



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a s

Hernán Jiménez A

Macarena Villalobos M.

Tel. (56) 22433 5200

[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

[macarena.villalobos@humphreys.cl](mailto:macarena.villalobos@humphreys.cl)

## **Sociedad Concesionaria Autopista Vespucio Sur S.A.**

Julio 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia  EEFF base	<b>AA<sup>1</sup></b> <b>Favorable<sup>2</sup></b>  31 de marzo 2016

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 <sup>3</sup>	Fecha vencimiento
A1-A2	4,5%	Semestral	4.326.301	Diciembre 2028

### Estado de Situación Individual- IFRS

Cifras en Miles de \$	Dic -10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Mar-16
Activos corrientes	43.800.768	61.096.909	81.140.369	67.891.019	143.581.157	233.630.083	250.047.609
Activos no corrientes	174.432.026	173.182.034	173.819.300	213.784.298	174.377.498	122.020.935	123.138.810
<b>Total de activos</b>	<b>218.232.794</b>	<b>234.278.943</b>	<b>254.959.669</b>	<b>281.675.317</b>	<b>317.958.655</b>	<b>355.651.018</b>	<b>373.186.419</b>
Pasivos corrientes	12.157.396	11.000.221	9.529.435	11.153.701	14.620.285	13.259.652	17.568.390
Pasivos no corrientes	177.353.585	182.485.077	186.451.996	186.986.112	197.681.505	203.878.956	207.431.906
Patrimonio total	28.721.813	40.793.645	58.978.238	83.535.504	105.656.865	138.512.410	148.186.123
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>218.232.794</b>	<b>234.278.943</b>	<b>254.959.669</b>	<b>281.675.317</b>	<b>317.958.655</b>	<b>355.651.018</b>	<b>373.186.419</b>

### Estado de Resultados Individual - IFRS

Cifras en Miles de \$	Dic -10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Mar-16
Total ingresos por actividades ordinarias	28.887.805	35.190.773	41.942.096	46.517.365	51.509.488	59.139.696	15.706.570
Otros gastos por naturaleza	-9.349.145	-9.366.233	-6.532.158	-5.971.600	5.663.001	-6.108.529	-1.730.428
Ingresos financieros	3.403.840	5.838.368	7.027.467	7.459.518	7.784.540	8.393.253	3.007.134
Costos financieros	-11.052.254	-11.465.865	-11.447.581	-11.194.684	-11.296.444	-11.312.142	-2.776.724
<b>Ganancia</b>	<b>4.647.047</b>	<b>12.071.832</b>	<b>18.184.593</b>	<b>24.557.266</b>	<b>27.571.134</b>	<b>32.855.545</b>	<b>9.673.713</b>

<sup>1</sup> Clasificación anterior "AA-"

<sup>2</sup> Tendencia anterior: Estable

<sup>3</sup> A marzo de 2016.

## 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 nueve años operando en tal calidad.

Durante el primer trimestre del 2016 **Vespucio Sur** generó ingresos de \$ 15.706 millones y presentaba una deuda financiera por \$ 187.783 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).

Según información del año móvil a marzo de 2016, la concesionaria mantiene un EBITDA de \$ 52.357 millones y el máximo cupón anual del bono asciende a \$ 21.043 millones.

El cambio de clasificación de los bonos emitidos por **Vespucio Sur**, desde "Categoría AA-" a "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 diciembre de 2015 el ingreso ascendió a \$59.140 millones, un 14,8% superior a lo contabilizado en diciembre de 2014, lo cual se refuerza con los incrementos presentados en los años anteriores. (En el ejercicio de 2014 se observó un aumento de 10,7%). Dado el dinamismo expresado por los ingresos de la concesionaria, la tendencia de la categoría de riesgo se califica "Favorable".

La fortaleza que sustenta el aumento de la clasificación de riesgo dice relación con la zona concesionada, ya que provee un volumen de tráfico que asegura elevados flujos de usuarios a la autopista, presentando un incremento de un 6,2% respecto del año anterior. Además, aún presenta buenas expectativas de crecimiento debido al incremento urbano natural del 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.

