



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Sociedad Concesionaria Autopista Nueva Vespucio Sur S.A.

Anual y Cambio de Clasificación y Tendencia

ANALISTAS:

Savka Vielma Huaiquiñir
Ignacio Muñoz Quezada
savka.vielma@humphreys.cl
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA
Junio 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	AAA¹ Estable²
EEFF base	31 de marzo de 2023

Características Bonos Colocados en Chile

Identificación	Serie	Nemotécnico	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa de Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Fecha Vencimiento
N° de inscripción 386 del 05.10.2004	A1	BAVSU-A1	5.000.000	4,5%	Semestral	2.082.165	2028
	A2	BAVSU-A2	500	4,5%	Semestral	208	2028

Estados de Resultados Consolidados IFRS

M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Ingresos de actividades ordinarias	77.245.245	84.924.286	70.641.241	97.177.148	117.793.785	41.186.995
Otros gastos por naturaleza	-7.625.763	-7.742.259	-7.000.731	-9.251.137	-17.825.156	-13.785.396
Ingresos financieros	6.529.633	9.786.802	8.392.576	6.737.611	16.976.007	6.210.730
Costos Financieros	-8.233.197	-8.172.418	-7.266.523	-6.627.120	-6.341.616	-1.468.308
Utilidad del ejercicio	36.471.926	44.945.649	35.482.938	48.879.398	69.205.766	19.224.207

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS

M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Activos corrientes	152.985.760	156.447.314	213.101.067	261.168.483	222.385.672	270.991.849
Activos no corrientes	463.791.085	511.030.454	443.888.560	448.975.292	488.360.340	477.348.469
Total activos	616.776.845	667.477.768	656.989.627	710.143.775	710.746.012	748.340.318
Pasivos corrientes	19.006.893	21.769.289	22.825.224	25.381.069	41.153.139	59.655.975
Pasivos no corrientes	230.399.758	233.392.636	221.489.965	223.208.870	218.833.271	218.700.534
Patrimonio	249.406.651	412.315.843	412.674.438	461.553.836	450.759.602	469.983.809
Total patrimonio y pasivos	616.776.845	667.477.768	656.989.627	710.143.775	710.746.012	748.340.318

¹ Clasificación anterior: Categoría AA+.

² Tendencia anterior: Favorable.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La **Sociedad Concesionaria Autopista Nueva Vespucio Sur S.A. (Nueva Vespucio Sur)** es la entidad titular de la concesión otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP) en la zona suroriente de Santiago, sobre el actual trazado de Circunvalación de 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 14 años operando en tal calidad.

Al cierre del primer trimestre de 2023, **Nueva Vespucio Sur** generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 41.187 y presentaba una deuda financiera de \$ 131.682 millones. Esta última corresponde a 42,79% en préstamos con el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO) y un 57,21% en bonos emitidos en el mercado local.

El cambio de la clasificación desde "*Categoría AA+*" a "*Categoría AAA*" se debe principalmente al crecimiento que ha mostrado el tráfico de la autopista, el cual ha alcanzado los niveles prepandemia, fortaleciendo los ingresos de la sociedad y permitiendo contar con una elevada holgura para el pago de sus obligaciones. Asimismo, se considera que se acorta el plazo de vencimiento del bono lo cual, sumado a la madurez de la autopista, permiten presumir razonablemente una moderada desviación de los ingresos estimados a futuros o, en su defecto, desviaciones negativas que difícilmente comprometerán el pago oportuno del título de deuda.

La clasificación de los bonos emitidos por **Nueva Vespucio Sur** en "*Categoría AAA*" obedece a la madurez y consolidación de los ingresos de la sociedad concesionaria, que superan las proyecciones iniciales de la clasificadora, y a los elevados flujos esperados de la concesión en relación con el perfil de pago de los bonos.

Al cierre de marzo de 2023, el ingreso presentó un incremento del 50,27% respecto a lo contabilizado al cierre de marzo de 2022. Con todo, a futuro se espera un crecimiento menor en los ingresos de la sociedad dado el acuerdo con el MOP en el que se elimina el reajuste real del 3,5% de las tarifas, limitándose sólo a la variación del índice de precios al consumidor (IPC). Sin embargo, esto sería compensando al término de la concesión vía un pago por parte del MOP o una extensión del plazo de esta.

