



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Eric Pérez F

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

eric.perez@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Autopista Nueva Vespucio Sur S.A.

Julio 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
Línea de bonos y bonos Tendencia	AA Estable
EEFF base	31 de marzo 2019

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos Serie A1 (BAVSU-A1) Serie A2 (BAVSU-A2)	Nº 386 de 05.10.2004 Primera emisión Primera emisión

Características Bono Colocado en Chile				
SubSeries	Tasa interés anual (%)	Período capitalización	Valor nominal vigente ¹	Fecha vencimiento
A1	4,5%	Semestral	3.534.714	Diciembre 2028
A2	4,5%	Semestral	353	Diciembre 2028

Estado de Situación Individual- IFRS

Cifras en Miles de \$	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Mar-19
Activos corrientes	143.581.157	233.630.083	131.972.557	157.786.658	152.985.760	172.382.74
Activos no corrientes	174.377.498	122.020.935	434.616.403	419.916.672	463.791.085	460.599.937
Total de activos	317.958.655	355.651.018	566.588.960	577.703.330	616.776.845	632.982.681
Pasivos corrientes	14.620.285	13.259.652	22.730.573	16.095.163	19.006.893	22.308.909
Pasivos no corrientes	197.681.505	203.878.956	231.501.900	230.709.899	230.399.758	233.556.084
Patrimonio total	105.656.865	138.512.410	312.356.487	330.898.268	367.370.194	377.117.688
Total de patrimonio y pasivos	317.958.655	355.651.018	566.588.960	577.703.330	616.776.845	632.982.681

Estado de Resultados Individual - IFRS

Cifras en Miles de \$	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Mar-19
Total ingresos por actividades ordinarias	51.509.488	59.139.696	67.195.944	73.568.058	77.245.245	20.416.187
Otros gastos por naturaleza	-5.663.001	-6.108.529	-6.809.114	-7.447.240	-7.625.763	-2.847.458
Ingresos financieros	7.784.540	8.393.253	11.305.467	9.097.104	6.529.633	2.092.359
Costos financieros	-11.296.444	-11.312.142	-10.445.341	-8.446.719	-8.233.197	-1.926.800
Ganancia	27.571.134	32.855.545	19.353.877	37.541.781	36.471.926	9.747.494

¹ A febrero de 2019.

Fundamento de la clasificación

La **Sociedad Concesionaria Autopista Nueva Vespucio Sur S.A. (Nueva Vespucio Sur)** es la entidad propietaria de la concesión otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP) en la zona suroriente de Santiago, sobre el actual trazado de la Circunvalación Américo Vespucio, entre Avenida Grecia y la Ruta 78, que considera una autopista de tres pistas por sentido, de alta velocidad y que abarca 23,5 kilómetros de extensión. La autopista concesionada tiene once años operando en tal calidad.

Durante el primer trimestre del 2019 **Nueva Vespucio Sur** generó ingresos de \$ 20.416 millones y su deuda financiera se ubicó en \$ 175.482 millones. De esta última cifra, un 56,6% correspondió a bonos emitidos en el mercado local y un 43,4% a préstamos con el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO).

Según información a diciembre de 2018, la concesionaria mantiene un EBITDA de \$ 69.200 millones y el máximo flujo de deuda anual asciende a \$ 22.473 millones aproximadamente.

La clasificación de los bonos emitidos por **Nueva Vespucio Sur** en "Categoría AA" obedece a la mantención de elevadas tasas de crecimiento que han experimentado los ingresos y flujos de la sociedad concesionaria, las cuales han superado las proyecciones de la Clasificadora. A marzo de 2019 el ingreso ascendió a \$20.416 millones, un 9,4% superior a lo contabilizado a marzo de 2018, lo cual se refuerza con los incrementos presentados en los años anteriores (en el ejercicio 2018 se observó un aumento de 5,8%).

