Además de la variante las pataguas); y la Autopista de acceso nororiente a Santiago, con una extensión de 21,5 Kilómetros.

### **Empresas Garantes: Garantía Financiera**

El pago oportuno del capital y los intereses de los bonos a su vencimiento de conformidad con el Calendario de Pagos es garantizado por XL Capital Assurance, el cual actúa como garante de la operación. En este sentido, hay que destacar que el pago por parte del asegurador se realizará de acuerdo al calendario vigente de los bonos adeudados, por lo que se excluyen los pagos a efectuarse en caso de aceleración como resultado de algún incumplimiento del emisor, de una causal de vencimiento anticipado, de algún prepago u otra causa.

La operatividad de la póliza de seguros es relativamente simple. En la práctica, en caso que el emisor no enterare con cuatro días hábiles bancario de anticipación los fondos necesarios para dar cumplimiento al pago establecido de acuerdo con lo estipulado en la respectiva escritura de emisión de bonos y en la respectiva póliza de seguros, el banco pagador deberá informar al garante de esta situación al día siguiente de producido el hecho, quien deberá aportar los fondos faltantes.

La comunicación al garante será vía fax con posterior confirmación telefónica, quedando el banco pagador facultado para grabar la conversación. Adicionalmente, y en forma inmediata, el banco deberá enviar por correo certificado el “Aviso de Pago” a la compañía aseguradora. Con todo, la omisión o retardo del banco en enviar el Aviso de Cobro de la manera señalada, no eximirá al asegurador de la obligación de efectuar los pagos establecidos en la póliza de seguros.

La Garantía Financiera se regirá e interpretará de conformidad con las leyes del Estado de Nueva York, Estados Unidos de América. Cualquier conflicto en virtud de la interpretación de la Garantía Financiera se someterá a un tribunal con jurisdicción sobre el Garante respectivo.

---

#### *XL Capital Assurance Inc.*

XL Capital Assurance Inc. es una compañía de seguros que ha sido clasificado en “*Categoría B2*” en escala internacional. La entidad cuenta con presencia internacional.

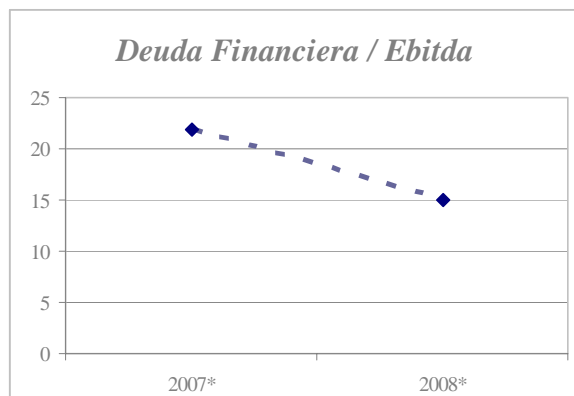
La compañía tiene como objetivo garantizar el pago de las obligaciones financieras contraídas por terceros y, con ello, permitir un mejoramiento en la capacidad crediticia de los deudores asegurados.

Con fecha 20 de junio del año en curso, **Moody’s Investors Service** anunció la reducción en la clasificación de la fortaleza financiera de XL Capital Assurance Inc. (XL), entidad garante de los bonos emitidos por **Sociedad Concesionaria Autopista Vespucio Sur S.A.** La clasificación de la aseguradora garante se modificó desde “*Categoría A3*” a “*Categoría B2*” (ambas en escala global) y ha mantenido la perspectiva de la clasificación como “*Negativa*”. Actualmente, XL está siendo evaluada por **Moody’s Investors Service**, en una base consolidada como parte del grupo Security Capital Assurance Ltd.

La actual clasificación de la solvencia en “*Categoría B2*” de las subsidiarias operativas de Security Capital Assurance Ltd, incluyendo a XL, refleja la debilitada posición de capital del grupo, debido a las pérdidas incurridas por exposiciones relacionadas a hipotecas, que podrían sufrir significativas pérdidas adicionales bajo escenarios de estrés.

### **Indicadores Financieros**

El análisis de la relación deuda financiera sobre Ebitda, muestra un alto endeudamiento en relación a la capacidad de generación de flujo <sup>7</sup>, situación que mejoró el último año de operación; no obstante, esta situación no es ajena a las características del negocio.



### **Resultados Individuales a Marzo de 2008**

Durante el primer trimestre de 2008, la empresa generó ingresos de explotación por MM\$ 5.598, lo que representa un incremento real de 18,93% respecto al mismo período del año anterior.

En el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de MM\$ 3.167, lo que significó un aumento real de 29,65% respecto de los tres primeros meses del año 2007.

Los gastos de administración y ventas, a marzo del presente año, sumaron un total de MM\$ 530, lo que representó una disminución real de 13,53% respecto de igual período del año anterior.

El resultado operacional ascendió a MM\$ 1.901, lo que representa un aumento real de 15,13% respecto del resultado que hubo a marzo de 2007. Mientras, el resultado no operacional arrojó una pérdida de MM\$ 790, lo que es explicado principalmente por pérdidas en corrección monetaria.