El comportamiento del indicador de cobertura global de la deuda que posee actualmente la autopista es holgado, lo cual obedece en gran medida al aumento en los niveles de ingresos por actividades ordinarias, alcanzando las 4,14 veces para 2023.

La clasificación de riesgo valora que la zona concesionada provee un volumen de tráfico que asegura elevados flujos de usuarios a la autopista, alcanzado a cierre de 2022 un total de 332,6 millones de vehículos, presentando un incremento de un 4,40% al cierre del 2022 con respecto al año anterior.

Además, la autopista 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 2023, la concesionaria mantiene inversiones líquidas por \$ 94.042 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 2023 el valor nominal vigente total ascendió a UF 2.082.373.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Niveles de tráfico crecientes y consolidados.
- Flujo de caja adecuado en relación con 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).
- Incumplimiento de obligaciones asumidas con el MOP (baja probabilidad).

Definición categoría de riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.

Hechos recientes

Resultados primer trimestre 2023

Al cierre del primer trimestre de 2023, **Nueva Vespucio Sur** generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 41.187 millones, lo que representa un aumento del 50,27% con respecto al mismo período en 2022. Por su parte, los otros gastos por naturaleza pasaron de \$ 3.261 millones a \$ 13.785 millones. Ambos aumentos se deben a obras de rápida ejecución del convenio ad-referéndum N°2 financiadas por el MOP.

Los ingresos financieros alcanzaron los \$ 6.211 millones, lo que representa un aumento del 76,34% en comparación al primer trimestre de 2022. Los costos financieros fueron de \$ 1.468 millones, manteniéndose relativamente estables, disminuyendo un 4,53%. La utilidad final fue de \$19.224 millones, aumentando en un 20,60% con respecto al cierre del primer trimestre de 2022.

Al cierre de marzo de 2023, **Nueva Vespucio Sur** presentó activos por \$ 748.340 millones, pasivos por \$ 278.357 millones y un nivel de patrimonio de \$ 469.984 millones.

Antecedentes generales

Características de la concesión

Nueva Vespucio Sur 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. Los distintos tramos de **Nueva Vespucio Sur** y sus respectivos kilometrajes se presentan en la Tabla 1.

Tabla 1: Tramos **Nueva Vespucio Sur**

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

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 estas. 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 716.000 que, de acuerdo con el oficio ORD IF N°360 del MOP, se efectuó el 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 la 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.

Convenio Ad Referéndum N°1:

En las bases de la licitación del contrato de la concesión se establece, entre otras materias, que el valor de la tarifa se reajustará anualmente en virtud de la variación del IPC y más un reajuste máximo real anual de un 3,5%. A partir del 1 de enero de 2020, y en los años sucesivos, se elimina el reajuste del 3,5% quedando sujeta la tarifa solamente al reajuste por IPC. No obstante, lo anterior, el MOP podrá instruir cada año la aplicación de un reajuste anual real, lo que deberá ser informado a la Sociedad Concesionaria a más tardar el 31 de octubre del año anterior de su aplicación; la diferencia entre las tarifas (con y sin ajuste real), multiplicadas por los tránsitos asociados a las transacciones cobrables, será contabilizada de forma mensual en una cuenta de compensación, devengando un interés anual real de 4,0%. Al término de la concesión el MOP tiene la opción de realizar un pago directo por los eventuales saldos no compensados o bien, otorgar una nueva extensión de plazo de concesión.

Convenio Ad Referéndum N°2:

El convenio establece un esquema de compensación a través de la "Cuenta de Inversión y Compensación Convenio Ad Referéndum N°2" por nuevas inversiones denominadas "Obras de Rápida Ejecución" que comprenden 45 proyectos de ingeniería entre las que se encuentran mejoras de pasarelas, seguridad vial y pantallas acústicas. En dicha cuenta se registrarán mensualmente las inversiones, gastos y costos desembolsados en la ejecución de la obra y el MOP pagará el monto mensual contabilizado en la cuenta. La totalidad de las obras deben completarse durante el segundo semestre de 2023.

Tráfico

El tráfico de **Nueva Vespucio Sur**, previo a la pandemia, mostró en general un aumento a lo largo de los años, a excepción de la leve baja presentada al cierre de 2018. No obstante, al cierre del 2020, la sociedad concesionaria presentó una disminución del 20,4%, con cerca de 257 millones de transacciones, donde un 91,6% fueron originadas por autos, motos y camionetas (con y sin remolque), seguido por buses y camiones, equivalentes a un 6,8%. Al cierre del año 2021 esta situación se revierte, mostrando un aumento de un 24,4% en el tráfico vehicular con respecto al cierre del 2020, retomando a niveles previos a la pandemia, manteniendo esta tendencia durante 2022 y principios de 2023. La Ilustración 1 presenta la evolución del tráfico de la compañía en los últimos años.

