



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 2012

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 EEFF base	A Estable 31 de marzo 2012

Características Bono Colocado en Chile				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente ¹	Fecha Vencimiento
A1-A2	4,5%	Semestral	5.008.664	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
Ingreso Operacional	13.953.410	22.469.052	27.882.049	30.029.920
Costo Explotación	-6.839.959	-12.300.198	-13.944.396	-14.441.993
Gasto Admin. y Venta	-2.708.289	-2.597.331	-2.474.954	-2.372.592
Resultado Operacional	4.405.162	7.571.523	11.462.699	13.215.335
Ebitda	5.825.434	10.989.582	15.408.523	18.652.232
Utilidad Neta	4.035.966	4.388.674	6.423.669	11.129.786

Balance General Individual				
Cifras en Miles de \$	2006	2007	2008	2009
de Mar-11				
Activo Circulante	24.945.276	27.580.737	34.987.007	34.251.789
Activo Fijo	182.216.291	195.562.599	210.264.526	202.857.391
Otros Activos	10.794.862	19.153.580	26.641.106	32.802.058
Total Activos	217.956.429	242.296.916	271.892.639	269.911.238
Pasivo Circulante	3.186.256	5.428.728	7.390.098	9.042.459
Pasivo Largo Plazo	164.137.081	178.099.573	194.079.851	189.369.378
Patrimonio	50.633.092	58.768.615	70.422.690	71.499.401
Total Pasivos	217.956.429	242.296.916	271.892.639	269.911.238

¹ Mayo 2012

Balance General Individual - IFRS			
Cifras en Miles de \$	Mar-12	Dic-11	Dic -10
Activos Corrientes	73.680.820	61.096.909	43.800.768
Activos No Corrientes	172.337.859	173.182.034	174.432.026
Total de Activos	246.018.679	234.278.943	218.232.794
Pasivos Corrientes	16.412.776	11.000.221	12.157.396
Pasivos No Corrientes	184.759.230	182.485.077	177.353.585
Total de Pasivo	44.846.673	40.793.645	28.721.813
Patrimonio Neto Total	201.172.006	234.278.943	218.232.794

Estado de Resultados Individual - IFRS			
Cifras en Miles de \$	Mar-12	Dic-11	Dic -10
Total ingresos por actividades ordinarias	10.207.826	35.190.773	28.887.805
Otros gastos por naturaleza	-1.624.416	-9.366.233	-9.349.145
Ingresos Financieros	1.689.066	5.838.368	3.403.840
Costos financieros	-2.818.356	-11.465.865	-
Ganancia	4.053.028	12.071.832	4.647.047

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) en la zona suroriente de Santiago, sobre el actual trazado de la Circunvalación Américo Vespucio, entre Avenida Grecia y la Ruta 78, y que considera una autopista de tres pistas por sentido, de alta velocidad, de 23,5 kilómetros de extensión. La autopista concesionada tiene seis años operando en tal calidad.

En el primer trimestre de 2012 **Vespucio Sur** generó ingresos en torno a los US\$ 21 millones y presentaba una deuda financiera por US\$ 384 millones, en un 57% correspondiente a bonos emitidos en el mercado local y el 43% a préstamos con el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO).

La clasificación de la sociedad fue modificada desde "Categoría A-" a "Categoría A", producto de los buenos resultados que ha exhibido la concesión tanto en los crecimientos de sus niveles de tráfico como en sus niveles de ingreso, mostrando además niveles de gastos acotados, que le otorgan un aceptable nivel de generación de caja.

Las principales fortalezas que, en general, 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, aún 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 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 categoría asignada a los títulos de deuda se fundamenta en la capacidad de pago de la sociedad concesionaria, determinada principalmente por el flujo de vehículos de la autopista, el que debiese continuar creciendo en línea con el desarrollo del país y 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.

Hechos Recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los tres primeros meses de 2012 la empresa generó \$ 10.207 millones como ingresos por actividades ordinarias, lo que representa un incremento de 21,6% respecto al mismo período del año anterior. En el mismo lapso, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 1.624 millones, lo que significó una disminución de 25,8% respecto del primer trimestre de 2011, baja explicada principalmente por menores costos directos de mantención y operación. A marzo del año 2012 los gastos por beneficios a los empleados sumaron \$ 185 millones, lo que representó una disminución real de 27,9% respecto a igual período de 2011.

