



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a

Carlos García B.

Tel. 56 – 2 – 2433 52 00

carlos.garcia@humphreys.cl

## Sociedad Concesionaria Autopista Vespucio Sur S.A.

Julio 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	<b>A</b> <b>Favorable<sup>1</sup></b>
EEFF base	31 de marzo 2013

Características Bono Colocado en Chile				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente <sup>2</sup>	Fecha Vencimiento
A1-A2	4,5%	Semestral	4.811.393	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
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

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

<sup>2</sup> A junio de 2013.

Balance General Individual - IFRS					
Cifras en Miles de \$		Mar-13	Dic-12	Dic-11	Dic -10
Activos Corrientes		91.090.992	81.140.369	61.096.909	43.800.768
Activos No Corrientes		173.484.716	173.819.300	173.182.034	174.432.026
Total de Activos		264.575.708	254.959.669	234.278.943	218.232.794
Pasivos Corrientes		13.515.625	9.529.435	11.000.221	12.157.396
Pasivos No Corrientes		186.444.300	186.451.996	182.485.077	177.353.585
Patrimonio Total		64.615.783	58.978.238	40.793.645	28.721.813
Total de Patrimonio y Pasivos		264.575.708	254.959.669	234.278.943	218.232.794

Estado de Resultados Individual - IFRS					
Cifras en Miles de \$	Mar-13	Mar-12	Dic-12	Dic-11	Dic -10
Total ingresos por actividades ordinarias	10.882.843	10.207.827	41.942.096	35.190.773	28.887.805
Otros gastos por naturaleza	-1.417.611	-1.624.416	-6.532.158	-9.366.233	-9.349.145
Ingresos Financieros	1.984.999	1.689.066	7.027.467	5.838.368	3.403.840
Costos financieros	-2.831.993	-2.818.356	-11.447.581	-11.465.865	-11.052.254
Ganancia	5.637.545	4.053.028	18.184.593	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 suroriental 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 siete años operando en tal calidad.

En el primer trimestre de 2013 **Vespucio Sur** generó ingresos en torno a los US\$ 23 millones y presentaba una deuda financiera por US\$ 395 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).

El cambio de tendencia a la categoría asignada, desde “Estable” a “Favorable”, obedece a que la sociedad concesionaria ha continuado incrementando sus niveles de ingresos a tasas mayores a lo estimado por la clasificadora y, por ende, su generación de caja potencial, mejorando su cobertura de servicio de la deuda.

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.

La fortaleza de la compañía queda reflejado en el hecho que la relación entre deuda financiera sobre ebitda asciende a 5,6 veces, para un plazo máximo de concesión de 30 años, esto es, finalizaría en 2032. No obstante, en virtud del acuerdo complementario No 1, el plazo se habría extendido hasta 2040. 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 2013, la concesionaria mantiene inversiones líquidas por \$ 63.039 millones que equivale al pago de cupones para los próximos tres años.

Asimismo, la clasificación reconoce, aunque de forma conservadora, el impacto positivo que pudiera tener sobre los flujos de tráfico de **Vespucio Sur** la ejecución en el mediano o largo 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 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.

### 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.

#### Riesgos considerados

- Disminuciones en el tráfico vehicular (baja probabilidad).
- Incumplimientos de obligaciones asumidas con el MOP (baja probabilidad).

## Definición de categoría 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

### Resultados 2012

Durante 2012 la empresa obtuvo ingresos por actividades ordinarias por \$ 41.942 millones, lo que implicó un crecimiento de 19,2% respecto al año anterior, explicado principalmente por el incremento de 18% en los ingresos por TAG.

Por su parte, los otros gastos por naturaleza exhibieron un total de \$ 6.532 millones, lo que significa una disminución de 30,3% respecto a 2011, explicado por un menor costo directo de operación y mantención, el cual registra una caída de 25% en el período.