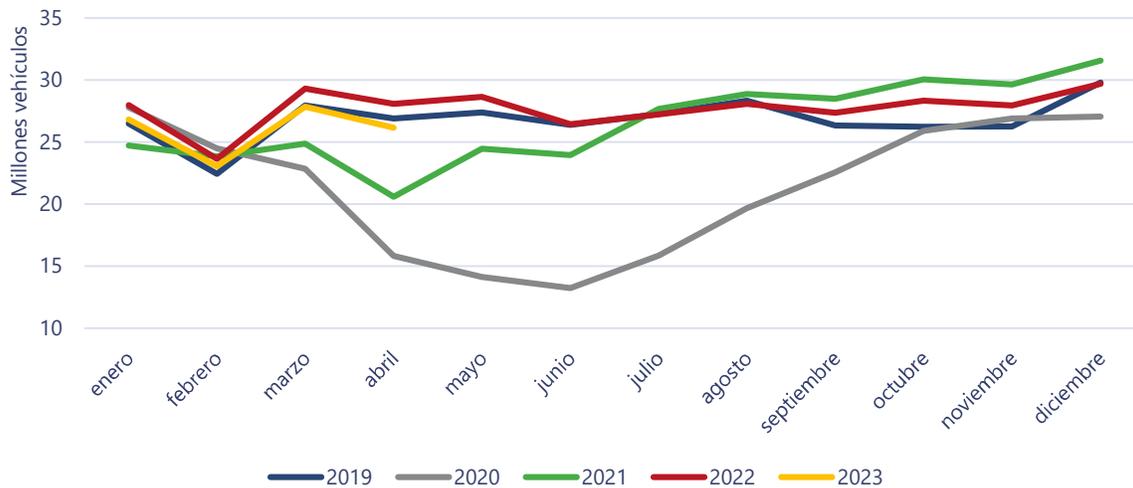


Ilustración 1: Flujo de tráfico mensual de la autopista

Patrocinadores

Nueva Vespucio Sur pertenece en un 99,99996% Grupo Costanera S.p.A. que a su vez es controlada por el grupo Mundys, a través de Autostrade dell’Atlantico S.r.L., y el fondo de pensiones Canada Pension Plan Investment Board a través de Inversiones CPPIB Chile Ltda. El 0,00004% restante pertenece al grupo Gestión Vial S.A.

Esta estructura societaria se estableció luego que Mundys se hiciera del 100% de las acciones de Autostrade Sud America SSRL, comprando la participación a SIAS y Mediobanca el 18 de junio de 2012. Posteriormente, el 2 de agosto de ese mismo año, Mundys vendió el 49,99% de Grupo Costanera S.p.A. a CPPIB.

Mundys, es el nuevo nombre de la sociedad antes conocida como Atlantia, es una sociedad italiana líder mundial en el sector de infraestructuras de transporte de autopistas y aeropuertos, con presencia en 25 países, en Europa, Latinoamérica e India. La solvencia de la compañía está clasificada en “Categoría Baa3” a escala global.

CPPIB es una organización de manejo de inversiones con base en Toronto, Canadá. Su propósito es invertir los fondos depositados en el Canadá Pensión Plan. La institución administraba un patrimonio de CAD\$ 536 mil millones al cierre de marzo de 2022. Su clasificación de solvencia es “Categoría Aaa” a escala global.

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

Al proyectar el EBITDA tomando como base los ingresos efectivos registrados, el acuerdo con el MOP en cuanto a la eliminación del reajuste del 3,5% de las tarifas (los incrementos solo serán de acuerdo al IPC)

y ajustándolos a la tasa de crecimiento esperada, según el estudio de tráfico inicial (salvo 2020 donde se introduce el efecto de la pandemia), se observa una holgura razonable entre los flujos esperados y el pago de los bonos y de las obligaciones con ICO, tal como se puede apreciar en la Ilustración 2.