Los indicadores de cobertura global de la deuda que posee actualmente la autopista son considerados como holgados, lo cual obedece en gran medida al aumento en los niveles de ingresos por actividades ordinarias, alcanzando las 4,37 veces proyectado para el año 2019.

La clasificación de riesgo valora que la zona concesionada provee un volumen de tráfico que asegura elevados flujos de usuarios a la autopista, presentando un incremento de un 2,4% respecto del año anterior. Además, aún presenta buenas expectativas de expansión, debido al incremento urbano natural del sector y 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.

Asimismo, la clasificación de riesgo toma en cuenta los términos de la estructura de financiamiento de la sociedad, que regula el retiro de utilidades de los accionistas y favorece la liquidez del emisor. En efecto, a marzo de 2018 la concesionaria mantiene inversiones líquidas por \$ 89.916 millones.

El emisor mantiene inscrita en la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) una línea de bonos por UF 10.500.000, cuyo plazo de expiración fue fijado el 31 de diciembre de 2030. En diciembre de 2004 la sociedad colocó en el mercado, con cargo a dicha línea, dos series que ascendieron a UF 5.000.500 y que vencen el 15 de diciembre de 2028. A marzo de 2019 el valor nominal vigente ascendió a UF 3.535.067 (suma de A1 y A2).

Si bien los títulos de deuda cuentan con la garantía de carácter incondicional e irrevocable de Syncora Guarantee (ex XL Capital Assurance Inc.), ello no ha sido incorporado como elemento positivo dado el debilitamiento financiero del garante (clasificado en “No Grado de Inversión”).

Para la mantención de la categoría se requiere que el tráfico vehicular no experimente contracciones de relevancia, que disminuyan en forma importante los flujos futuros esperados.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Niveles de tráfico crecientes y consolidados.
- Flujo de caja adecuado en relación el pago de la deuda.
- Estructura financiera que favorece la liquidez de la compañía.

Fortalezas complementarias

- Adecuada conectividad con otras autopistas concesionadas.
- Estabilidad institucional y legal.

Fortalezas de apoyo

- Conexión en el largo plazo con Vespucio Oriente (no se considera en los flujos).

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

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del 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.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Hechos recientes

Resultados diciembre 2018

Durante 2018 la empresa obtuvo ingresos por actividades ordinarias por \$ 77.245 millones, lo que implicó un crecimiento de 5,0% respecto del año anterior, explicado principalmente por el incremento de 4,6% en los ingresos por peaje TAG.

Por su parte, los otros gastos por naturaleza exhibieron un total de \$ 7.625 millones, lo que significa un aumento de 2,4% respecto de 2017.

Los ingresos financieros disminuyeron 28,2% durante el año pasado, totalizando \$ 6.529 millones, explicado fundamentalmente por la disminución de 18,7% de los intereses devengados por mora de clientes netos de provisión y por la baja de 98,9% de otros ingresos financieros. Por su parte, los gastos financieros también presentaron una disminución de alrededor 2,5% durante 2018.

De este modo, la ganancia de la compañía durante 2018 totalizó \$ 36.471 millones, lo que representa una disminución de 2,8% respecto de 2017, explicado principalmente por la caída en los ingresos financieros, que pasan de \$9.097 millones en 2017 a \$6.529 millones en 2018.

Resultados marzo 2019

De acuerdo con la última información disponible, durante los tres primeros meses de 2019 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por aproximadamente \$ 20.416 millones, lo que representa un alza de 9,4% respecto del mismo período del año anterior. En el mismo lapso, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 2.847 millones, un aumento de 16,5% respecto del primer trimestre de 2018.

Los ingresos financieros alcanzaron \$ 2.092 millones, lo que representa un aumento de 34,6% respecto del primer trimestre de 2018. Los costos financieros, por su parte, se ubicaron en \$ 1.926 millones, exhibiendo una disminución de 6,2% respecto del mismo período del ejercicio anterior. Con ello la utilidad final fue de \$ 9.747 millones, experimentando un aumento de 17,2%, debido principalmente al incremento de los ingresos de actividades ordinarias, que pasaron desde \$18.662 millones a marzo de 2018 a más de \$20.416 millones en el primer cuarto de 2019.