Los costos financieros alcanzaron a \$ 2.818 millones, 3,4% más que los correspondientes al primer trimestre de 2011. Con todo, la utilidad final fue de \$ 4.053 millones, lo que significó un aumento de 87% en relación a igual fecha del año anterior.

A marzo del año 2012 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 246.018 millones, con un total de pasivos de \$ 201.172 millones y un nivel de patrimonio de \$ 44.846 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, donde se muestra en rojo 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 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.

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 se postergó el inicio de la operación de la concesión a raíz de las obras adicionales, el MOP acordó indemnizar a la sociedad con la extensión del plazo de la concesión hasta en ocho años más. Esta indemnización fue valorada en UF 716.110 mas intereses, 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.

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.

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 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

Sociedad Concesionaria Autopista Vespucio Sur S.A. es controlada, por el grupo Atlantia. A continuación se muestra la distribución de la sociedad a marzo de 2012:

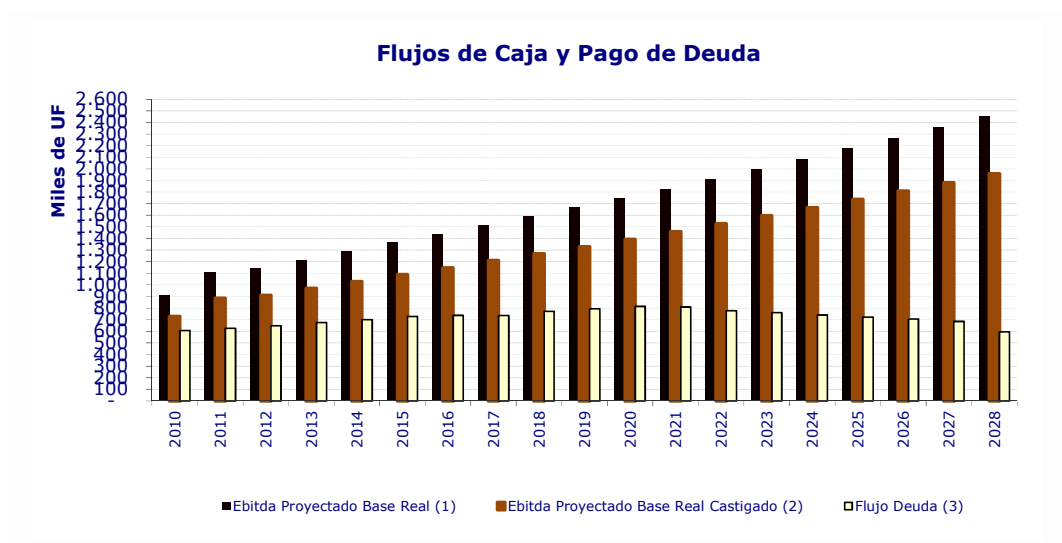
Accionista	% de propiedad
Autostrade Urbane de Chile S.A	99,9%
Gestión Vial S.A.	0,1%

Atlantia es uno de los mayores operadores de Europa y el mundo. En Italia opera 3.413 kilómetros de autopista, lo que representa el 60% de las autopistas italianas, operando además el 9% de las autopistas europeas por peaje.

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)³. 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, tal como se aprecia 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%.

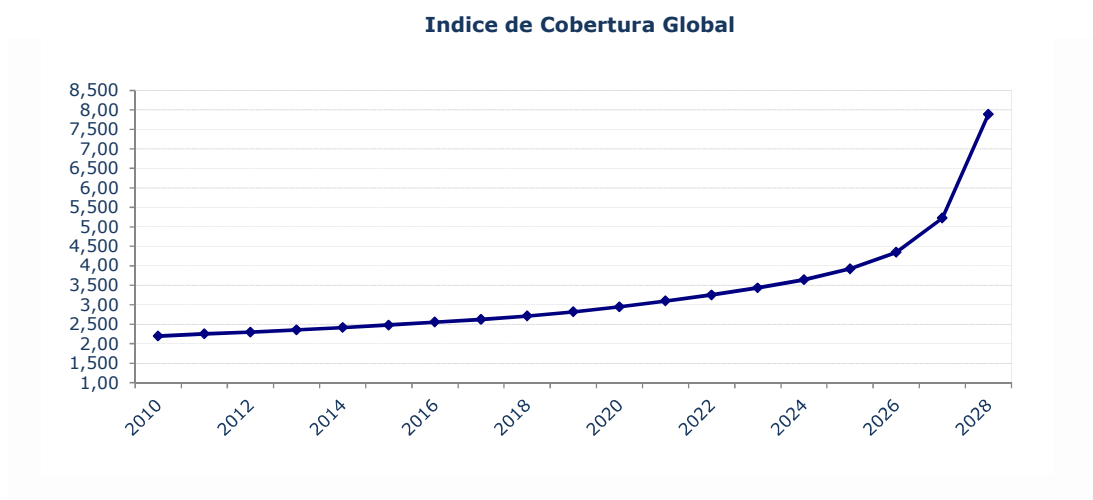
(3): Corresponde a los pagos anuales de la deuda.

