



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 2011

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- Favorable
EEFF base	31 de marzo 2011

Características Bono Colocado en Chile				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente ¹	Fecha Vencimiento
A1-A2	4,5%	Semestral	5.055.694	Diciembre 2028
Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N° 386 con fecha 5 de octubre de 2004.				

Estado de Resultados Individual				
Cifras en Miles de \$	2006	2007	2008	2009
de Mar-11				
Ingreso Operacional	16.414.828	24.603.022	28.038.246	30.898.153
Costo Explotación	-8.046.546	-13.468.394	-14.022.513	-14.859.544
Gasto Admin. y Venta	-3.186.038	-2.844.009	-2.488.819	-2.441.189
Resultado Operacional	5.182.244	8.290.619	11.526.914	13.597.420
Ebitda	6.853.056	12.033.304	15.494.842	19.191.510
Utilidad Neta	4.747.921	4.805.483	6.459.655	11.451.573

Balance General Individual				
Cifras en Miles de \$	2006	2007	2008	2009
de Mar-11				
Activo Circulante	29.345.688	30.200.183	35.183.006	35.242.085
Activo Fijo	214.359.718	214.135.912	211.442.438	208.722.455
Otros Activos	12.699.104	20.972.667	26.790.351	33.750.439
Total Activos	256.404.509	265.308.763	273.415.794	277.714.980
Pasivo Circulante	3.748.320	5.944.315	7.431.498	9.303.897
Pasivo Largo Plazo	193.091.289	195.014.357	195.167.095	194.844.473
Patrimonio	59.564.901	64.350.091	70.817.201	73.566.610
Total Pasivos	256.404.509	265.308.763	273.415.794	277.714.980

¹ Junio 2011

Balance General Individual - IFRS		
Cifras en Miles de \$ de Mar-11	Mar-10	Mar-11
Activos Corrientes	9.145.650	12.747.348
Activos No Corrientes	179.321.343	174.557.267
Total de Activos	218.706.110	222.427.897
Pasivos Corrientes	9.145.650	12.747.348
Pasivos No Corrientes	180.242.929	178.790.718
Total de Pasivo	189.388.578	191.538.066
Patrimonio Neto Total	29.317.532	30.889.831
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	218.706.110	222.427.897

Estado de Resultados Individual - IFRS		
Cifras en Miles de \$ de Mar-11	Mar-10	Mar-11
Total ingresos por actividades ordinarias	7.759.685	9.329.427
Otros gastos por naturaleza	-3.664.836	-3.853.070
Ingresos Financieros	730.959	756.260
Costos financieros	-2.688.570	-2.726.425
Ganancia	1.297.622	2.168.018

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 cinco años operando en tal calidad y a marzo de 2011 generó ingresos en torno a los US\$ 19 millones. A la misma fecha **Vespucio Sur** presenta una deuda financiera por US\$ 380 millones, en un 56,7% correspondiente a bonos emitidos en el mercado local y el 43,3% a préstamos con el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO).

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, aunque de forma conservadora dentro del análisis.

La tendencia en la clasificación de riesgo pasa de “*Estable*” a “*Favorable*” producto que los crecimientos en los ingresos y flujos de caja han sido mayores a los proyectados inicialmente por la clasificadora, lo cual impacta positivamente en los índices financieros proyectados para la autopista. En la medida que se mantenga esta tendencia, la clasificación podría verse mejorada.

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 por 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.

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 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.

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 2011 la empresa generó \$ 9.329 millones como ingresos por actividades ordinarias, lo que representa un incremento real de 23,43% respecto al mismo período del año anterior. En el mismo lapso los costos por ventas alcanzaron un monto de \$ 3.853 millones, lo que significó un aumento real de 7,95% respecto de los tres primeros meses del 2010. A marzo del año 2011 los gastos de administración sumaron \$ 554 millones, lo que representó una disminución real de 26,48% respecto de igual período de 2010.

La ganancia bruta ascendió a \$ 5.476 millones, implicando un aumento real de 37,31% (a marzo de 2010 esta cifra ascendió a \$ 3.988 millones). Con todo, la utilidad final fue de \$ 2.168 millones, lo que significó un aumento real de 71,5% en relación a igual fecha del año anterior.

A marzo del año 2010 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 222.427 millones, con un total de pasivos de \$ 191.538 millones y un nivel de patrimonio de \$ 30.889 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° 1² (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.