Los ingresos financieros se incrementaron 20,4% durante el año pasado, totalizando \$ 7.027 millones, explicado fundamentalmente por el incremento de más de 100% registrado por los intereses por inversiones, y por el aumento levemente inferior a 100% de los ingresos por concepto de interés por mora.

Por su parte, los gastos financieros presentaron una leve caída de 0,2% durante 2012, resultado de que el incremento de 1,5% de los intereses por préstamos bancarios y de 1,9% de los intereses por obligaciones con el público, fueron más que compensados por la reducción de casi 62% de los gastos financieros por mantención mayor.

De este modo, la ganancia de la compañía durante 2012 totalizó \$ 18.185 millones, más de un 50% superior a lo exhibido durante 2011.

### Resultados primer trimestre 2013

De acuerdo con la última información disponible, durante los tres primeros meses de 2013 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por aproximadamente \$ 10.883 millones, lo que representa un incremento de 6,6% respecto al mismo período del año anterior. En el mismo lapso, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 1.417 millones, lo que significó una disminución de 12,7% respecto del primer trimestre de 2012, baja explicada principalmente por menores costos directos de mantención y operación.

Los ingresos financieros alcanzaron \$ 1.985 millones, lo que significa un incremento de 17,5%, explicado fundamentalmente por el crecimiento de los intereses por mora, que registraron una variación de 75,9% en el período, totalizando \$ 824 millones. Por su parte, los costos financieros alcanzaron a \$ 2.832 millones, 0,5%

más que los correspondientes al primer trimestre de 2012. Con todo, la utilidad final fue de \$ 5.638 millones, lo que significó un aumento de 39% en relación a igual fecha del año anterior, explicado por una mayor variación de la UF en comparación a lo registrado en el primer trimestre del año pasado, lo que afectó negativamente el resultado durante ese período de 2012.

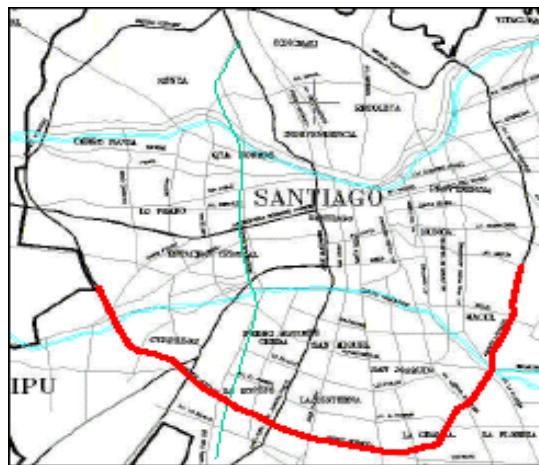
A marzo del año 2013 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 264.576 millones, con un total de pasivos de \$ 199.960 millones y un nivel de patrimonio de \$ 64.616 millones.