También se estiman positivos los indicadores de cobertura de la deuda que posee actualmente la autopista, lo cual se debe en gran medida por la mejora en la liquidez, debido a que el efectivo y equivalente a efectivo paso de \$ 3.635 millones en marzo de 2015 a \$107.225 millones a marzo de 2016, presentando de este modo un incremento de un 2850%, lo cual provoca que el índice de cobertura sea altísimo.

La clasificación de riesgo también considera los términos de la estructura de financiamiento de la sociedad el cual regula el retiro de utilidades de los accionistas y favorece la liquidez del emisor. En efecto, a marzo de 2016, la concesionaria mantiene inversiones líquidas por \$ 160.323 millones, que equivalen al pago de los cupones para los próximos siete años.

El emisor mantiene inscrita en la Superintendencia de Valores y Seguros 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 2016 el valor nominal vigente ascendió a UF 4.326.734 (suma de A1 y A2).

Si bien los títulos de deuda cuenta 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.

## Hechos recientes

### Resultados diciembre 2015

Con fecha 21 de diciembre de 2015 se realizó un "Waiver and Consent" entre Syncora y el Instituto de Crédito Oficial (ICO) autorizan la liberación de los fondos mantenidos en la cuenta MOP Loss Compensation para ser traspasados a la cuenta Restricted Payment por \$ 43.493 millones. Posteriormente, el 31 de diciembre del 2015

se incorpora el saldo de la cuenta Restricted Payment cuyo monto es de \$104.323 millones como activos de libre disponibilidad.

Durante 2015 la empresa obtuvo ingresos por actividades ordinarias por \$ 59.140 millones, lo que implicó un crecimiento de 14,8% respecto al año anterior, explicado principalmente por el incremento de 15,1% en los ingresos por TAG.

Por su parte, los otros gastos por naturaleza exhibieron un total de \$ 6.109 millones, lo que significa un aumento de 7,9% respecto a 2014, explicado por un mayor costo por servicio de conservación de autopista y costos de administración, los cuales registran incrementos de 14,3% y 50,7%, respectivamente.

Los ingresos financieros se incrementaron 7,8% durante el año pasado, totalizando \$ 8.393 millones, explicado fundamentalmente por el incremento de 58,4% registrado por los intereses devengados por mora de clientes netos de provisión. Por su parte, los gastos financieros presentaron un leve aumento de 0,1% durante 2015.

De este modo, la ganancia de la compañía durante 2015 totalizó \$ 32.856 millones, un 19,2% superior a lo exhibido durante 2014.

### Resultados marzo 2016

De acuerdo con la última información disponible, durante los tres primeros meses de 2016 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por aproximadamente \$ 15.706 millones, lo que representa un incremento de 14,5% respecto al mismo período del año anterior. En el mismo lapso, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 1.730 millones, lo que significó una disminución de 0,2% respecto del primer trimestre de 2015.

Los ingresos financieros alcanzaron \$ 3.007 millones, llevando a un aumento de 12,6%; por su parte, los costos financieros alcanzaron a \$ 2.777 millones, un 1,6% mayor que los correspondientes a marzo de 2015. Con todo, la utilidad final fue de \$ 9.674 millones, un aumento de 18,6% en relación con igual fecha del año anterior, explicado por los mayores ingresos de actividades ordinarias (aumento de 14,5%), impulsado principalmente por mayores ingresos por peajes y disminución de la provisión a incobrables.

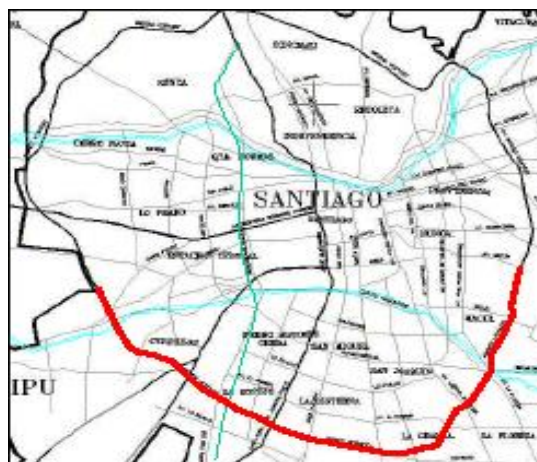
A marzo del año 2015 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 373.186 millones, con un total de pasivos de \$ 225.000 millones y un nivel de patrimonio de \$ 148.186 millones.

