



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Reseña Anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.  
Tel. 56 – 2 – 433 52 00  
ratings@humphreys.cl

## Sociedad Concesionaria Autopista Vespucio Sur S.A.

Julio 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	A- Estable
EEFF base	31 de marzo 2010

Características Bonos Colocados en Chile						
Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Par (UF)	Fecha Vencimiento
386	A1	5.500.000	4,5%	Semestral	<b>5.172.750</b>	15 Diciembre 2028
	B2	500	4,5%	Semestral	<b>517</b>	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 Individual					
Cifras en Miles de \$ de Mar-10	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso Operacional	1.204.537	16.032.600	24.030.128	27.385.360	30.178.673
Costo Explotación	-552.251	-7.859.178	-13.154.775	-13.695.992	-14.513.531
Gasto Admin. y Venta	-198.879	-3.111.850	-2.777.785	-2.430.865	-2.384.345
Resultado Operacional	453.407	5.061.573	8.097.568	11.258.503	13.280.797
Ebitda	655.790	6.693.479	11.753.102	15.134.037	18.744.626
Utilidad Neta	143.549	4.637.363	4.693.585	6.309.238	11.184.917

Balance General Individual					
Cifras en Miles de \$ de Mar-10	2005	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	34.435.697	28.662.358	29.496.956	34.363.751	34.421.455
Activo Fijo	209.306.973	209.368.241	209.149.647	206.518.891	203.862.245
Otros Activos	7.014.524	12.403.398	20.484.308	26.166.524	32.964.543
Total Activos	250.757.194	250.433.998	259.130.911	267.049.166	271.248.243
Pasivo Circulante	16.977.714	3.661.038	5.805.898	7.258.451	9.087.251
Pasivo Largo Plazo	180.226.623	188.595.058	190.473.347	190.622.529	190.307.419
Patrimonio	53.552.857	58.177.901	62.851.666	69.168.186	71.853.573
Total Pasivos	250.757.194	250.433.998	259.130.911	267.049.166	271.248.243

**Estado de Resultados Individual**

<b>Cifras en Miles de \$ de Mar-10</b>	<b>Mar-10</b>	<b>Mar-09</b>
Total Ingresos Por Actividades Ordinarias	7.063.975	7.462.918
Costo por Venta	-3.434.545	-3.569.776
Gasto de Administración	-550.781	-438.520
Costos financieros	-2.618.421	-2.618.833
Ganancia (pérdida)	4.245.294	1.263.964

**Balance General Individual**

<b>Cifras en Miles de \$ de Mar-10</b>	<b>Mar-10</b>	<b>Dic-09</b>
Activos Corrientes	38.363.193	34.021.512
Activos No Corrientes	174.670.053	175.078.527
Total de Activos	213.033.246	209.100.039
Pasivos Corrientes	8.908.427	6.819.767
Pasivos No Corrientes	184.476.161	181.806.919
Total de Pasivo	184.476.161	181.806.919
Patrimonio Neto Total	28.557.085	27.283.120
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	213.033.246	209.090.039

## Opinión

### Fundamento de la Clasificación

**Sociedad Concesionaria Autopista Vespucio Sur S.A. –Vespucio Sur-** es la entidad propietaria de la 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.

La autopista concesionada tiene cuatro años operando en tal calidad y durante 2009 generó ingresos por unos US\$ 59 millones y un EBITDA en torno a los US\$ 37 millones. A la fecha **Vespucio Sur** presenta una deuda financiera por US\$ 342,5 millones, en un 56,8% correspondiente a bonos emitidos en el mercado local y el 43,2% a préstamos con el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO).

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. En general, las principales fortalezas que sustentan la clasificación de riesgo dicen relación con la zona concesionada, ya que provee un volumen de tráfico que asegura altos flujos de usuarios a la autopista. Además, presenta 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.