A marzo del año 2019 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 632.982 millones, con un total de pasivos de \$ 255.864 millones y un nivel de patrimonio de \$ 377.117 millones.

Antecedentes generales

Características de la concesión

La concesión vial denominada **Autopista Vespucio Sur (AVS)** tiene una longitud de 23,5 kilómetros y se extiende 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 el mapa de la Circunvalación Américo Vespucio y en rojo se muestra el trazado de la autopista:



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**. En paralelo, y a ambos lados de la vía, corren calles locales de dos pistas cada una, las que cuentan con semáforos y con cruces a nivel, por las cuales se puede transitar evitando el pago de peaje.

En el siguiente cuadro se especifican los tramos de la autopista 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	7

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.

Convenios complementarios

Convenio Complementario N° 1:

El Convenio Complementario Número 1 tiene por objeto incluir un conjunto de modificaciones a las obras y servicios del proyecto originalmente contratado, así como la realización de nuevas inversiones. Entre las obras nuevas o adicionales se incluyó: modificaciones al proyecto original para habilitar la faja central destinada al corredor para el metro, la incorporación de algunos colectores del plan maestro de saneamiento de aguas lluvias de Santiago, la modificación de servicios no húmedos y la modificación de servicios húmedos no contemplados en los estudios de ingeniería ejecutados.

La ejecución de las obras nuevas o adicionales dio derecho a la sociedad concesionaria a compensaciones por el valor de las mismas. Por otra parte, como se postergó el inicio de la operación a raíz de las obras adicionales, el MOP acordó indemnizar a la sociedad con un pago directo por UF 716.100 que, de acuerdo con el oficio ORD IF N°360 del MOP, se efectuó el día 30 de junio de 2015.

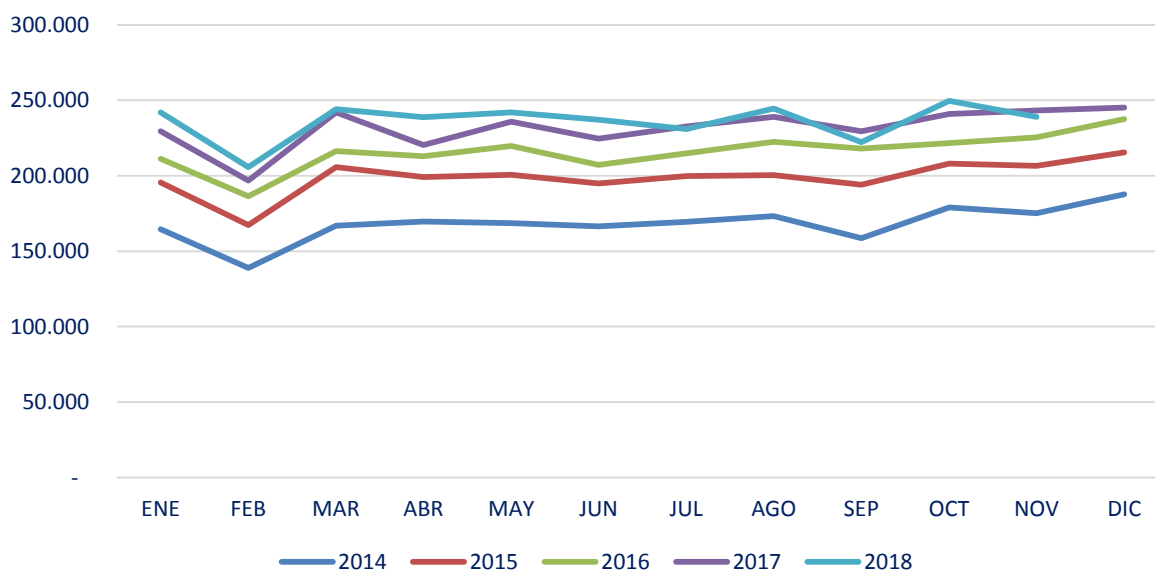
Convenio Complementario N° 2:

El Convenio Complementario Número 2 establece un conjunto de modificaciones a las obras y servicios del proyecto originalmente contratado y la realización de nuevas inversiones. Entre ellas se incluyen: modificaciones al proyecto de ingeniería y sus obras, aumento de presupuesto de modificación de servicios no húmedos y obras adicionales para la obra gruesa correspondiente al tramo de Américo Vespucio, entre la rotonda Grecia hasta Gran Avenida José Miguel Carrera de las líneas 4 y 4A del metro. La ejecución de las obras nuevas o adicionales antes indicadas dio derecho a la sociedad concesionaria a compensaciones, consistentes en pagos en dinero que se realizarán por el MOP a la sociedad concesionaria, en los plazos y condiciones establecidos en el propio convenio y que se materializarán mediante la emisión de resoluciones DGOP, conforme al avance de las obras ejecutadas, a partir de la fecha de vigencia del convenio complementario.

Características del flujo vehicular

En sus años de operación, la autopista ha aumentado constantemente el nivel de tráfico que posee en su traza, mostrando en todos los ejercicios un crecimiento respecto del mismo mes del período anterior; excepto en 2018, en donde se observan bajas en meses particulares, no así en el acumulado. Con todo, en promedio, el tráfico creció un 6,2% anual en los últimos tres años.

Ilustración 1
Flujo de tráfico equivalente mensual de la autopista



Patrocinadores

Nueva Vespucio Sur es propiedad del Grupo Costanera S.p.A. y de Gestión Vial, de acuerdo a la siguiente estructura:

Accionista	% de propiedad
Grupo Costanera S.p.A.	99,9996%
Gestión Vial S.A.	0,00004%

El control es ejercido por el Grupo Costanera S.P.A., que a su vez es controlada por el grupo Atlantia y Canadian Pension Plan Investment Board (CPPIB). Atlantia posee una participación del 50,01% del Grupo Costanera SpA mientras que el CPPIB el otro 49,99%.

Atlantia es uno de los mayores operadores de carreteras de Europa y el mundo. En Italia opera 3.413 kilómetros de autopista, lo que representa el 51% del total, operando además el 9% de las autopistas europeas por peaje. El CPP Investment Board es una organización de manejo de inversiones domiciliada en Toronto y su propósito es invertir los fondos depositados en el *Canada Pension Plan*.