## 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 del proyecto y el kilometraje correspondiente:

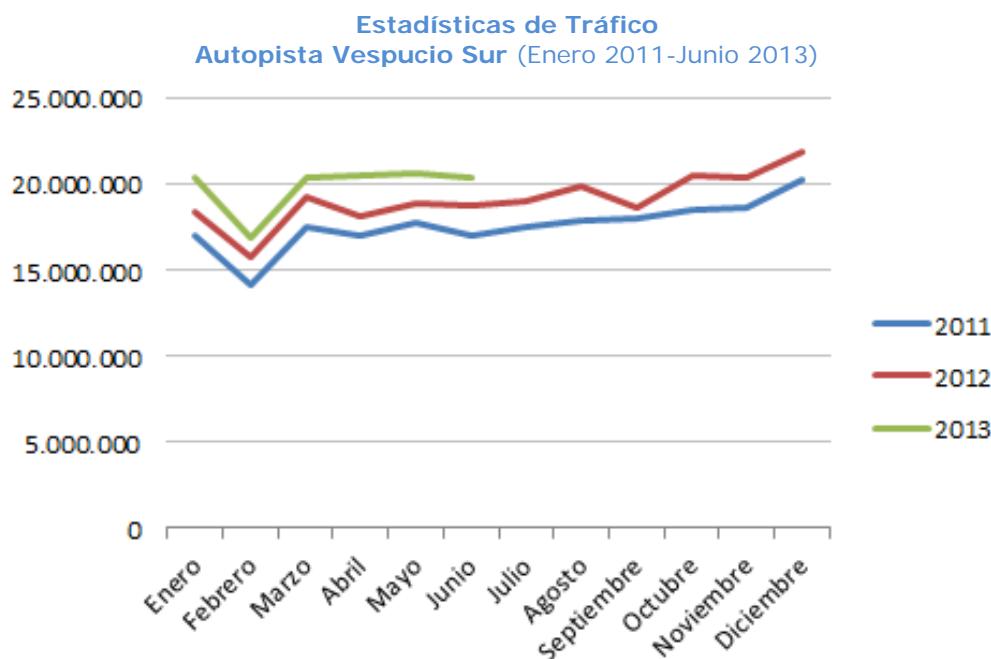
Tramo	Sección	Longitud (Km.)
1	Ruta 78 –General Velásquez	5,3
2	General Velásquez – Ruta 5 Sur	2,5
3	Ruta 5 Sur – Nuevo acceso Sur a Santiago	5,9
4	Nuevo acceso Sur a Santiago – Av. Vicuña Mackenna	3,1
5	Av. Vicuña Mackenna – Av. Grecia	7

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>3</sup> (CC1), el MOP tiene la opción de extender el plazo 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.

## Tráficos

El siguiente gráfico muestra las estadísticas de tráfico para los años 2011-2013. Se aprecia que la tasa de crecimiento durante 2012 alcanzó 8,7%, mientras que, en lo que va corrido de 2013 alcanza 9%, llegando incluso a una expansión de más de 13% durante abril del presente año.



<sup>3</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.

## 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 re establecer 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 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** es controlada por el grupo Atlantia. A continuación se muestra la distribución de la sociedad a marzo de 2013:

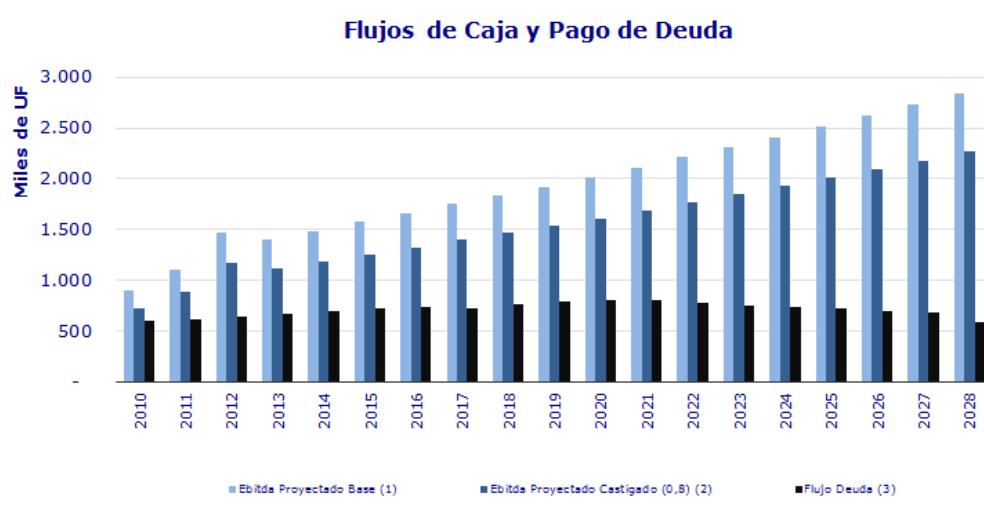
Accionista	% de propiedad
Sociedad Concesionaria Autopista Nueva Vespucio Sur S.A.	99,9996%
Gestión Vial S.A.	0,00004%

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.

## 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:



(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%.