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

La línea de bonos fue emitida con la garantía de carácter incondicional e irrevocable de XL Capital Assurance Inc. Sin embargo, dado el debilitamiento financiero del garante (clasificado en “No Grado de Inversión”), la clasificación de riesgo de los títulos de deuda se fundamenta exclusivamente en la capacidad de pago de la sociedad concesionaria, determinada principalmente por el flujo de vehículos de la autopista, el que se espera que continúe creciendo en línea con el desarrollo del país y de la mayor penetración del automóvil en sectores sociales de menores ingresos que habitan cerca de la carretera urbana.

La tendencia de la clasificación se estima “Estable” ya que no se visualizan cambios de relevancia en el corto plazo.

A futuro, la clasificación de riesgo podría mejorar en la medida que el tráfico vehicular no presente desviaciones negativas significativas en relaciones con las proyecciones iniciales y, a la vez, disminuya el saldo insoluto de la deuda.

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

## Definición de 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.

## Hechos Recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los tres primeros meses de 2010 la empresa generó \$ 7.462 millones como ingresos por actividades ordinarias, lo que representa un incremento real de 5,65% respecto al mismo período del año anterior. En el mismo lapso los costos por ventas alcanzaron un monto de \$ 3.569 millones, lo que significó un aumento real de 3,94% respecto de los tres primeros meses del 2009. A marzo del año pasado los gastos de administración sumaron \$ 438 millones, lo que representó una disminución real de 20,38% respecto de igual período de 2008.

La ganancia bruta ascendió a \$ 3.893 millones, implicando un aumento real de 7,27% (a marzo de 2009 esta cifra ascendió a \$ 3.629 millones). Con todo, la utilidad final fue de \$ 1.263 millones, lo que significó una disminución real de 70,23% en relación a igual fecha del año anterior.

A marzo del año 2010 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 213.033 millones, con un total de pasivos de \$ 184.476 millones y un nivel de patrimonio de \$ 28.557 millones.

## Antecedentes Generales

### 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, en 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**. En paralelo, a ambos lados de la autopista corren calles locales de dos pistas cada una, las que se encuentran semaforizadas 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	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>1</sup> (CC1), el plazo fue extendido a un máximo de 38 años. De esta forma, su extinción está programada, como máximo, para 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 hizo una venta de pagos MOP diferidos<sup>2</sup>, al Banco de Chile.

## 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 dichas obras. Adicionalmente, como a raíz de las obras adicionales se postergó el inicio de la operación de la concesión, el MOP acordó indemnizar a la sociedad con la extensión del plazo de la concesión hasta en 8 años más. Esta indemnización fue valorada en UF 716.110, la que tiene por objetivo reestablecer el equilibrio económico del proyecto. Asimismo, el MOP se reserva la opción de, en lugar de extender la concesión, indemnizar a la sociedad con un pago directo.

<sup>1</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>2</sup> Así, el monto requerido para la inversión no sería parte de las obligaciones directas de la concesionaria.

### Convenio Complementario N° 2:

El Convenio Complementario Número 2 establece un conjunto de modificaciones a las obras y servicios del proyecto originalmente contratado, así como 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, 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 consistente en pagos en dinero que se realizarán por el Ministerio de Obras Públicas 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.

## Patrocinadores

**Sociedad Concesionaria Autopista Vespucio Sur S.A.** es controlada, en partes iguales, por los grupos Acciona (accionista mayoritario de Acciona S.A. y Necso Entrecanales Cubiertas Chile S.A.) y Avda. N Autostrade urbane de Chile S.A. A continuación se muestra la distribución de la sociedad a marzo de 2010:

Controlador	Propiedad
Avda. N Autostrade urbane de Chile S.A.	50,00%
Acciona Concesiones Chile S.A.	50,00%
Acciona S.A.	0,01%

Grupo Acciona: El 100% de la propiedad de 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 y que nace en 1997 con la fusión de Entrecanales y Tavora y Cubiertas y MZOV.