³ 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 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.

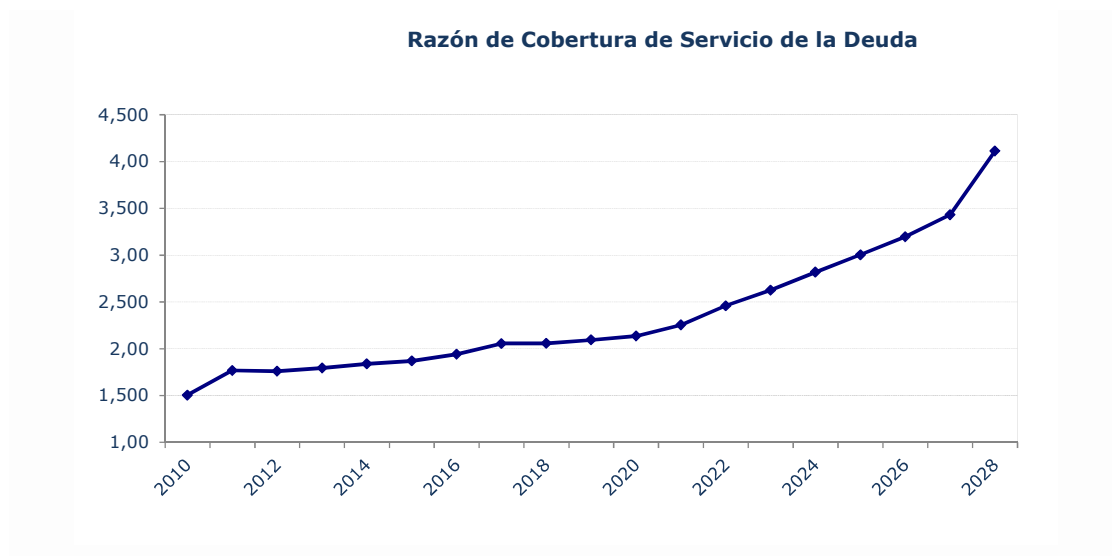
En el caso de **Vespucio Sur**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre uno, y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años y la mantención de los flujos. La evolución y proyección del indicador de cobertura global⁴ se muestra a continuación:



Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda⁵ (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 estimaciones actuales) al momento del pago de la deuda, según se observa a continuación:

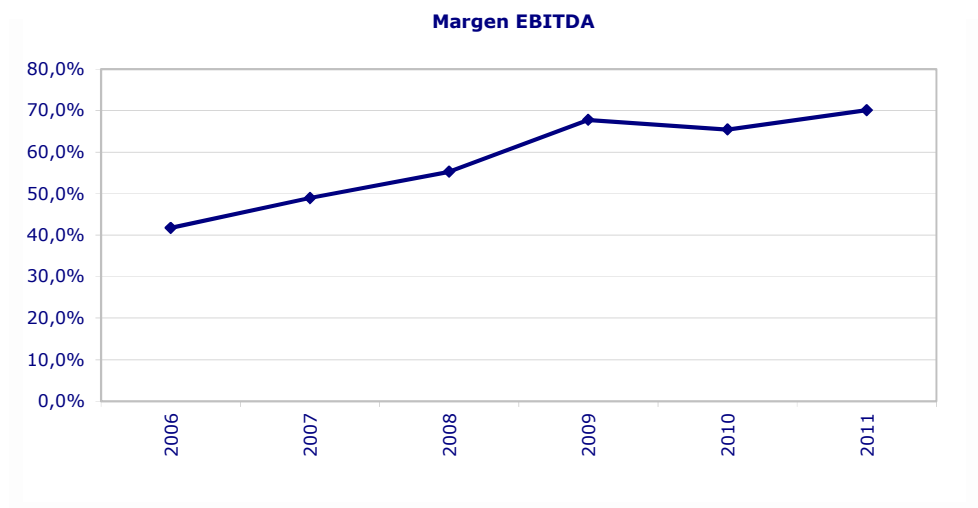
⁴ Para el año 2010 y 2011 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2012 en adelante se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.