## 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 se encuentran semaforizadas y con cruces a nivel, por donde se puede transitar evitando el pago de peaje.

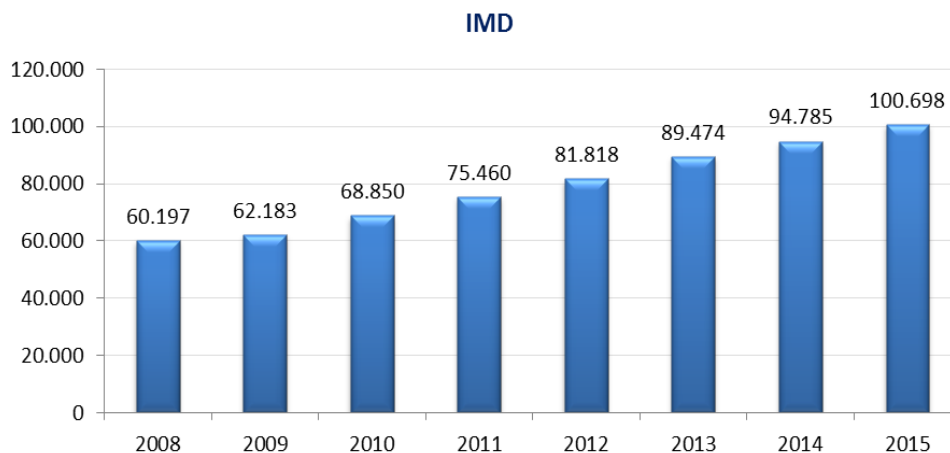
En el siguiente cuadro se especifican los tramos de la autopista y el kilometraje correspondiente:

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 2008-2015 (medido como IMD). Se aprecia un crecimiento sostenido a lo largo de los años, alcanzando una tasa de crecimiento de un 6,2% a finales de 2015, mientras que para el mismo periodo del año anterior dicha tasa era de un 5,9%



## 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 al oficio ORD IF N°360 del MOP, se efectuará 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, 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

**Vespucio Sur** pertenece en un 99,9975% a Sociedad Concesionaria Autopista Nueva Vespucio S.A. cuya propiedad es en un 99,99996% de 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%.

Accionista	% de propiedad
Grupo Costanera S.p.A.	99,9996%
Gestión Vial S.A.	0,00004%

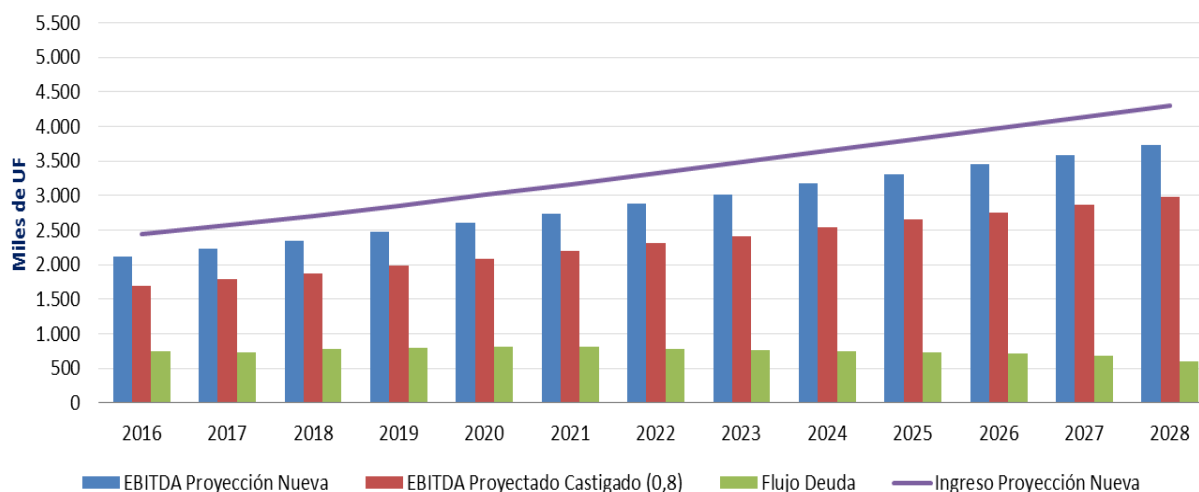
Atlantia es uno de los mayores operadores de carreteras de Europa y el mundo. En Italia opera 3.413 kilómetros de autopista, lo que representa el 60% del total, operando además el 9% de las autopistas europeas por peaje. El CPP Investment Board es una organización de manejo de inversiones domiciliada en Toronto. 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 **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>4</sup>. 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:

Flujo de Caja y Pago de Deuda



<sup>4</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 y la historia que ha presentado la concesión.