El resultado final sumó una utilidad de MM\$ 946, cifra que representa una disminución real de 28,55% respecto a la utilidad neta obtenida a marzo de 2007.

<sup>7</sup> El indicador se ha visto desfavorecido por el menor nivel de tráfico que ha presentado la carretera en comparación con los niveles que se proyectaron al momento de estructurar el financiamiento de las inversiones asociadas a la concesión.



### **Aspectos Legales**

Dadas las características del emisor, sociedad que administra obras públicas concesionadas, uno de los cuerpos legales más relevantes para ella dice relación con el D.F.L. MOP N° 164 de 1991 “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

#### *Decreto con Fuerza de Ley N° 164*

Las normas que regulan las concesiones de obras públicas están contenidas principalmente en el DFL N° 164 de 1991 del MOP, “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

De acuerdo con las disposiciones legales, el ente adjudicatario de la concesión debe constituirse como sociedad anónima y con el objeto exclusivo de la ejecución y explotación de la obra concesionada, salvo que las bases de licitación dispongan la ampliación del giro de la sociedad.

Derivado del contrato de concesión, la sociedad concesionaria queda obligada a constituir garantías de construcción y de explotación de acuerdo con los montos establecidos en la licitación; junto a ello corresponde la contratación de seguros de responsabilidad civil y de riesgos catastróficos que permitan la reconstrucción de la obra.

Para garantizar el cumplimiento de los estándares definidos para la obra en ejecución, el MOP debe nombrar un inspector fiscal que actuará como fiscalizador de la misma, ello sin perjuicio de las atribuciones propias del Director General de Obras Públicas. En esta etapa, en caso de controversia entre las partes, puede intervenir la Comisión Conciliadora, entidad creada para resolver los conflictos entre los firmantes del convenio de concesión.

Otro aspecto relevante de la Ley dice relación con el proceso de expropiación de bienes, el cual se efectúa mediante la declaración de utilidad pública de los mismos. El costo de las expropiaciones es de cargo del concesionario. Sin embargo, el Fisco – como así ocurre en la realidad – puede limitar el valor máximo a pagar asumiendo una porción de total de los desembolsos a efectuar. En la eventualidad que el proceso de expropiación retrase la ejecución de la obra, el MOP debe compensar al concesionario por los perjuicios que tuviere.

En cuanto a los bienes y derechos que la sociedad concesionaria adquiera con motivo del contrato de concesión no podrán ser enajenados separados a ésta última, hipotecadas o gravadas sin consentimiento del MOP y deben pasar a propiedad del Fisco al término de la concesión. Con todo, en caso de transferencia de la concesión, ésta sólo podrá ser cedida a una persona que cumpla con los requisitos que se hubiesen exigido previamente a los licitantes; asimismo, la concesión podrá ser entregada en prenda con el objeto de financiar la ejecución del proyecto.

Dentro de los derechos de los concesionarios está el percibir los ingresos por el cobro de tarifas en las plazas de peajes circunscritas al área de concesión y otros ingresos derivados de servicios complementarios menores. El cobro de peaje está limitado por el precio máximo establecido en la licitación; no obstante existe un ajuste tarifario periódico equivalente al IPC acumulado en dicho lapso (en el caso de Autopista Vespucio Sur, el reajuste es anual).

El régimen económico del contrato de concesión además puede establecer incentivos por seguridad vial y compensaciones por las obras complementarias que pudiere exigir el MOP adicionales a las estipuladas en el contrato original.



La duración de la concesión será la establecida en el respectivo contrato y sus complementaciones, si correspondiere. No obstante, la concesión también podrá extinguirse por acuerdo entre las partes, grave incumplimiento del concesionario o por cualquier causal previamente establecida en las bases de licitación.

En caso de acuerdo entre las partes para poner término a la concesión, ésta solo podrá realizarse si los acreedores alzaren las prendas de obras públicas constituidas en su favor o, en su defecto, si aceptaren por escrito el término anticipado del contrato.

Finalmente, cabe destacar que la ley establece una Comisión Conciliadora cuyo propósito es atender las controversias que se susciten entre las partes por interpretación del contrato de concesión (ejemplo, cuantificación de las compensaciones por obras complementarias o determinación de incumplimientos graves por parte del concesionario). Esta Comisión la conforman tres profesionales, dos elegidos por cada una de las partes y un tercero de común acuerdo o designado por el presidente de la Corte de Apelaciones en caso de falta de acuerdo. Su constitución se debe formalizar al inicio de la concesión.

En caso que alguna de las partes recurra a la Comisión, ésta tendrá como función conseguir la conciliación entre los contendientes. De no producirse acuerdo dentro de los 30 días, éstos podrán en el plazo de cinco días solicitar una comisión arbitral o recurrir a la Corte de Apelaciones de Santiago. En el primer caso la comisión arbitral tendrá un plazo de 30 días para resolver, en cuyo período quedarán suspendidas las resoluciones del MOP. La decisión de la comisión no podrá ser objeto de recurso alguno.

---

*“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 Bancos e Instituciones Financieras 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”.*