



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

A n a l i s t a s

Ignacio Muñoz Q.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ignacio.munoz@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Autopista Nueva Vespucio Sur S.A.

Julio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono (56) 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	AA
Tendencia	Favorable ¹
EEFF Base	31 de marzo 2020

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	N° 386 de 05.10.2004
Bonos serie A1 (BAVSU-A1)	Primera emisión
Bonos serie A2 (BAVSU-A2)	Primera emisión

Características Bonos Colocados en Chile					
Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Fecha Vencimiento
A1	5.000.000	4,5%	Semestral	3.200.314	2028
A2	500	4,5%	Semestral	320	2028

Balance General Individual - IFRS					
Cifras en Miles de \$	2016	2017	2018	2019	Mar-2020
Activos Corrientes	131.972.557	157.786.658	152.985.760	156.447.314	166.437.483
Activos No Corrientes	434.616.403	419.916.672	463.791.085	511.030.454	518.732.966
Total de Activos	566.588.960	577.703.330	616.776.845	667.477.768	685.170.449
Pasivos Corrientes	22.730.573	16.095.163	19.006.893	21.769.289	24.980.652
Pasivos No Corrientes	231.501.900	230.709.899	230.399.758	233.392.636	237.427.470
Total de Pasivo	254.232.473	246.805.062	249.406.651	255.161.925	262.408.122
Patrimonio Neto Total	312.356.487	330.898.268	367.370.194	412.315.843	422.762.327
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	566.588.960	577.703.330	616.776.845	667.477.768	685.170.449

¹ Tendencia anterior: Estable.

Estado de Resultados Individual - IFRS

Cifras en Miles de \$	2016	2017	2018	2019	Mar-2020
Total ingresos por actividades ordinarias	67.195.944	73.568.058	77.245.245	84.924.286	20.883.259
Otros gastos por naturaleza	6.809.114	-7.447.240	-7.625.763	-7.742.259	-2.161.616
Ingresos Financieros	11.305.467	9.097.104	6.529.633	9.786.802	1.645.340
Costos financieros	-10.445.341	-8.446.719	-8.233.197	-8.172.418	-1.844.996
Ganancia	19.353.877	37.541.781	36.471.926	44.945.649	10.446.484

Opinión

Fundamentos 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 12 años operando en tal calidad.

Durante el primer trimestre de 2020, **Nueva Vespucio Sur** generó ingresos por \$20.883 millones y presentaba una deuda financiera de \$164.291 millones. Esta última corresponde a un 56,8% a bonos emitidos en el mercado local y un 43,2% a préstamos con el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO).

La tendencia de clasificación se modifica desde "*Estable*" a "*Favorable*" debido a que, dado el comportamiento del tráfico, incluso considerando la caída en 2020, **Nueva Vespucio Sur** presenta una elevada holgura de sus flujos frente al pago de sus obligaciones, que se espera que se fortalezca, aún más, en 2021.

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 2020, el ingreso presentó un incremento del 2,29% superior a lo contabilizado a marzo de 2019, lo cual se refuerza con los incrementos presentados en los años anteriores (en el ejercicio 2019 se observó un aumento del 9,4%). Con todo, dado el acuerdo con el Ministerio de Obras Públicas 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, a futuro se espera un bajo crecimiento en los ingresos de la sociedad lo cual sería compensado al término de la concesión vía un pago por parte del ministerio o una extensión del plazo de la misma.

En relación con la contingencia asociada a la crisis producto del COVID-19; se considera positivo la elevada liquidez que presenta **Nueva Vespucio Sur**, sumado al hecho que los flujos del emisor son suficientes para el pago de su deuda, incluso asumiendo una baja significativa en el tráfico vehicular. En opinión de **Humphreys**, si bien la crisis económica provocada por la pandemia resiente el valor económico de la autopista, no debilita su capacidad de pago de sus pasivos en niveles que ameriten un cambio negativo de la clasificación de riesgo.

Con todo, la clasificadora seguirá monitoreando el comportamiento de los flujos de **Nueva Vespucio Sur** de acuerdo con la eliminación de la tarifa de saturación y de punta anunciada por el Ministerio de Obras Públicas. Los indicadores de cobertura global de la deuda² 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 3,41 veces a cierre de 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 2,16% 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 2020, la concesionaria mantiene inversiones líquidas por \$70.686 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 2020 el valor nominal vigente total ascendió a UF 3.200.314.