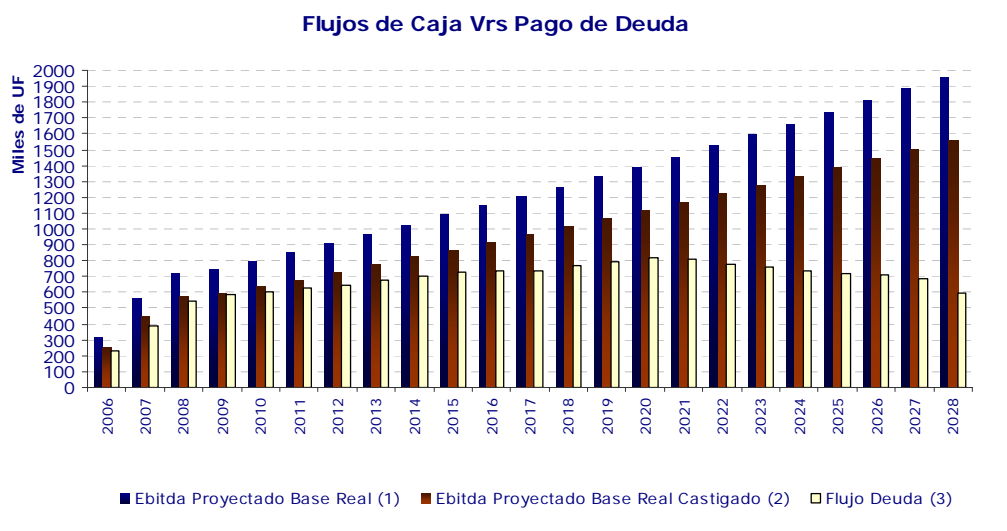
Además de la concesión **Américo Vespucio Sur**, el grupo actualmente participa en otra obra de infraestructura en Chile, la Autopista de peaje Red Vial de Litoral Central (87,47 Km. entre Cartagena y Algarrobo), que dispone de un ingreso mínimo garantizado por el Estado de Chile.



## 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 **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)<sup>3</sup>. Por otro lado, al proyectar el EBITDA tomando como base los ingresos reales que se han dado y reajustándolos 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 con ICO. Ello se observa en el siguiente gráfico:



(1): Corresponde a las proyecciones de EBITDA que hace **Humphreys**, tomado como base los resultados reales y asumiendo un crecimiento de acuerdo a los estudios de tráfico.

(2): Corresponde a (2) castigado en un 20%.

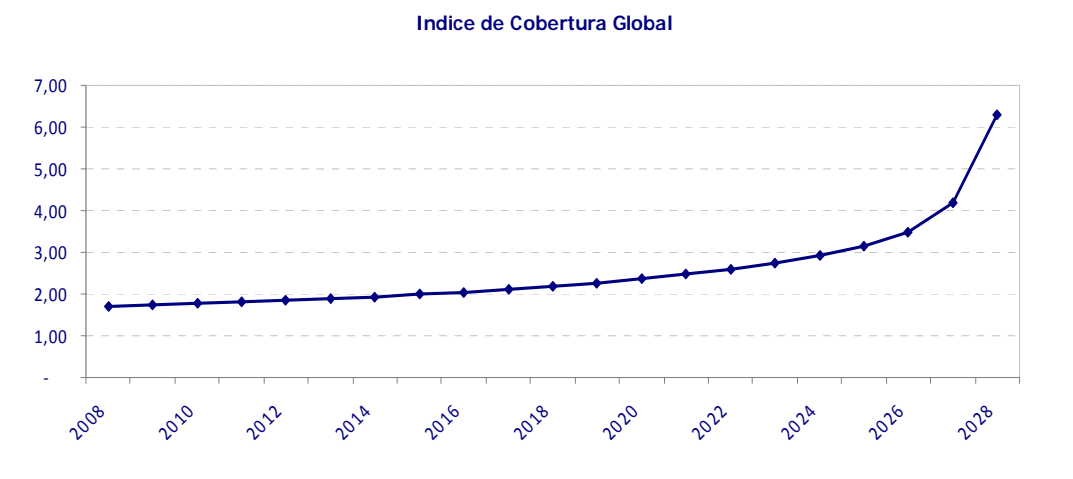
(3): Corresponde a los pagos anuales de la deuda.