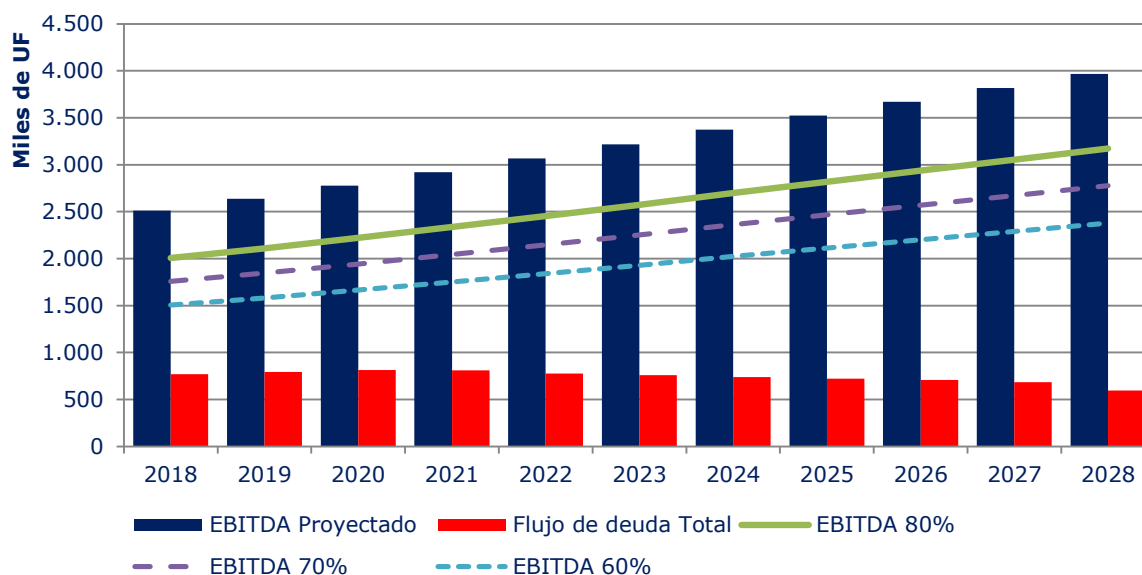
Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo con el modelo financiero preparado por el agente colocador a la fecha de emisión de los títulos, el EBITDA generado por la concesionaria **Nueva Vespucio Sur**, bajo condiciones equivalentes a las definidas como escenario normal en el estudio de tráfico, sería más que suficiente para cubrir las obligaciones de la emisión y el crédito otorgado por el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO)². Por otro lado, al proyectar el EBITDA tomando como base los ingresos efectivos registrados y ajustándolos a la tasa de crecimiento esperada, según el estudio de tráfico, también se observa una holgura razonable entre los flujos esperados y el pago del crédito considerando las obligaciones con ICO, tal como se aprecia en el siguiente gráfico:

² Esta sensibilización fue realizada por **Humphreys** tomando como referencia los datos entregados por el agente colocador, de acuerdo a los resultados del estudio de tráfico para un escenario normal y la historia que ha presentado la concesión.

Ilustración 2
Proyección EBITDA y deuda



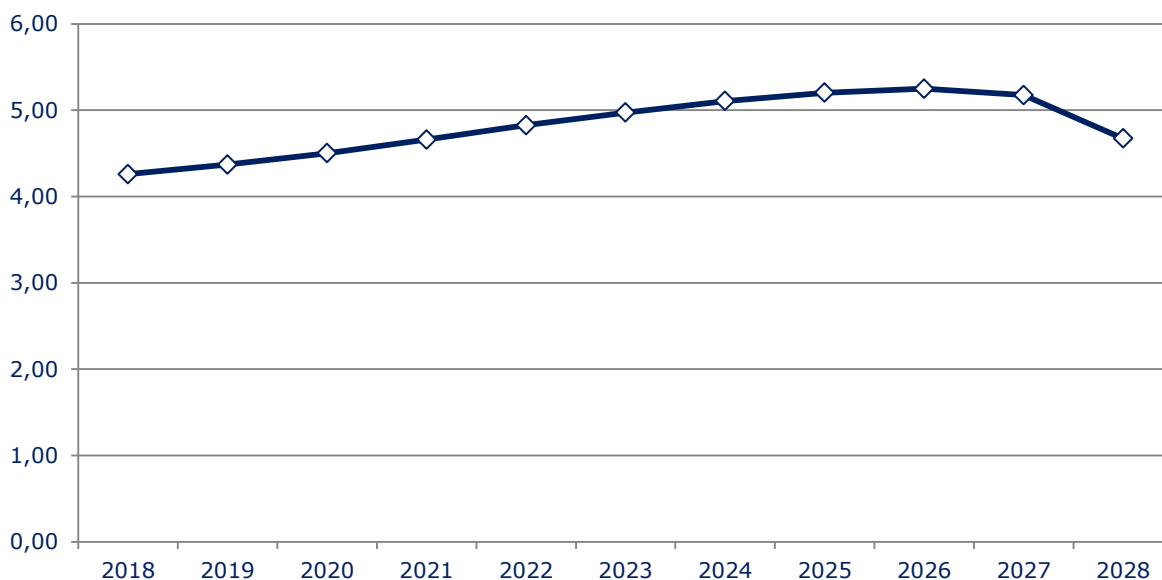
Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como el valor presente de los flujos de EBITDA proyectados durante el período de vigencia del título de deuda, descontados a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda financiera que a la fecha de evaluación mantiene la sociedad concesionaria.