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").

² Calculado como el valor presente de los flujos 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 (este indicador no incluye flujos posteriores al vencimiento de los títulos de deuda).

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).
- Incumplimientos de obligaciones asumidas con el MOP (baja probabilidad).

Hechos recientes

Resultados primer trimestre 2020

Durante el primer trimestre de 2020, **Nueva Vespucio Sur** generó ingresos por actividades ordinarias por \$20.883 millones, lo que representa un aumento del 2,29% con respecto al mismo período en 2019. Por su parte, los otros gastos por naturaleza fueron de \$2.162 millones, disminuyendo en un 24,09% con respecto al primer trimestre de 2019.

Los ingresos financieros alcanzaron los \$1.645 millones, los que representa una reducción del 21,36% en comparación al primer trimestre de 2019. Los costos financieros fueron de \$1.845 millones, disminuyendo en un 4,25%. La utilidad final fue de \$10.446, incrementándose en un 7,17% frente al primer trimestre del ejercicio anterior.

A marzo de 2020, **Nueva Vespucio Sur** presentó activos por \$685.170 millones, pasivos por \$262.408 millones y un nivel de patrimonio de \$422.762 millones.

Definición 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.

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 (todas autopistas concesionadas por el MOP). El trazado **Nueva Vespucio Sur** puede observarse en la *Ilustración 1*. 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. Los distintos tramos de **Nueva Vespucio Sur** y sus respectivos kilometrajes, se presenta en la Tabla 1.

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.



Ilustración 1: Trazado Nueva Vespucio Sur

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 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.

Tráfico

El tráfico de **Nueva Vespucio Sur** ha mostrado a nivel general un aumento a los largo de los años, a excepción de la leve baja presentada al cierre de 2018. A 2019, la sociedad concesionaria presentó un aumento del 2,16%, con cerca de 322 millones de transacciones, donde un 92,48% son originadas por autos, motos y camionetas (con y sin remolque), seguido por buses y camiones, equivalentes al 6,13% de éste. El primer semestre de 2020, **Nueva Vespucio Sur** presentó una caída del 24,88% en su tráfico vehicular en comparación a lo alcanzando el mismo período en 2019. La Ilustración 2 presenta la evolución del tráfico de la compañía en los últimos años.

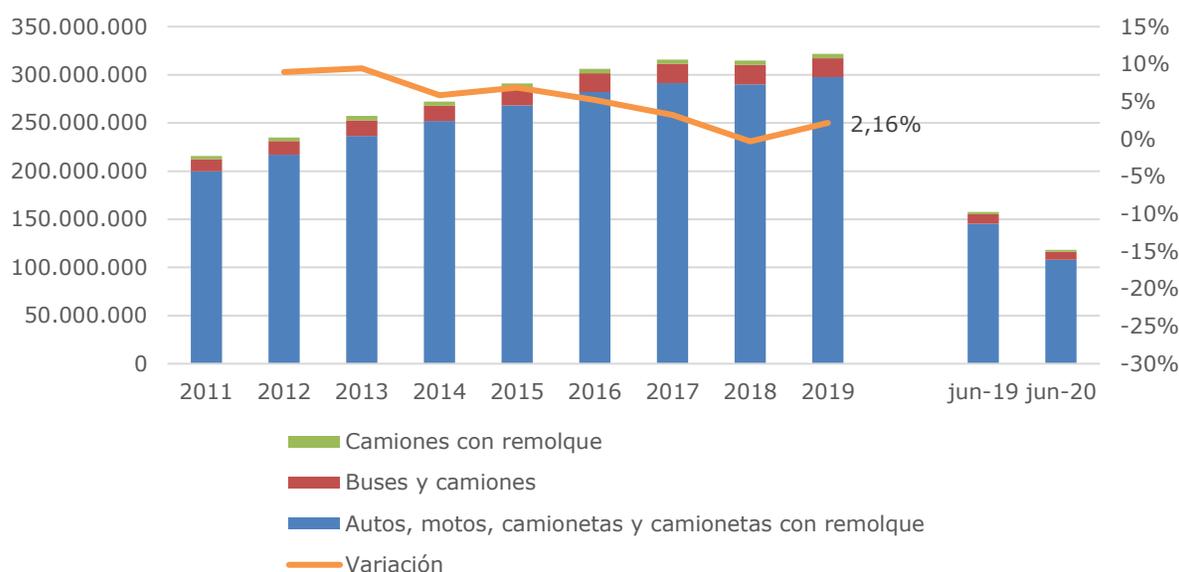


Ilustración 2: Tráfico **Nueva Vespucio Sur**

Patrocinadores

Nueva Vespucio Sur es propiedad del Grupo Costanera S.p.A. y de Gestión Vial S.A de acuerdo a la estructura presentada en *Tabla 2*.

