



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Daniel Moreno C.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

daniel.moreno@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Autopista Nueva Vespucio Sur S.A.

Julio 2018

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 Tendencia EEFF base	AA Estable 31 de marzo 2018

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-A2	4,5%	Semestral	3.832.922	Diciembre 2028

Estado de Situación Individual- IFRS

Cifras en Miles de \$	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Mar-18
Activos corrientes	81.140.369	67.891.019	143.581.157	233.630.083	131.972.557	157.786.658	178.193.775
Activos no corrientes	173.819.300	213.784.298	174.377.498	122.020.935	434.616.403	419.916.672	415.721.574
Total de activos	254.959.669	281.675.317	317.958.655	355.651.018	566.588.960	577.703.330	593.915.349
Pasivos corrientes	9.529.435	11.153.701	14.620.285	13.259.652	22.730.573	16.095.163	20.799.969
Pasivos no corrientes	186.451.996	186.986.112	197.681.505	203.878.956	231.501.900	230.709.899	233.897.133
Patrimonio total	58.978.238	83.535.504	105.656.865	138.512.410	312.356.487	330.898.268	339.218.247
Total de patrimonio y pasivos	254.959.669	281.675.317	317.958.655	355.651.018	566.588.960	577.703.330	593.915.349

Estado de Resultados Individual - IFRS

Cifras en Miles de \$	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Mar-18
Total ingresos por actividades ordinarias	41.942.096	46.517.365	51.509.488	59.139.696	67.195.944	73.568.058	18.662.128
Otros gastos por naturaleza	-6.532.158	-5.971.600	5.663.001	-6.108.529	-6.809.114	-7.447.240	-2.443.456
Ingresos financieros	7.027.467	7.459.518	7.784.540	8.393.253	11.305.467	9.097.104	1.553.934
Costos financieros	-11.447.581	-11.194.684	-11.296.444	-11.312.142	-10.445.341	-8.446.719	-2.053.172
Ganancia	18.184.593	24.557.266	27.571.134	32.855.545	19.353.877	37.541.781	8.319.979

¹ A febrero de 2018.

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 2018 **Nueva Vespucio Sur** generó ingresos de \$ 18.662 millones y su deuda financiera se ubicó en \$ 186.795 millones. De esta última cifra, un 56,5% correspondió a bonos emitidos en el mercado local y un 43,5% a préstamos con el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO).

Según información a diciembre de 2017, la concesionaria mantiene un EBITDA de \$ 65.597 millones y el máximo cupón anual del bono asciende a \$ 21.847 millones.

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 2018 el ingreso ascendió a \$18.662 millones, un 5,8% superior a lo contabilizado a marzo de 2017, lo cual se refuerza con los incrementos presentados en los años anteriores (en el ejercicio 2017 se observó un aumento de 9,5%).

Los indicadores de cobertura de la deuda que posee actualmente la autopista son considerados como positivos, lo cual obedece en gran medida a la mejora en la liquidez, debido a que el efectivo y el equivalente a efectivo pasó desde \$ 38.986 millones a marzo de 2017 a un monto de \$51.024 millones a marzo de 2018, presentando de este modo un incremento de un 76%, lo cual provocó una mejora en el índice de cobertura alcanzando un 3,21 veces, superior al año anterior el cual había caído a 1,99 veces.

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 3,2% 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 \$ 103.908 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 abril de 2018 el valor nominal vigente ascendió a UF 3.832.922 (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 2017

Durante 2017 la empresa obtuvo ingresos por actividades ordinarias por \$ 73.568 millones, lo que implicó un crecimiento de 9,5% respecto del año anterior, explicado principalmente por el incremento de 9,1% en los ingresos por TAG.

Por su parte, los otros gastos por naturaleza exhibieron un total de \$ 7.447 millones, lo que significa un aumento de 9,8% respecto de 2016.

Los ingresos financieros disminuyeron 19,5% durante el año pasado, totalizando \$ 9.097 millones, explicado fundamentalmente por la disminución de 65,7% de los intereses generados por instrumentos financieros y por la baja de 1,4% en los intereses devengados por mora de clientes netos de provisión; en contraposición, se aumentaron un 104% otros ingresos financieros. Por su parte, los gastos financieros también presentaron una disminución de alrededor 19% durante 2017.

De este modo, la ganancia de la compañía durante 2017 totalizó \$ 37.542 millones, lo que representa una mejora de 94% respecto de 2016, explicado principalmente por un menor pago de impuestos, que pasan de \$23.417 millones en 2016 a \$11.358 millones en 2017.

Resultados marzo 2018

De acuerdo con la última información disponible, durante los tres primeros meses de 2018 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por aproximadamente \$ 18.662 millones, lo que representa un alza de 5,8% respecto del mismo período del año anterior. En el mismo lapso, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 2.443 millones, un aumento de 12,8% respecto del primer trimestre de 2017.