En el caso de **Nueva Vespucio Sur**, el indicador exhibe durante todo el periodo valores superiores a cuatro y con una tendencia al alza hasta el año 2026, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda en el transcurso de los años y la mantención de los flujos. La evolución y proyección del indicador de cobertura global³ se muestra a continuación:

³ Para los años 2011 a 2017 se usan los datos efectivos para el cálculo del indicador; desde 2018 en adelante se proyecta en base a supuestos utilizados por **Humphreys**.

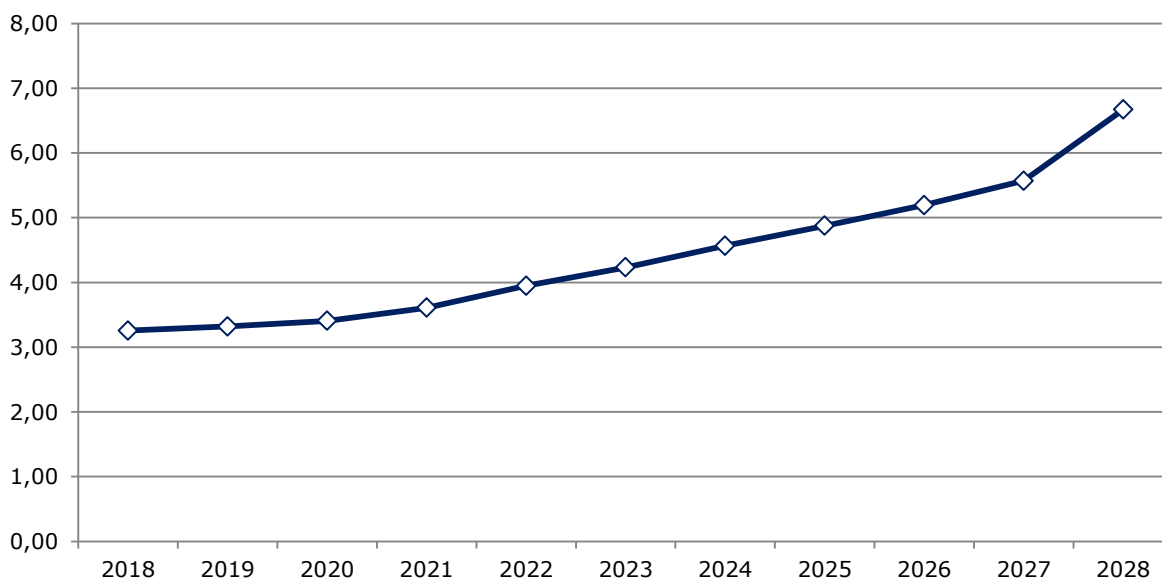
Ilustración 3
Índice de Cobertura Global proyectada



Razón de cobertura de servicio de la deuda (RCSD)

La razón de cobertura de servicio de la deuda (RCSD) muestra cuan holgada se encuentra la sociedad para pagar en cada periodo sus pasivos con el EBITDA proyectado. La evolución y proyección de este indicador se muestra en la Ilustración 5 y en él se observa un posicionamiento sobre uno para todo el periodo analizado.