Tabla 2: Propiedad **Nueva Vespucio Sur**

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 CPPIB es una organización de manejo de inversiones domiciliada en Toronto y su propósito es invertir los fondos depositados en el *Canada Pension Plan*. La institución administraba US\$ 383.766 millones de activos al cierre de marzo de 2020. Su clasificación de solvencia es "Categoría Aaa" a escala global.

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)³. Por otro lado, al proyectar el EBITDA tomando como base los ingresos efectivos registrados, el acuerdo con el MOP (año 2019) en cuanto a la eliminación en el 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 (salvo 2020 en donde se introduce el efecto de la pandemia), también se observa una holgura razonable entre los flujos esperados y el pago del crédito considerando las obligaciones con ICO, tal como se puede apreciar en la *Ilustración 3*.

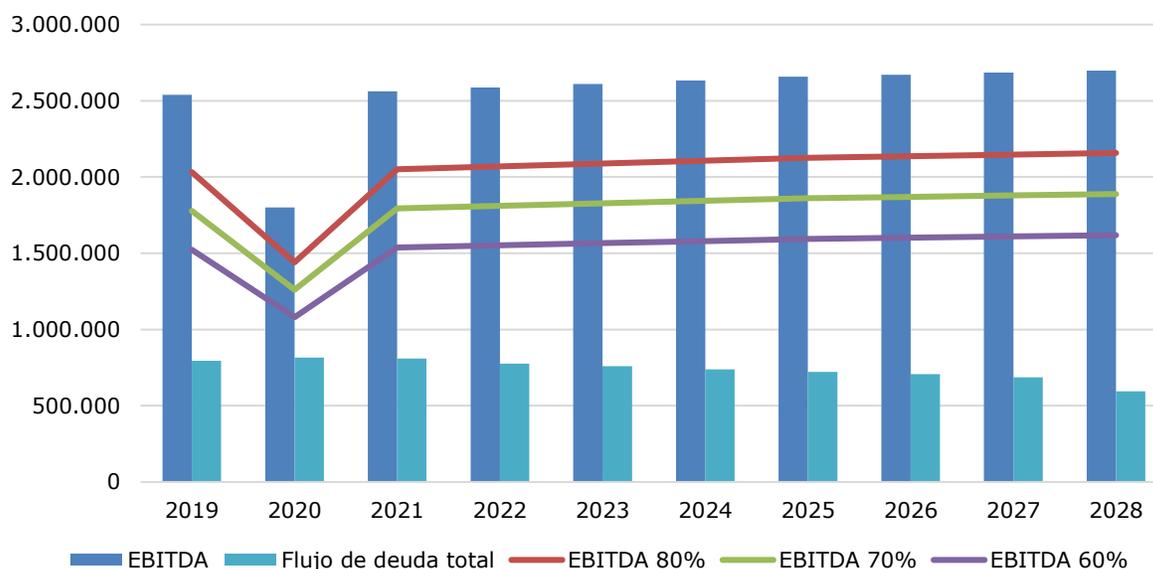


Ilustración 3: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

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 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. La evolución del indicador de margen EBITDA y las proyecciones de éste se presentan en la Ilustración 4.

³ Esta sensibilización fue realizada por **Humphreys** tomando como referencia los datos entregados por el agente colocador, de acuerdo con los resultados del estudio de tráfico para un escenario normal y la historia que ha presentado la concesión.