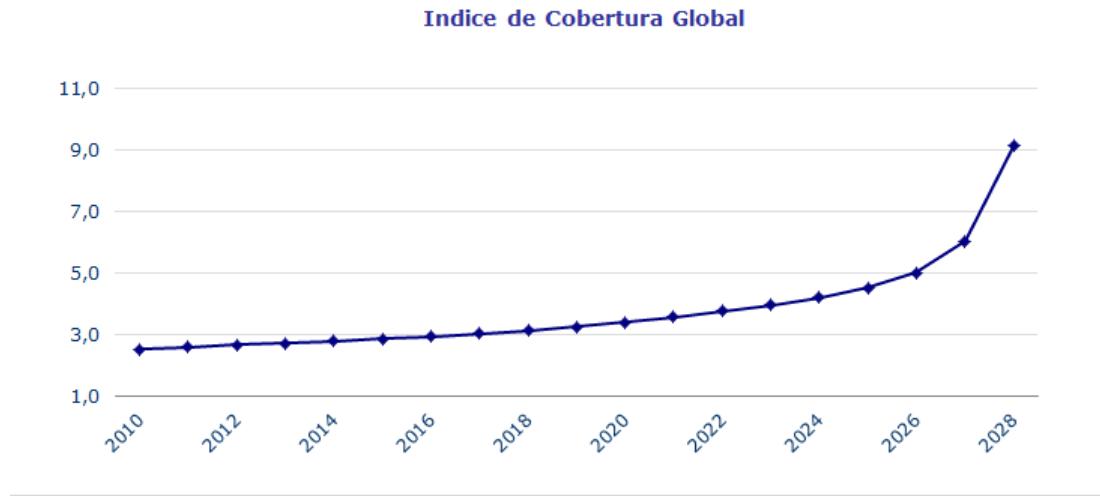
(3): Corresponde a los pagos anuales de la deuda.

### 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 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 pagos a los accionistas, son suficientes en relación con el monto de la deuda.

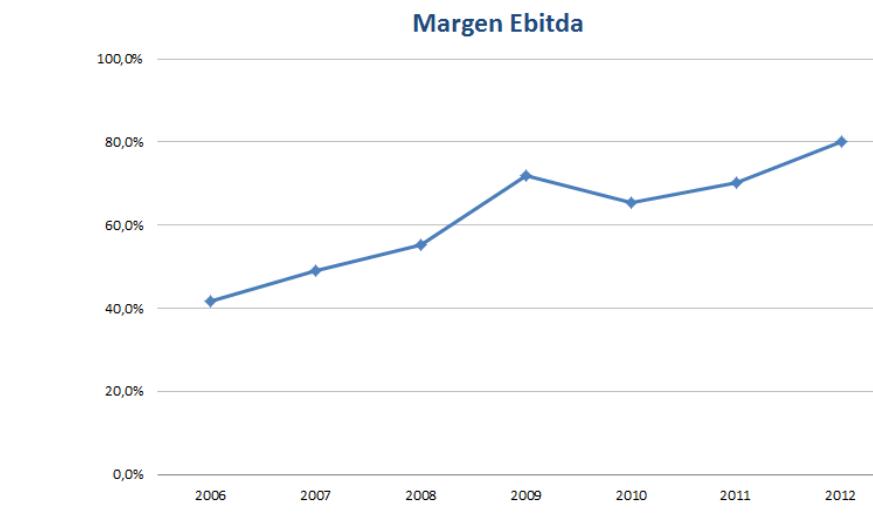
<sup>4</sup> Esta sensibilización fue realizada por **Humphreys** tomando como referencia los datos entregados por el agente colocador de acuerdo a los resultados del estudio de tráfico para un escenario normal y la historia que ha presentado la concesión.