(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.

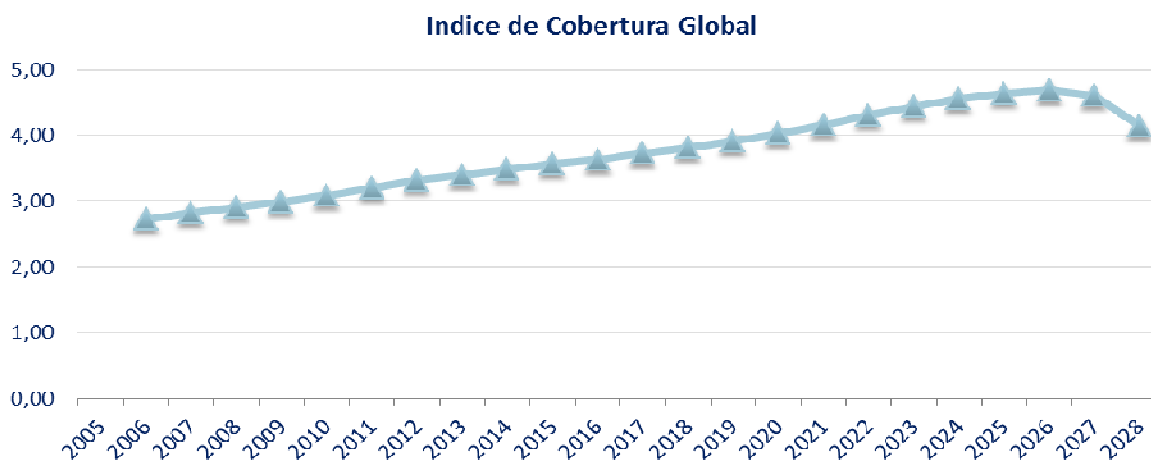
(2): Corresponde a (1) castigado en un 20%.

(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.

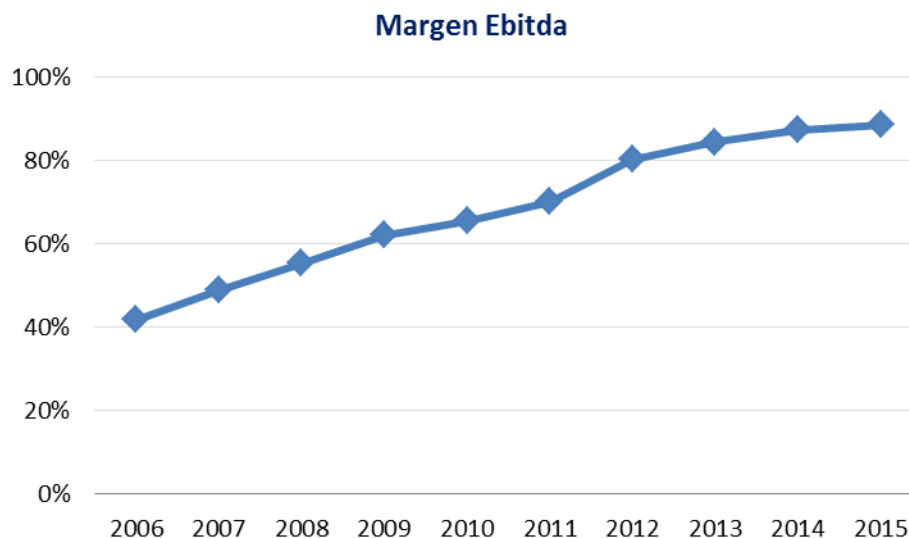
En el caso de **Vespucio Sur**, el indicador exhibe durante todo el periodo valores superiores a uno, y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años y la mantención de los flujos. La evolución y proyección del indicador de cobertura global<sup>5</sup> se muestra a continuación:



## EBITDA

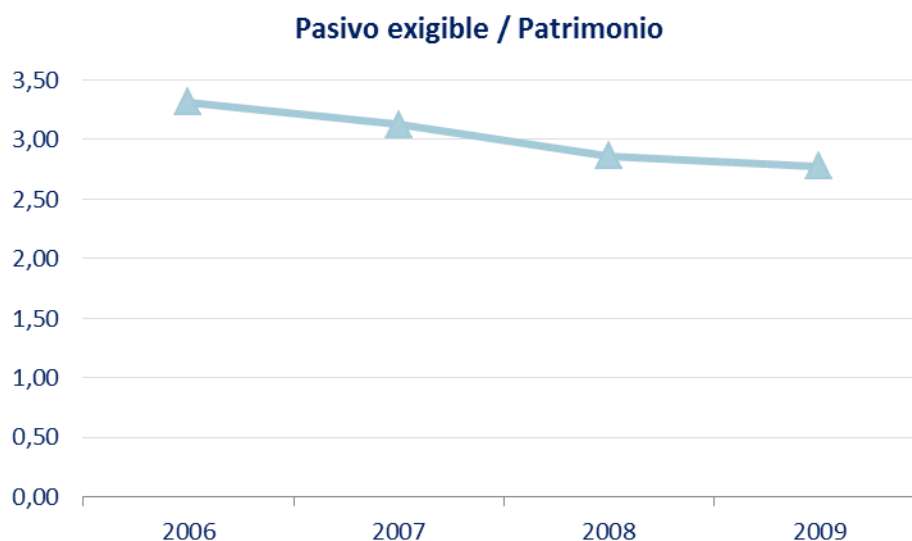
El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Puede observarse que desde 2007 la relación EBITDA/ingresos muestra un alza sostenida, con un quiebre en 2010, año en que entra en vigencia la norma contable IFRS. El crecimiento se explica por la mayor madurez de la autopista concesionada, 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.

<sup>5</sup> Para los años 2011 a 2013 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2014 en adelante se proyecta en base a supuestos utilizados por **Humphreys**.



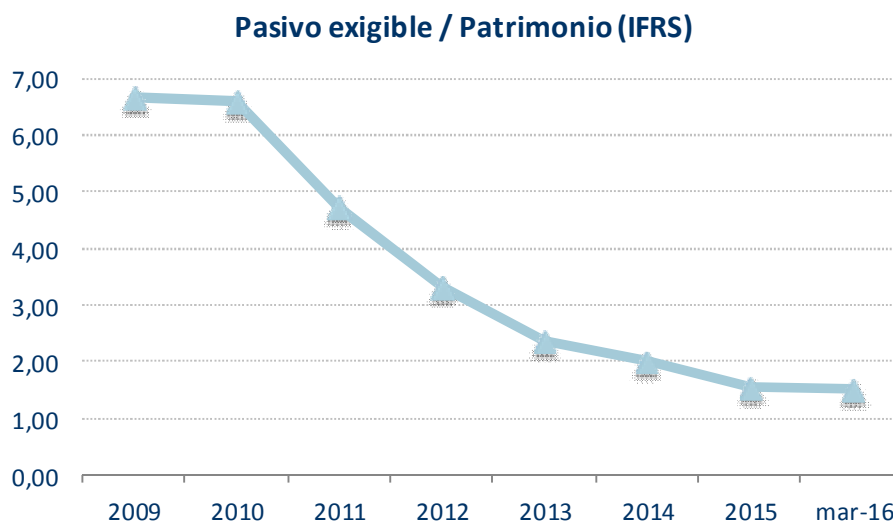
## Endeudamiento

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 pago restringido a su casa matriz 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 registra un alza respecto a la norma Chilena, 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. Desde el año 2010 a marzo de 2016 el índice ha tenido una baja constante debido al pago de la deuda financiera (deuda pública y crédito con el ICO) y 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). A marzo de 2016, el nivel de endeudamiento de la compañía es de 1,57 veces, y el año pasado para esta misma fecha era de 1,92 veces.



*“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.”*