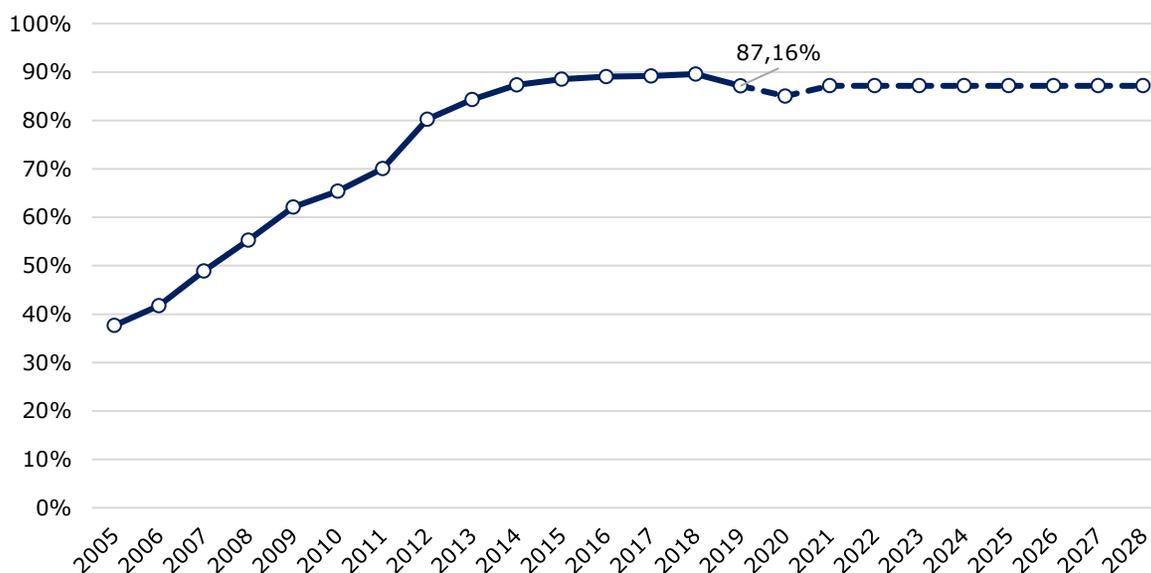


Ilustración 4: Evolución y proyección del margen EBITDA

Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global (ICG) es calculado como el coeficiente entre el valor presente del EBITDA proyectado durante el periodo de vigencia del bono, descontado a la tasa del mismo 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 en los flujos. La Ilustración 5 presenta el comportamiento del ICG de **Nueva Vespucio Sur**. Cabe señalar, que el indicador se muestra sin incorporar los flujos que la sociedad tendrá derecho a recibir al término de la concesión como compensación de no reajustar sus tarifas anualmente en 3,5%.

El indicador de **Nueva Vespucio Sur** presenta indicadores elevados, siendo este al cierre de 2019 de 3,41 veces el valor actual de los flujos sobre el saldo insoluto. La proyección del indicador hasta el término de la deuda lo ubica siempre sobre las tres veces, llegando hasta las 3,18 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 incluye los flujos de todo el período de la concesión, se obtiene un índice de 9,12 veces.