Los ingresos financieros alcanzaron \$ 1.554 millones, lo que representa una disminución de 33,3% respecto del primer trimestre de 2017. Los costos financieros, por su parte, se ubicaron en \$ 2.053 millones, exhibiendo un aumento de 0,6% respecto del mismo período del ejercicio anterior. Con ello la utilidad final fue de \$ 8.320 millones, experimentando una caída de 5,7%, debido principalmente al incremento de los impuestos a las ganancias, que pasaron desde \$2.343 millones a marzo de 2017 a más de \$2.656 millones en el primer cuarto de 2018.

A marzo del año 2018 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 593.915 millones, con un total de pasivos de \$ 254.697 millones y un nivel de patrimonio de \$ 339.218 millones.

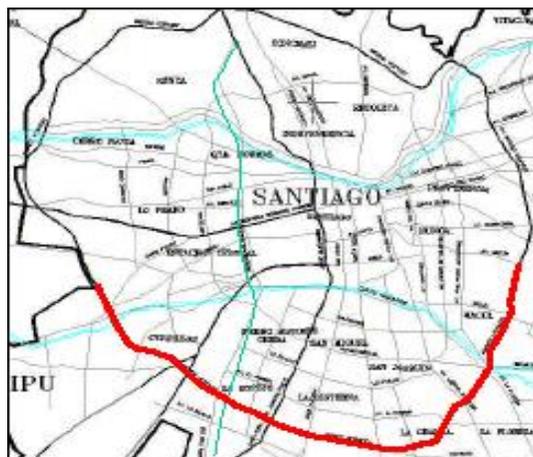
Antecedentes generales

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:

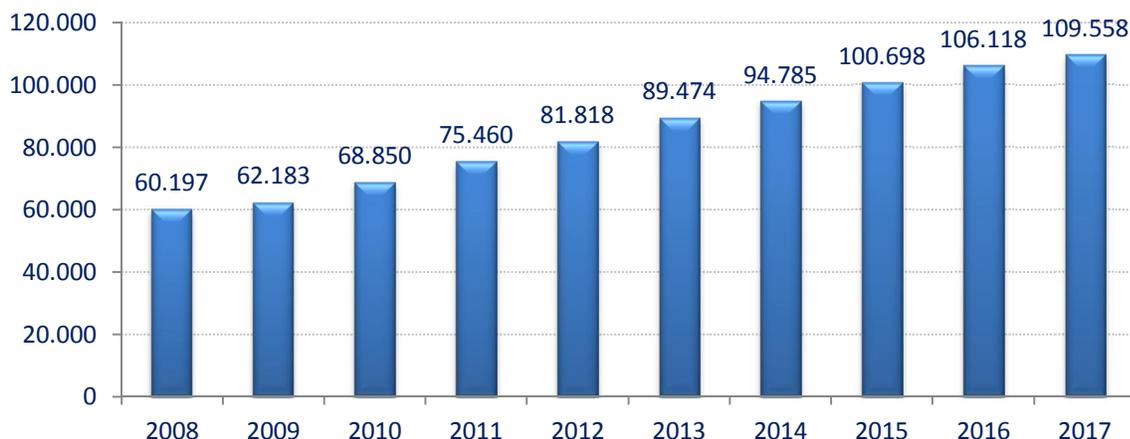
Tramo	Sección	Longitud (Km.)
1	Ruta 78 –General Velásquez	5,3
2	General Velásquez – Ruta 5 Sur	2,5
3	Ruta 5 Sur – Nuevo acceso Sur a Santiago	5,9
4	Nuevo acceso Sur a Santiago – Av. Vicuña Mackenna	3,1
5	Av. Vicuña Mackenna – Av. Grecia	7

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.

Tráficos

El siguiente gráfico muestra las estadísticas de tráfico para los años 2008-2017 (medido como IMD). Se aprecia un crecimiento sostenido a lo largo de los años, alcanzando una tasa de crecimiento de un 3,2% a finales de 2017, mientras que para el mismo periodo del año anterior dicha tasa era de un 5,4%

IMD de Tráficos Vespucio Sur



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. Adicionalmente, 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.

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*.