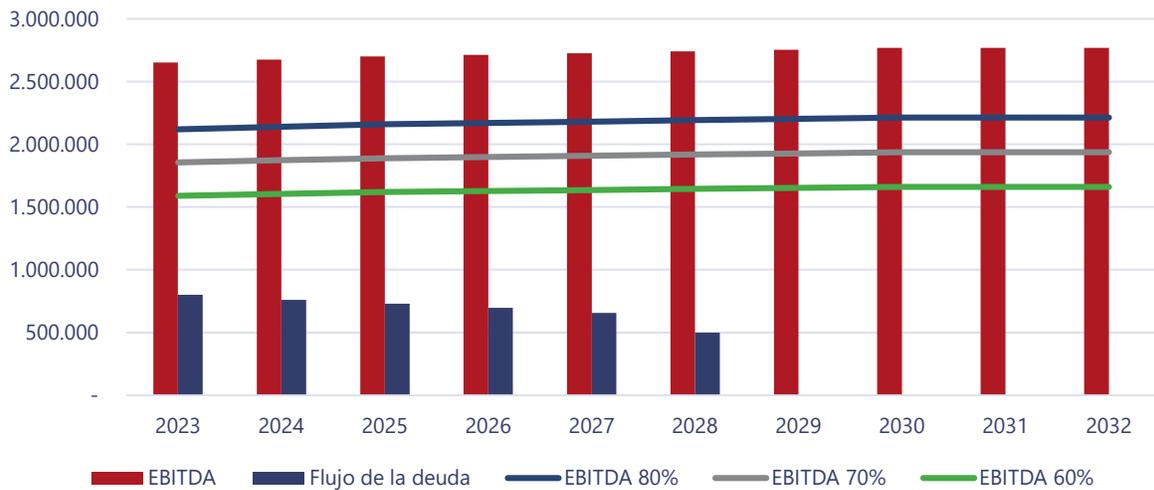


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

Por otra parte, el EBITDA mostró una evolución positiva a lo largo del tiempo para, posteriormente, tender a estabilizarse, producto de la mayor madurez del tráfico y de la imposibilidad de reajustar las tarifas en términos reales. Puede observarse que desde el 2005 la relación EBITDA sobre ingresos muestra un alza sostenida, con un quiebre en 2010, año en que entra en vigor 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; obviamente, el ratio margen EBITDA se estabiliza al superar el 80%. La evolución del indicador margen EBITDA y las proyecciones de éste se presentan en la Ilustración 3.

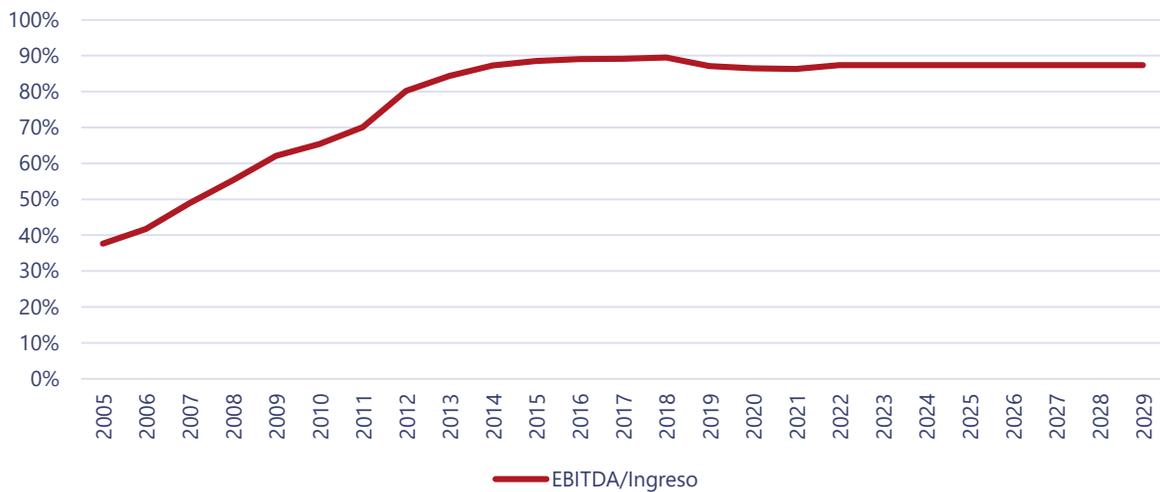


Ilustración 3: Evolución y proyección del margen EBITDA

Razón de cobertura de servicio de la deuda

Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda (RCSD) muestra cuán 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 4 y en él se observa un posicionamiento superior a las tres veces para todo el periodo analizado.