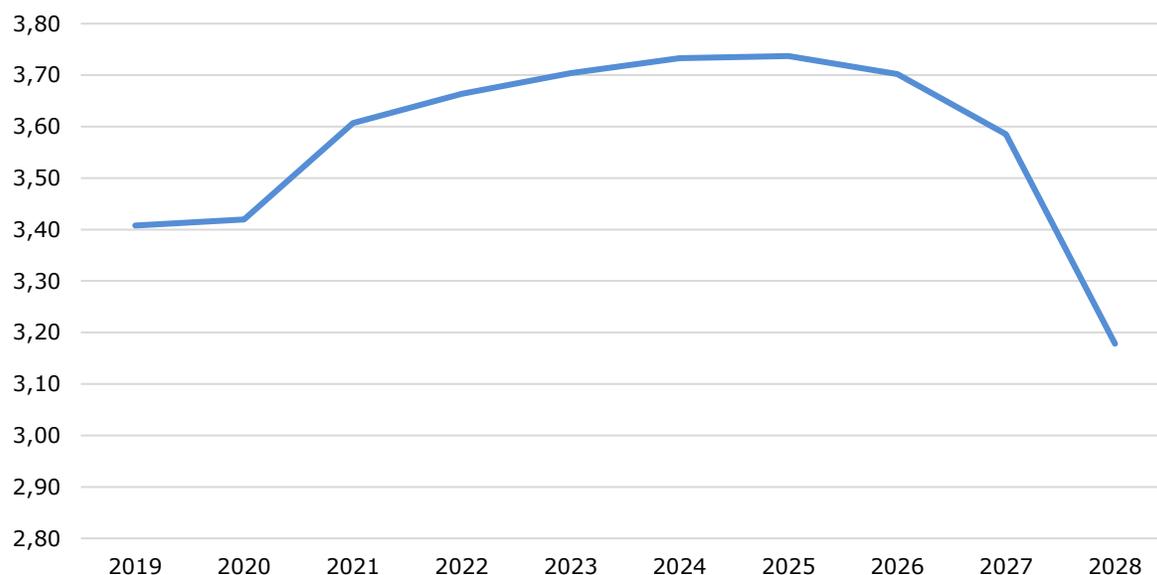


Ilustración 5: Proyección del Índice de Cobertura Global

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio muestra una baja sostenida desde 2010, donde alcanzó un nivel superior a las seis veces, llegando a presentar desde 2016 valores inferiores a la unidad. Al cierre de 2019, este indicador muestra una disminución respecto al año anterior, donde alcanza las 0,62 veces; explicado principalmente por el incremento del 12,23% en su nivel de patrimonio. A marzo de 2020, el endeudamiento relativo alcanzó las 0,62 veces. La Ilustración 6 muestra la evolución del apalancamiento financiero de **Nueva Vespucio Sur**.

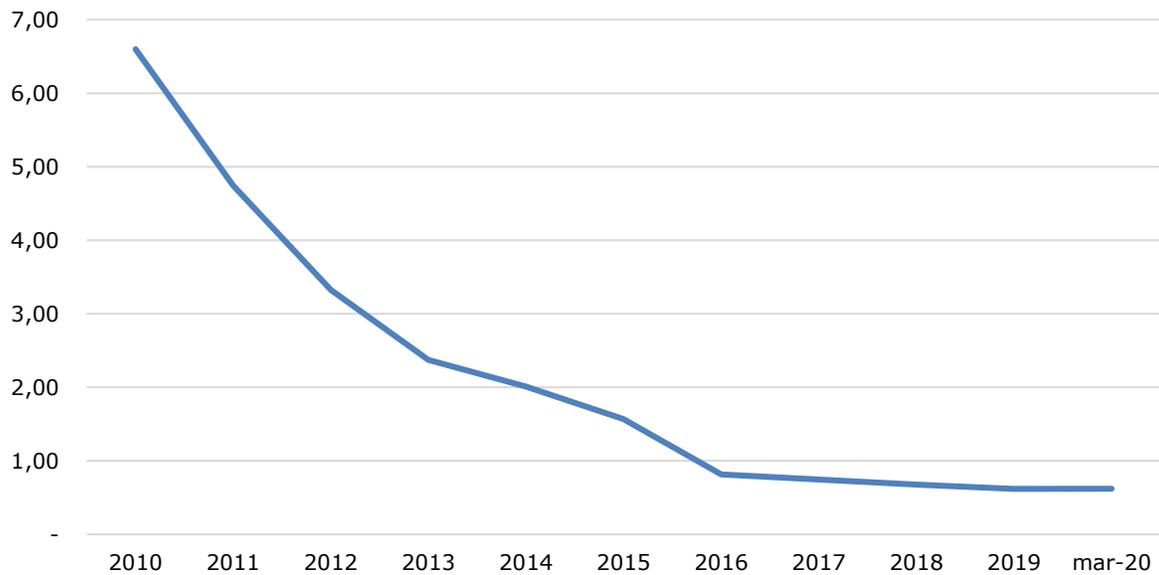


Ilustración 6: Endeudamiento

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 las 3,82 veces en 2015 a las 2,29 veces al cierre de 2019. La Ilustración 7 presenta la evolución de este indicador para **Nueva Vespucio Sur**.