² 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.

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 del MOP diferidos³, 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.

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.

³ Así, el monto requerido para la inversión no sería parte de las obligaciones directas de la concesionaria.

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.

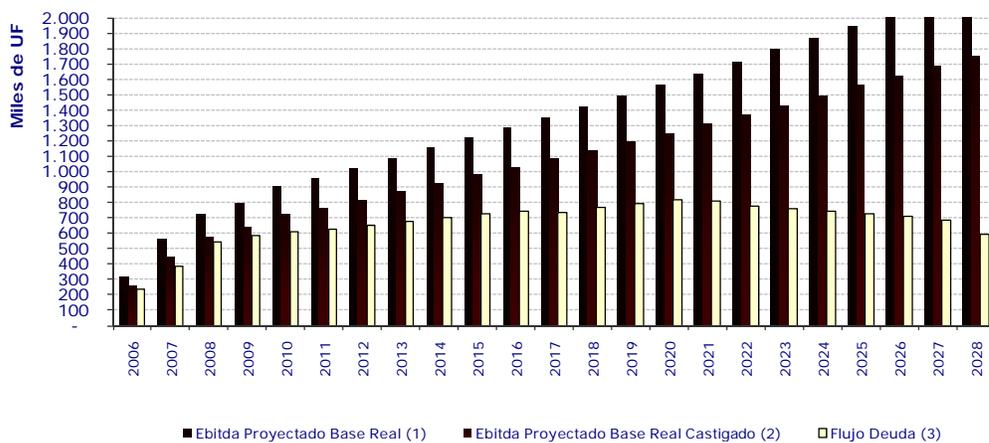
Análisis Financiero

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)⁴. Por otro lado, al proyectar el EBITDA tomando como base los ingresos reales que se han dado 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 con ICO. Ello se aprecia en el siguiente gráfico:

⁴ 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.

Flujos de Caja Vrs Pago de Deuda



(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.

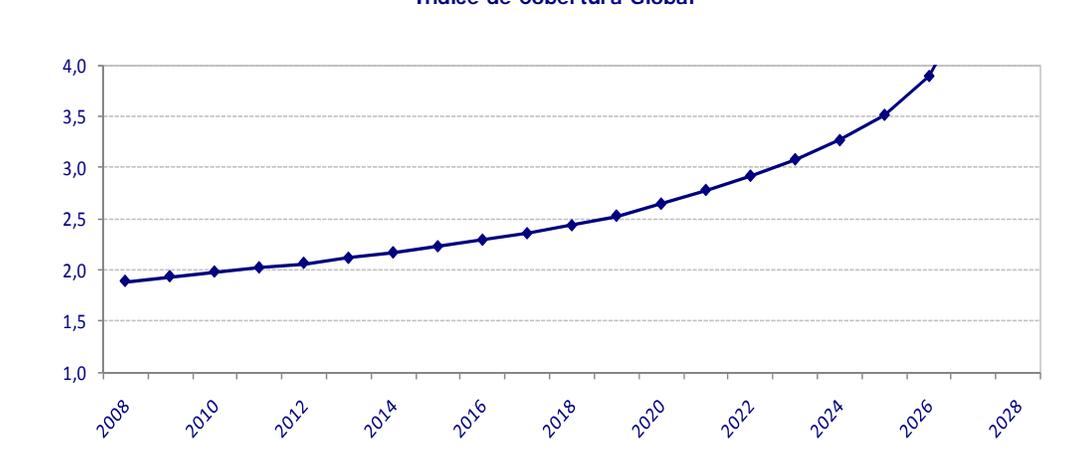
Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado con el valor presente del EBITDA proyectado para el período de vigencia del título de deuda, descontado a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda con el público que a la fecha de evaluación 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 global⁵ se muestra a continuación:

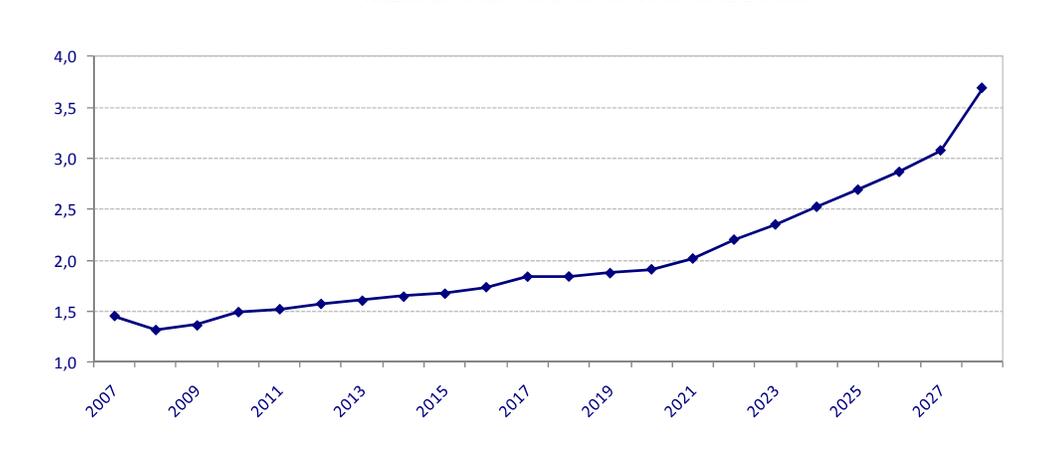
⁵ Para los años 2007, 2008, 2009 y 2010 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2011 en adelante se proyecta en bases a supuestos utilizados por *Humphreys*.

Indice de Cobertura Global



Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda⁶ (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 exhibe en el gráfico que sigue. En particular para **Vespucio Sur**, este indicador evidencia 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:

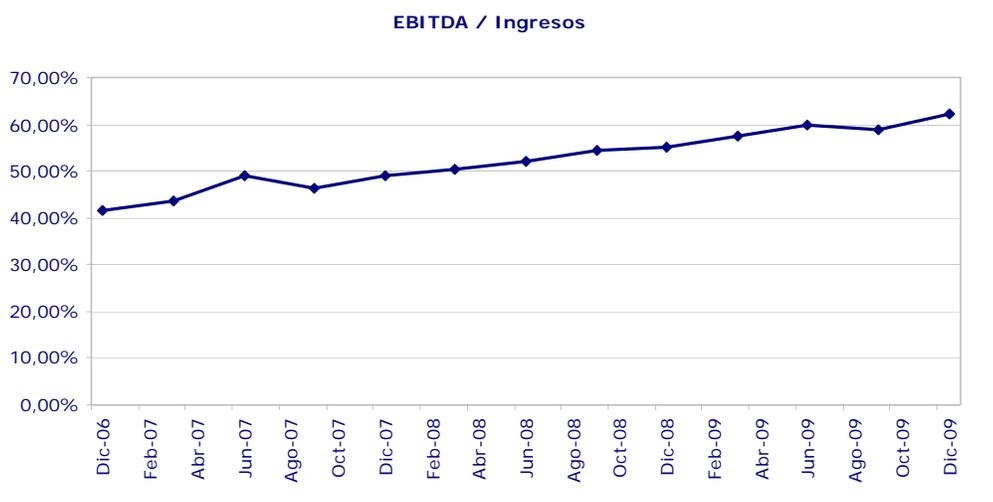
Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda



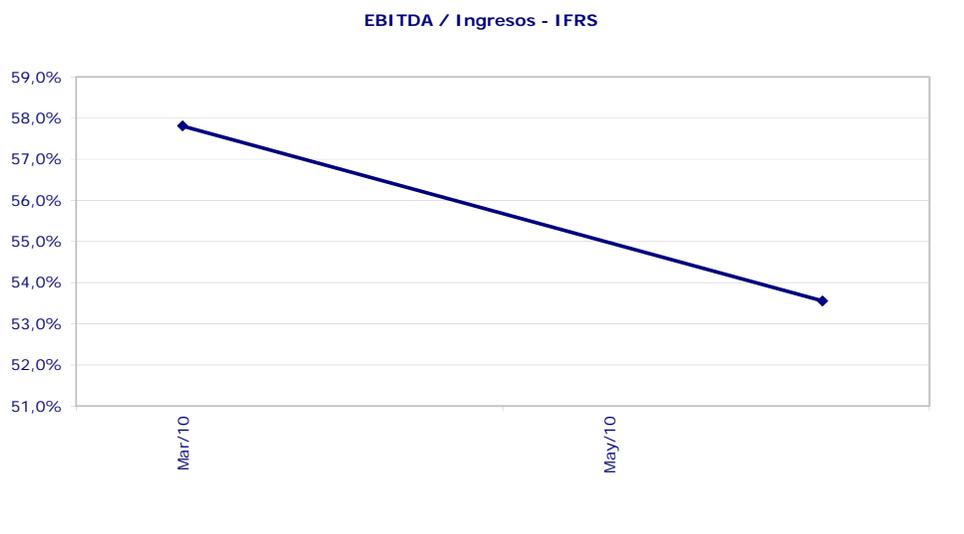
⁶ Un indicador sobre uno muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

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.