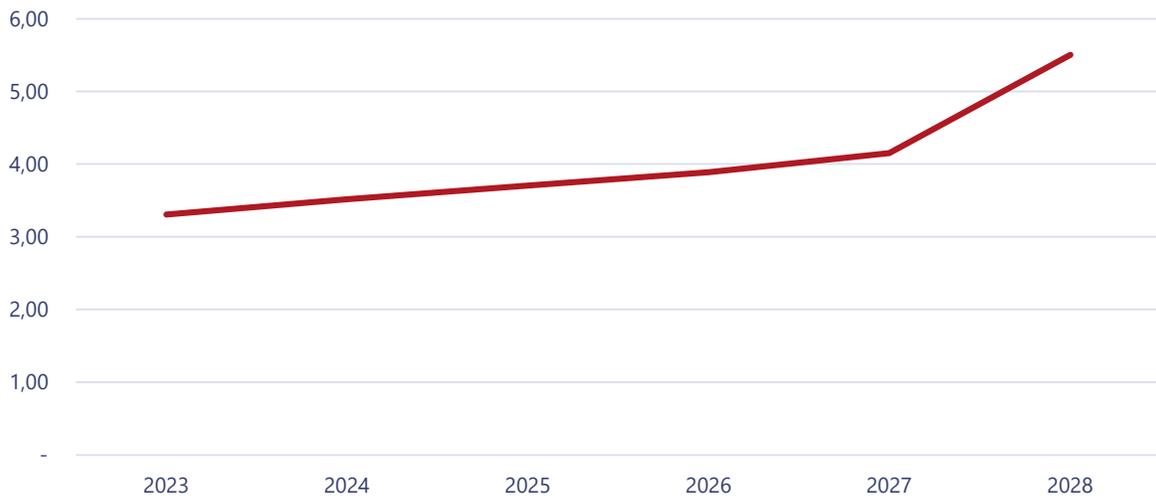


Ilustración 4: Razón de cobertura de servicio de la deuda

Índice de cobertura global

El indicador de Cobertura Global (ICG) es calculado como el coeficiente entre el valor presente del EBITDA proyectado durante el período de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de este (en este caso el

promedio ponderado de la tasa del bono y de la deuda ICO) y el saldo insoluto de la deuda financiera que mantiene la sociedad concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a la unidad (corrigiendo el efecto del pago de impuestos futuros), se asume que la compañía está en condiciones de responder a sus obligaciones, bajo el supuesto de un adecuado calce de los flujos. La Ilustración 5 presenta el comportamiento del ICG de **Nueva Vespucio Sur**.