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

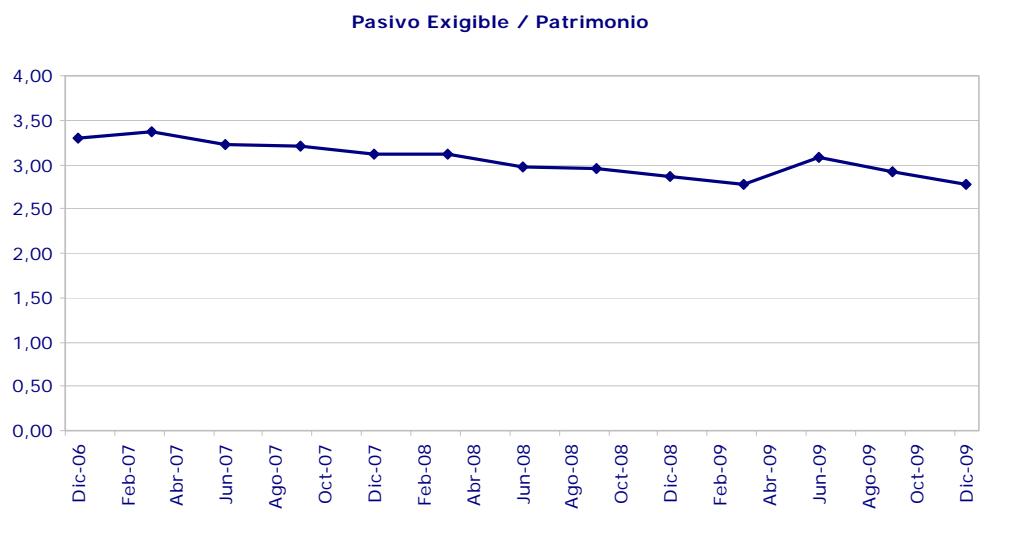
El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Puede observarse que desde 2007 la relación EBITDA/ingresos muestra un alza sostenida, con un quiebre en 2010, año en que entra en vigencia la norma contable IFRS. El crecimiento se explica por la mayor madurez de la autopista concesionada,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



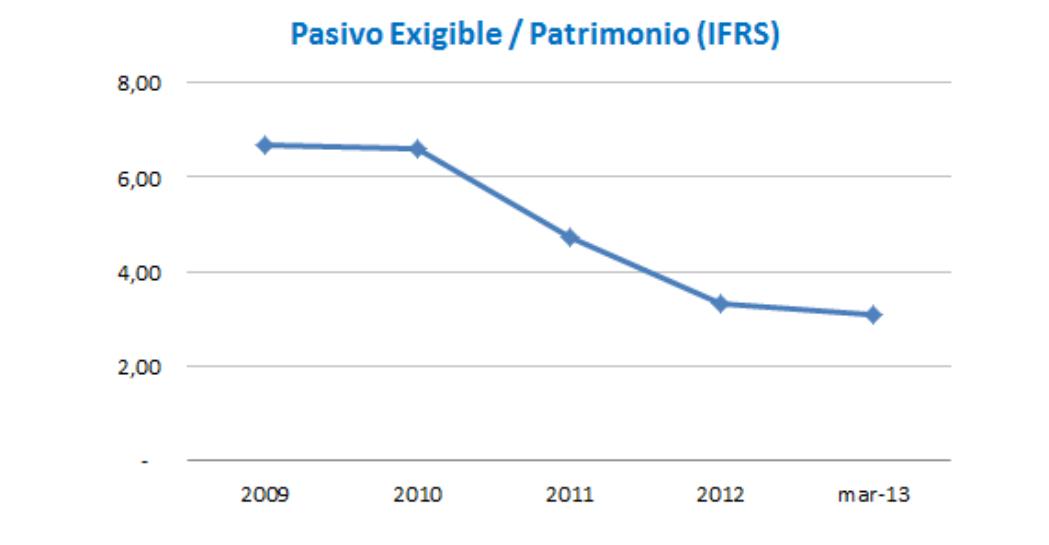
<sup>5</sup> Para el año 2010 y 2011 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2012 en adelante se proyecta en base a supuestos utilizados por **Humphreys**.

## 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 períodos 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, 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."*