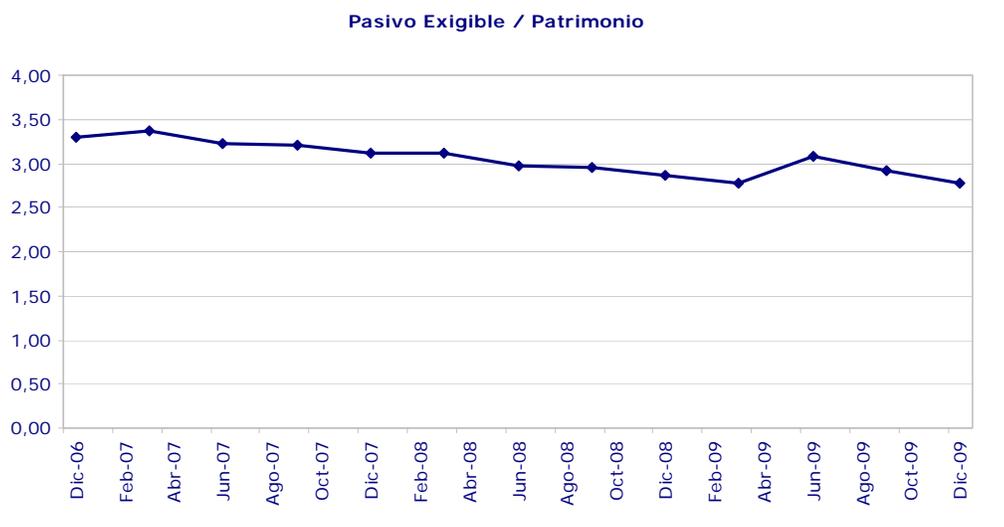


Bajo la norma contable IFRS la relación entre EBITDA e ingresos, se ve disminuida por el cambio del reconocimiento en los ingresos. Además a diciembre de 2010 se ve un aumento en los costos de la concesión que afecta directamente a la generación de caja de la autopista.



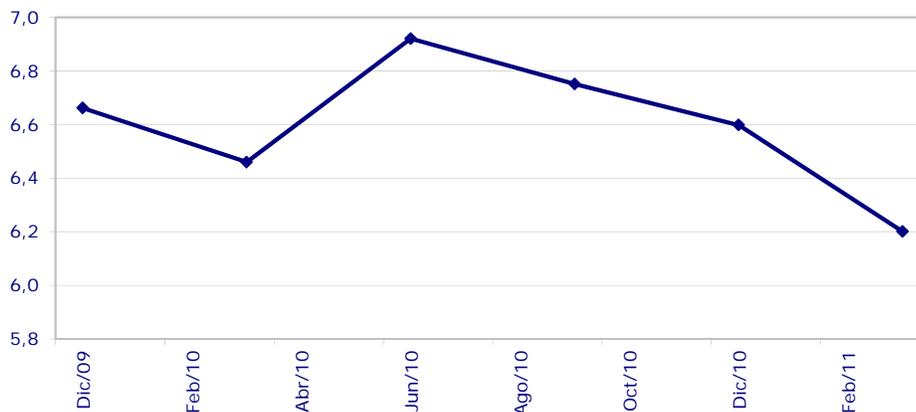
Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio (contabilidad norma chilena) muestra una baja sostenida, tendencia explicada por la disminución del pasivo financiero y 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 reparto de dividendos por parte de la sociedad emisora. El siguiente gráfico ilustra lo antes descrito:



Al utilizarse IFRS, el pasivo exigible en relación al patrimonio sufre una alza, principalmente por la baja contable de este último al pasar de \$ 71.449 millones en diciembre de 2009 a \$ 27.292 millones. Lo anterior se produce básicamente por la rebaja de los gastos financieros activados en el patrimonio y por la eliminación de la corrección monetaria del activo fijo.

Pasivo Exigible / Patrimonio - IFRS



“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”