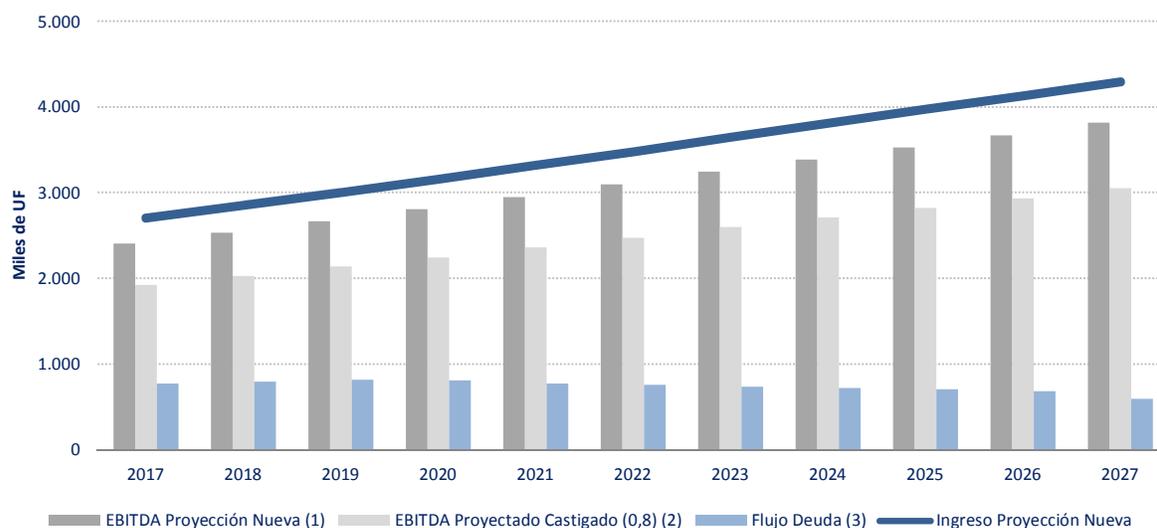
Análisis financiero

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.

Flujo de Caja y 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 (1) castigado en un 20%.

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

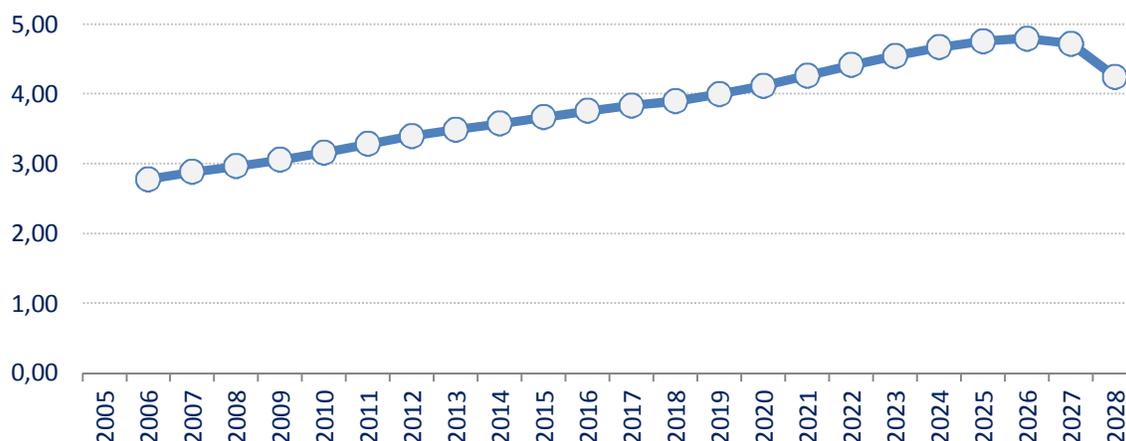
Índice de cobertura global

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 uno y con una tendencia al alza, 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**.

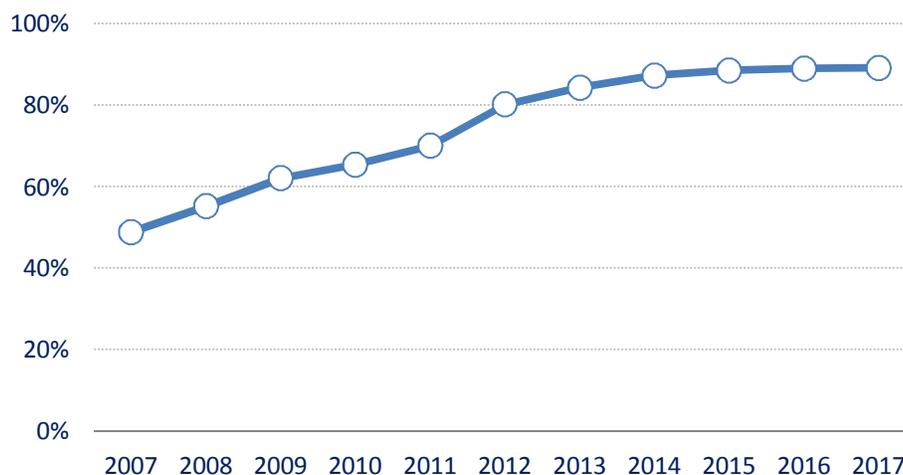
Indice de Cobertura Global



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.