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



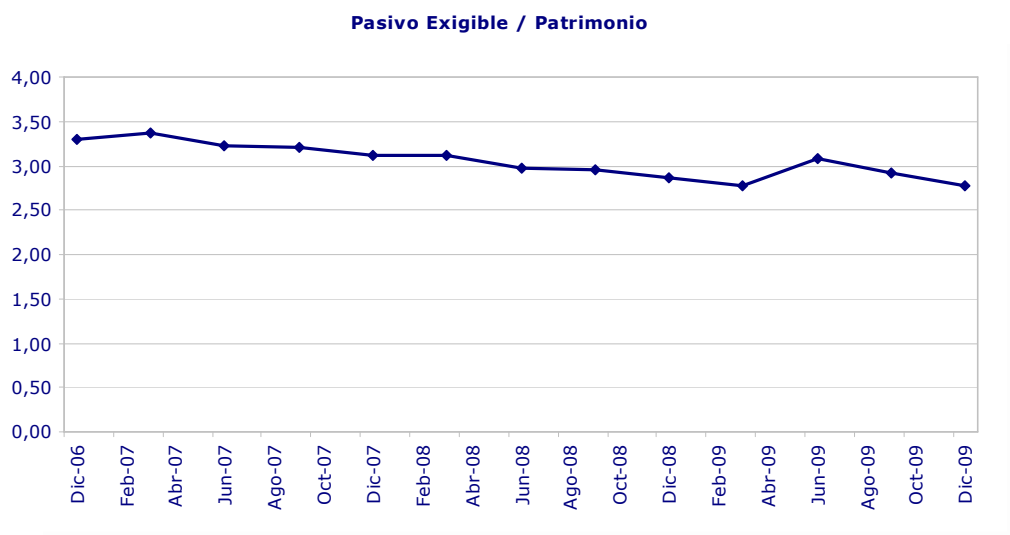
EBITDA

El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Puede observarse que desde septiembre de 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.

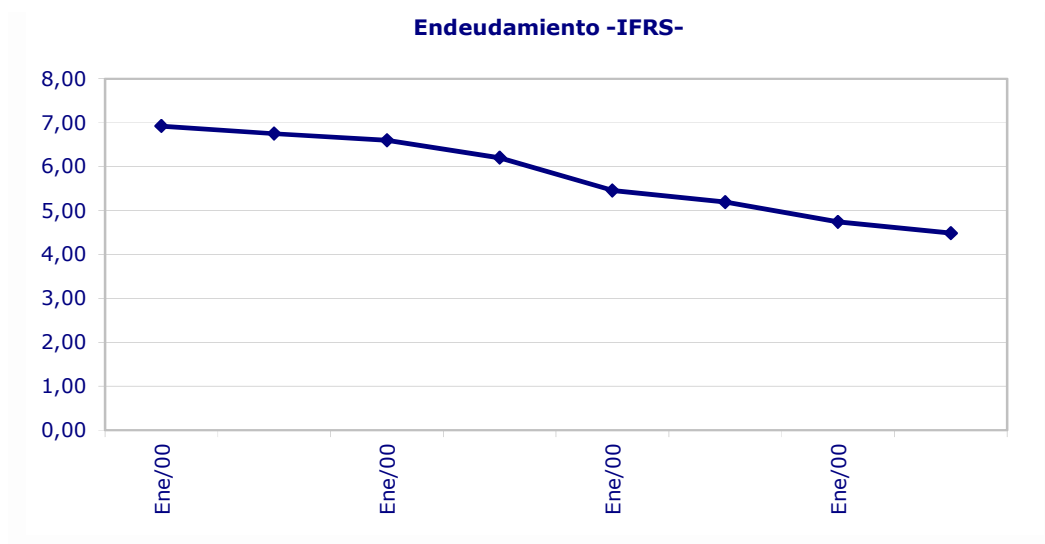


Endeudamiento

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 la norma IFRS, el pasivo exigible en relación al patrimonio sufre un 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.



"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"