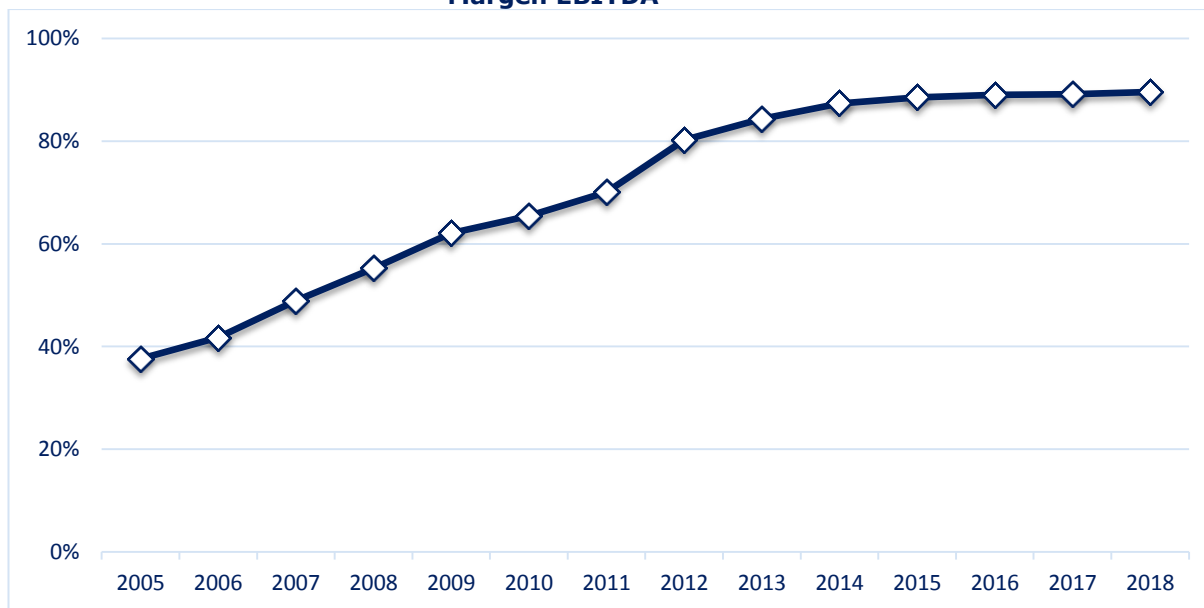
Ilustración 4
Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda proyectado



EBITDA

El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Puede observarse que desde 2007 la relación EBITDA/ingresos muestra un alza sostenida, con un quiebre en 2010, año en que entra en vigencia la norma contable IFRS. El crecimiento se explica por la mayor madurez de la autopista concesionada, lo que ha llevado a un aumento en el tráfico y, por ende, a mejores relaciones de ingresos en relación con los costos y gastos.