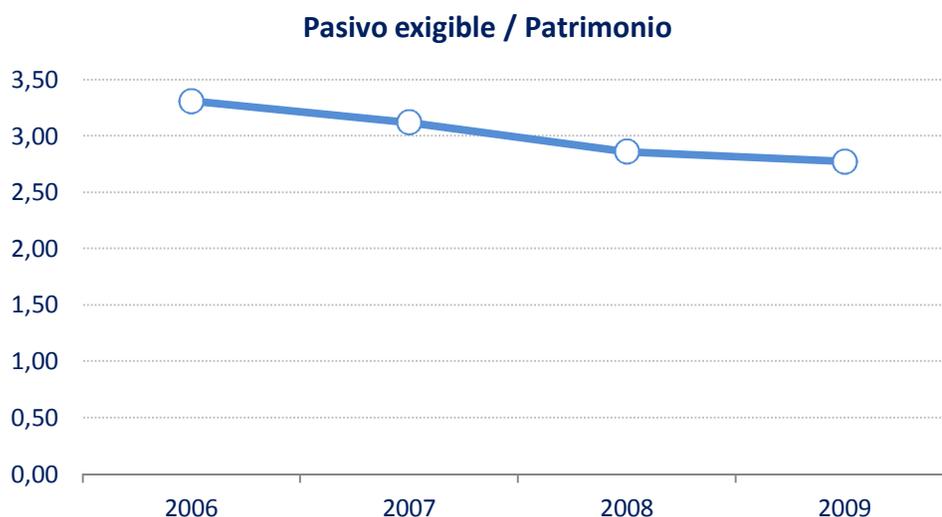
Margen Ebitda



Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio (contabilidad norma chilena), muestra una baja sostenida, debido a la disminución del pasivo financiero y 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

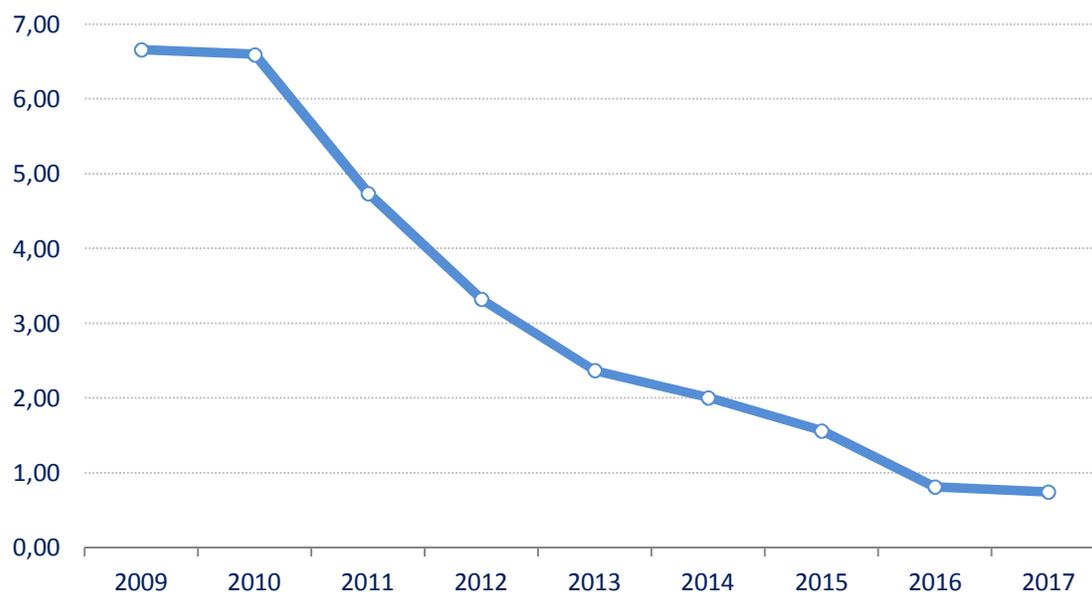
en junio de 2009 se debe al pago a su casa matriz por parte de la sociedad emisora, en conformidad con lo establecido en los contratos de estructuración de la deuda. El siguiente gráfico ilustra lo antes descrito:



Al utilizarse la norma IFRS, el pasivo exigible en relación al patrimonio registra un alza respecto de la norma chilena, principalmente por la baja contable de este último registrado a diciembre de 2009, al pasar de \$ 71.449 millones bajo norma chilena, a \$ 27.292 millones bajo IFRS. Lo anterior se produce básicamente por la rebaja de los gastos financieros activados en el patrimonio y la eliminación de la corrección monetaria del activo fijo. Desde el año 2010 a diciembre de 2017, el índice ha tenido una baja constante, debido al pago 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 2017 tuvo un aumento del 6%.

A marzo de 2018 el nivel de endeudamiento de la compañía es de 0,75 veces, mientras que el año pasado en la misma fecha ascendía a 0,8 veces.

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 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."