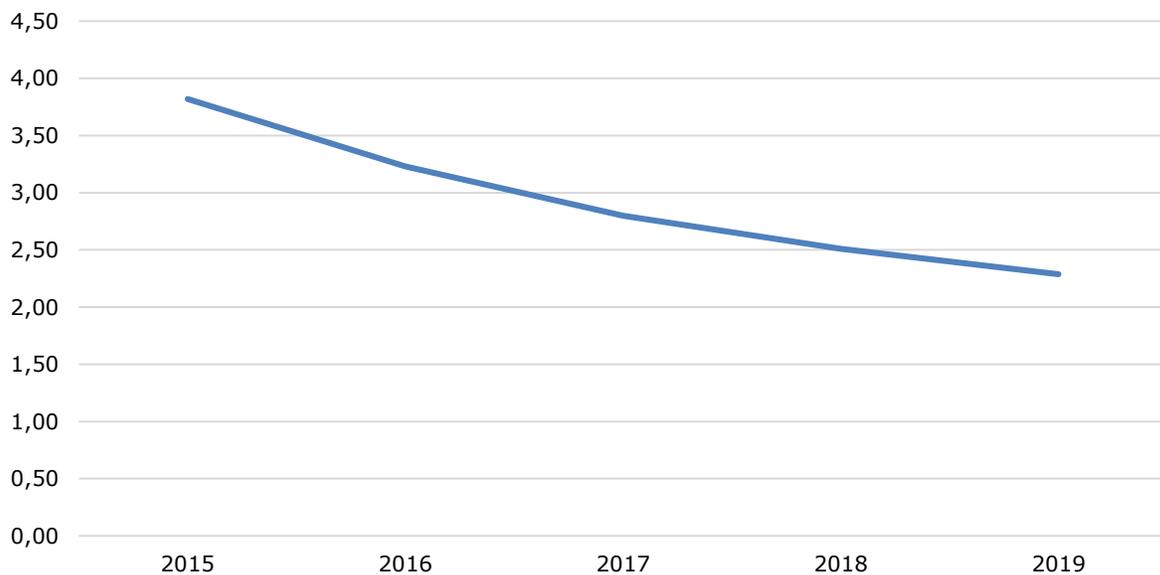


Ilustración 7: Relación deuda financiera sobre EBITDA

Liquidez

La liquidez de **Nueva Vespucio Sur**, medida como activo corriente sobre pasivo corriente ha mostrado un comportamiento variable en los últimos años, pasando desde las 3,60 veces a 7,19 veces en 2010 y 2019 respectivamente. La liquidez al cierre de 2019, que se mantuvo en niveles elevados, presentó una disminución en comparación a la alcanzada en 2018, explicada principalmente por el incremento del 14,53% en el nivel de pasivos corrientes de la compañía. El indicador de liquidez a marzo de 2020 es de 6,66 veces. La Ilustración 8 presenta la evolución de la liquidez de **Nueva Vespucio Sur**.

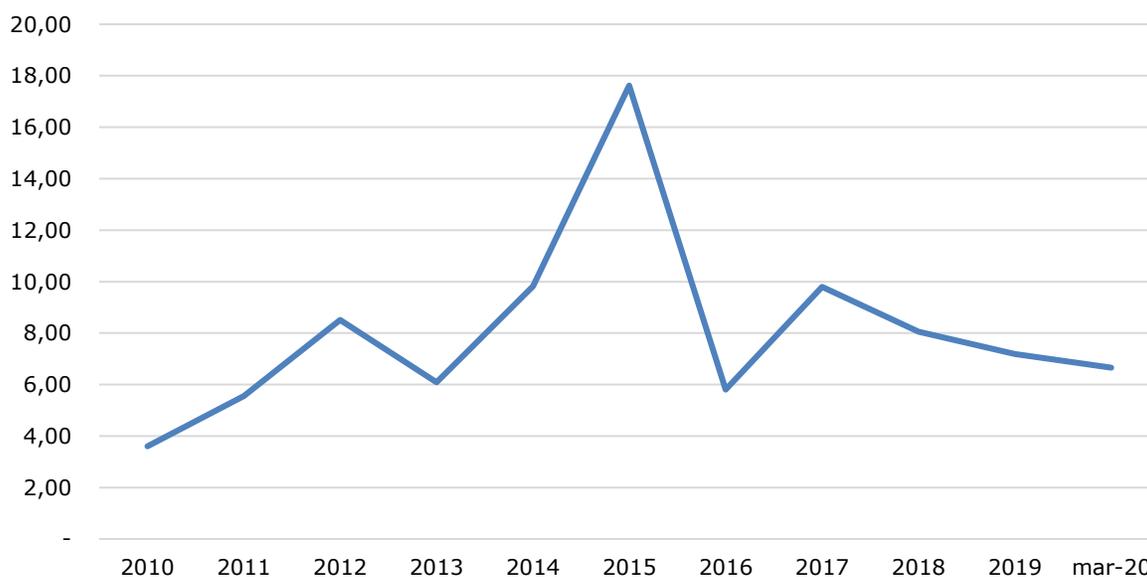


Ilustración 8: Liquidez

"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."