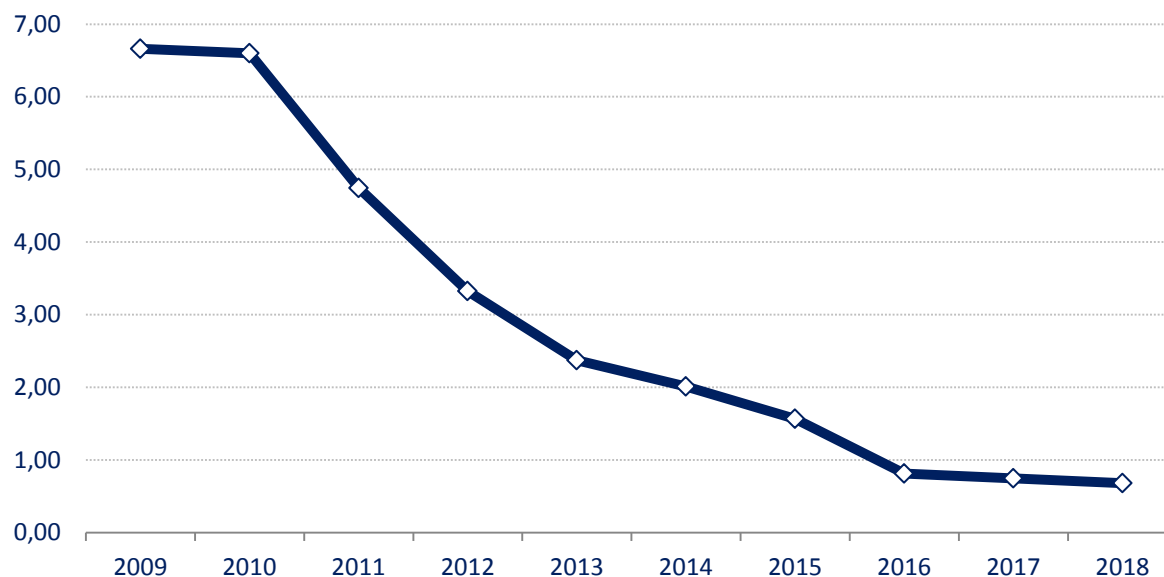
Ilustración 5
Margen EBITDA



Endeudamiento

El índice de endeudamiento de la sociedad, que se presenta en la Ilustración 6, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha ido disminuyendo con el transcurso del tiempo, pasando de índices sobre las 6 veces durante el año 2009 a 0,68 veces el año 2018. Esto obedece principalmente a la disminución del saldo insoluto de la deuda financiera (deuda pública y crédito con el ICO). Adicionalmente ha existido un aumento considerable en el patrimonio de la concesionaria, el cual entre los años 2011 a 2016 creció por encima del 27% anual (ocasionado por el aumento de las ganancias acumuladas) y en 2018 tuvo un aumento del 11%.

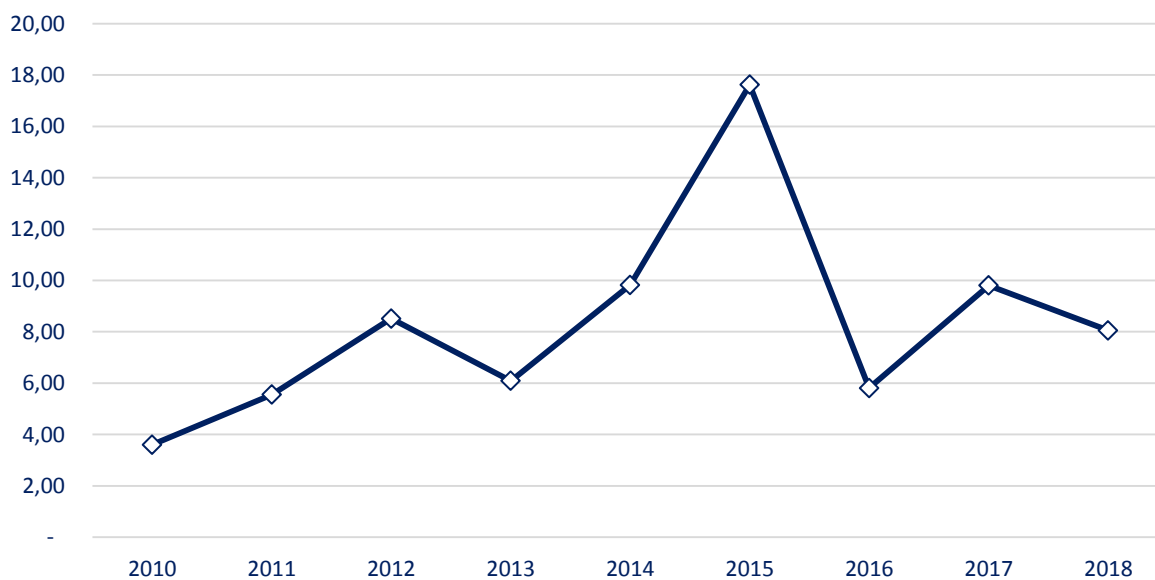
Ilustración 6
Endeudamiento (Pasivo exigible / Patrimonio)



Liquidez

La razón de liquidez, medida como la relación entre activos y pasivos corrientes, se ha mantenido en niveles superiores a dos veces, tal como se puede observar en la Ilustración 7, pero con un comportamiento volátil en el tiempo. El nivel más elevado alcanzó 17,62 veces (2015), llegando a ocho veces en el último período (2018).

Ilustración 7
Razón de liquidez



"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 este 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."