<sup>3</sup> 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.

## Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado con el valor presente del EBITDA, real y proyectado en el periodo, descontado a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda con el público que mantiene la sociedad concesionaria. Así, se presume que si el indicador muestra una relación mayor a uno, los flujos de caja de la concesión, sin considerar pago a los accionistas, son suficientes en relación con el monto de la deuda.

En el caso de **Vespucio Sur**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre uno, y con una tendencia al alza, 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 global<sup>4</sup> se muestra a continuación:

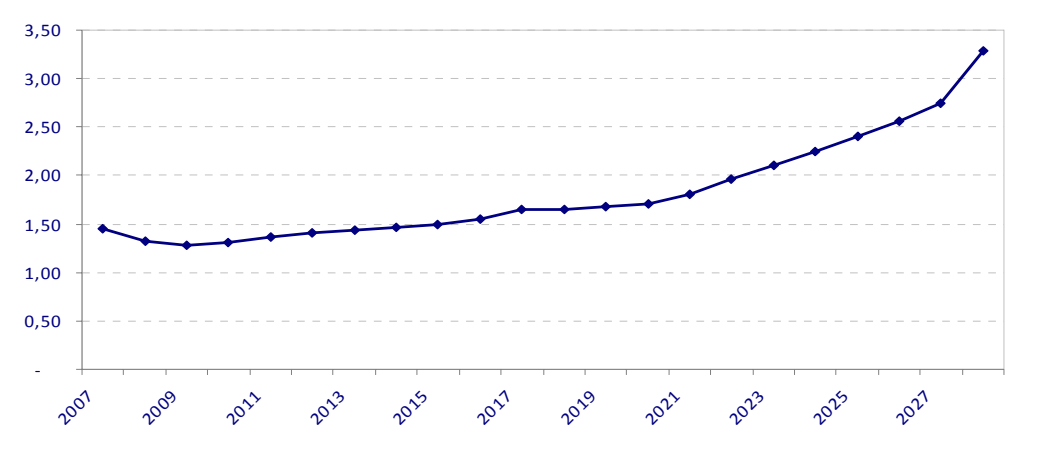


Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda<sup>5</sup> (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado. La evolución y proyección de este indicador se muestra en el gráfico que sigue. En particular para **Vespucio Sur**, este indicador muestra holgura para los periodos proyectados (con las proyecciones actuales) al momento del pago de la deuda. El indicador y su proyección se muestran a continuación:

<sup>4</sup> Para los años 2006, 2007, 2008 y 2009 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2010 en adelante se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.

<sup>5</sup> Un indicador sobre uno muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

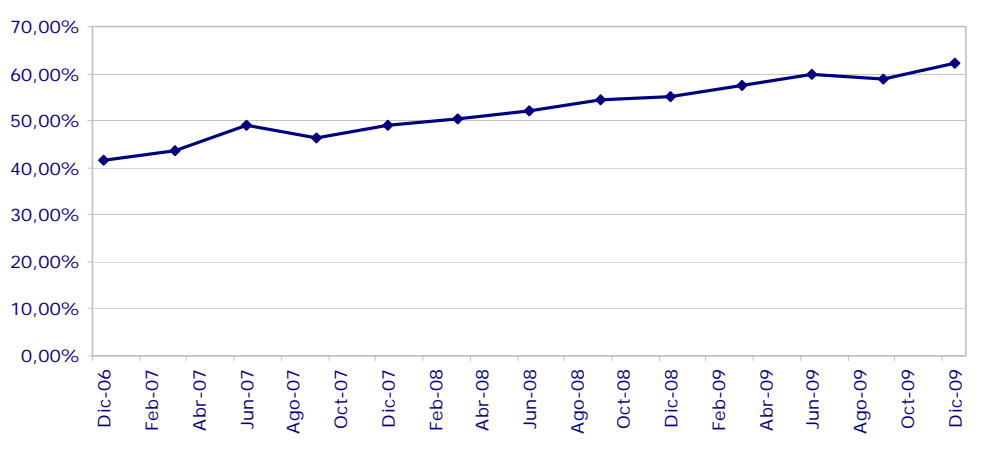
Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda



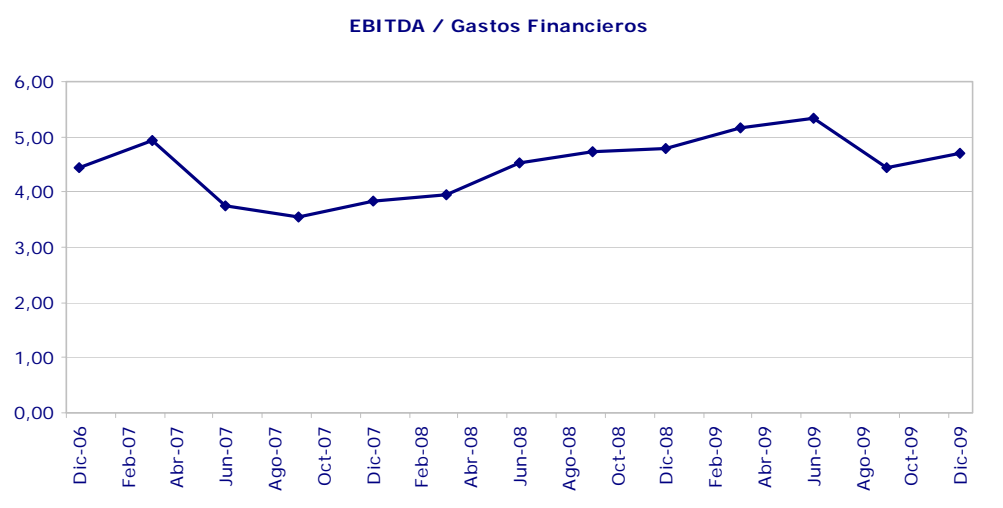
## EBITDA

El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Podemos observar que desde septiembre de 2007 la relación EBITDA/ingresos muestra un alza sostenida. Lo anterior se explica por la mayor madurez de la autopista concesionada, lo que ha conllevado a un aumento en el tráfico y, por ende, a mejores relaciones de ingresos en relación con los costos y gastos.