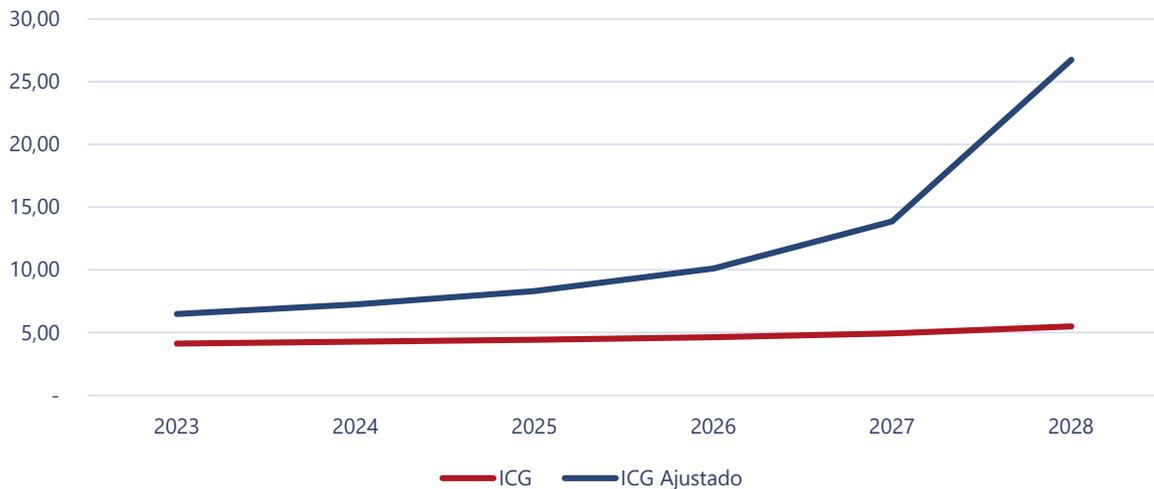


Ilustración 5: Proyección del Índice de Cobertura Global

Cabe señalar que se muestran dos versiones de este indicador; en donde ambas contabilizan la deuda total, sin embargo, el ICG contabiliza los flujos hasta el último vencimiento del título de oferta pública y el ICG Ajustado los flujos para el periodo completo de la concesión. Adicionalmente, cabe destacar que ambas versiones del indicador se muestran sin incorporar los flujos que la sociedad tendrá derecho a recibir al término de la concesión como compensación por no reajustar sus tarifas anualmente en un 3,5%.

El indicador de **Nueva Vespucio Sur** presenta una relación elevada, siendo a 2023 de 4,28 veces el valor actual de los flujos sobre el saldo insoluto. La proyección del indicador hasta el término de la deuda lo ubica siempre alrededor de las 4 veces, llegando hasta 5,5 veces en 2028. Además, la concesión tiene holgura entre el plazo de pago de la deuda y el término de la concesión; de esta forma, si para efectos de la determinación del indicador se incluyen los flujos de todo el período de la concesión, se obtiene un índice de 7,24 para el 2023.

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha mostrado un comportamiento estable los últimos cinco años, localizándose entre 0,70 a 0,50 entre 2018 a 2022. A marzo de 2023, el endeudamiento relativo alcanzó las 0,59 veces. La Ilustración 6 muestra la evolución del apalancamiento financiero de **Nueva Vespucio Sur**.

Además, al analizar el ratio de deuda financiera sobre EBITDA, es posible observar una clara tendencia a la baja, debido al incremento del EBITDA y una reducción de los pasivos financieros a través de los años. El

indicador pasó de presentar niveles de 3,8 veces en 2015 a las 1,45 veces en 2022. La Ilustración 7 presenta la evolución de este indicador para **Nueva Vespucio Sur**.



Ilustración 6: Endeudamiento

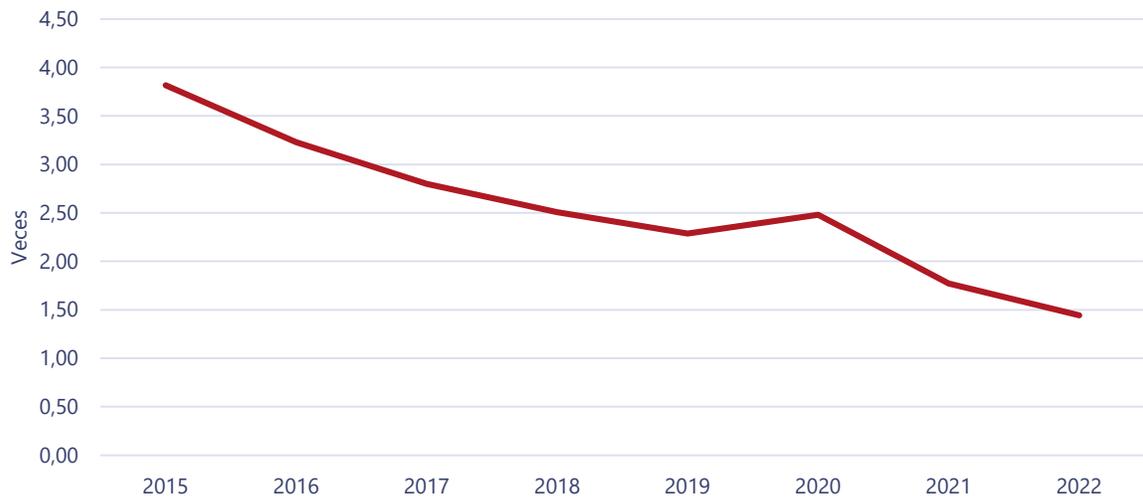


Ilustración 7: Relación deuda financiera sobre EBITDA

Liquidez

La liquidez de **Nueva Vespucio Sur**, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, ha mostrado un comportamiento variable en los últimos cinco años, alcanzando un máximo en diciembre de 2021 de 10,29 veces y un mínimo a marzo de 2023 de 4,45 veces, explicado principalmente por el crecimiento de los pasivos corrientes. La Ilustración 8 presenta la evolución de la liquidez de la sociedad.



Ilustración 8: 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 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."