EBITDA / Ingresos

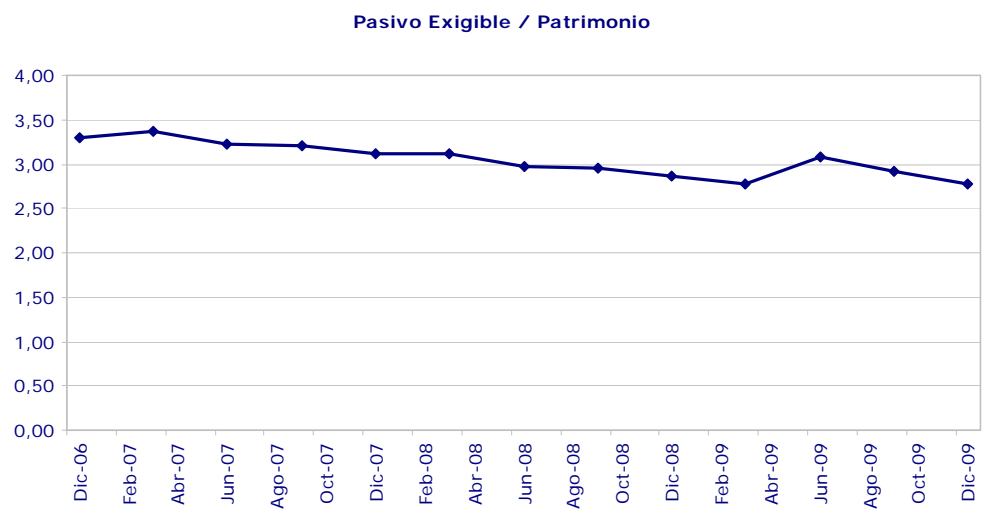


En relación con los gastos financieros, el EBITDA exhibe también una relación relativamente variable, pero con tendencia en torno a un indicador de 4,5 veces. Este indicador se ve afectado por la diferencia de pagos de la sociedad concesionaria, los que han ido aumentando en términos reales en todos los periodos.

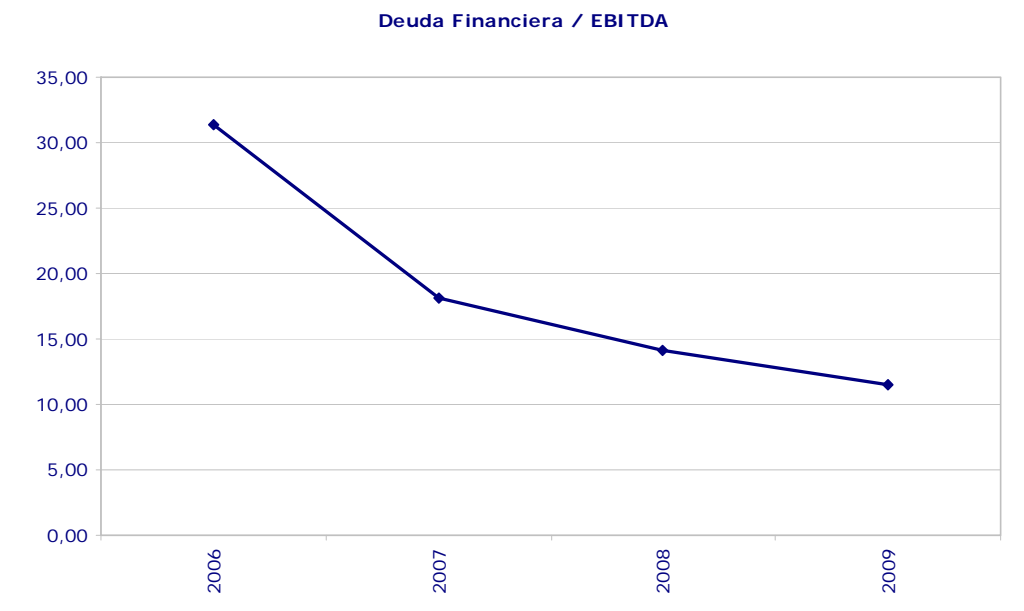


## Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio muestra una baja sostenida, tendencia explicada por el aumento del patrimonio gracias a las utilidades que ha registrado la compañía en los periodos de operación y que se han ido acumulando. El quiebre mostrado en junio de 2009 se debe al retiro de utilidades retenidas por parte de la sociedad. El siguiente gráfico ilustra lo antes descrito:



La deuda financiera, medida sobre el EBITDA, muestra una clara tendencia a la baja año tras año, principalmente por el aumento real sostenido que ha tenido este indicador durante los años de operación.



*“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”*

## Anexo 1

### Aspectos Legales

Considerado 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 ocurre en la realidad– puede limitar el valor máximo a pagar asumiendo una porción del 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 esta 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 (eje. publicidad). 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 Américo Vespucio Norte, 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 sólo 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). La comisión es conformada por 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, ella 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.