



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Sociedad Concesionaria Autopista Nueva Vespucio Sur S.A.

Clasificación de un Nuevo Instrumento

ANALISTAS:
Diego Tapia Zárata
Ignacio Muñoz Quezada
diego.tapia@humphreys.cl
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA
Agosto 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bono	AA+
Tendencia	Estable
EEFF base	Marzo 2024

Características de línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	12 años desde su inscripción
Monto Máximo	UF 14.000.000
Moneda de emisión	UF
Uso de Fondos	Fines corporativos generales del emisor
Garantías	<ul style="list-style-type: none"> • Prenda sobre concesión • Prenda sobre acciones • Prenda sobre dineros • Prenda sobre Dineros CAR Uno • Mandato de cobro

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	Mar-24
Ingresos de actividades ordinarias	84.924.286	70.641.241	97.177.148	117.793.785	159.947.324	41.034.296
Otros gastos por naturaleza	-7.742.259	-7.000.731	-9.251.137	-17.825.156	-46.221.387	-12.316.734
Ingresos financieros	9.786.802	8.392.576	6.737.611	16.976.007	25.782.628	2.601.268
Costos Financieros	-8.172.418	-7.266.523	-6.627.120	-6.341.616	-5.803.525	-1.292.376
Utilidad del ejercicio	44.945.649	35.482.938	48.879.398	69.205.766	80.849.532	15.794.127

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	Mar-24
Activos corrientes	156.447.314	213.101.067	261.168.483	222.385.672	228.183.647	238.730.445
Activos no corrientes	511.030.454	443.888.560	448.975.292	488.360.340	350.887.483	363.119.094
Total activos	667.477.768	656.989.627	710.143.775	710.746.012	579.071.130	601.849.539
Pasivos corrientes	21.769.289	22.825.224	25.381.069	41.153.139	51.602.365	58.659.993
Pasivos no corrientes	233.392.636	221.489.965	223.208.870	218.833.271	195.859.631	195.786.285
Patrimonio	412.315.843	412.674.438	461.553.836	450.759.602	331.609.134	347.403.261
Total patrimonio y pasivos	667.477.768	656.989.627	710.143.775	710.746.012	579.071.130	601.849.539

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La **Sociedad Concesionaria Autopista Nueva Vespucio Sur S.A. (Nueva Vespucio Sur)** es titular de la concesión otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP) en la zona suroriente de Santiago, denominada, Concesión Internacional Sistema Américo Vespucio Sur Ruta 78 – Av. Grecia. Esta concesión abarca el trazado actual 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 19 años operando en tal calidad.

Al cierre de marzo de 2024, **Nueva Vespucio Sur** generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 41.034 millones y si bien presentó una deuda financiera por \$ 112.801 millones. El 08 de julio de 2024 se realizó el rescate anticipado de los bonos y deuda con el ICO que mantenía vigente.

El objetivo de este informe es la inscripción de una nueva línea de bonos por parte de **Nueva Vespucio Sur**, por un monto máximo de UF 14.000.000. Los recursos captados en la colocación de los títulos de deuda se destinarán, según se señala explícitamente en el contrato de emisión, a fines corporativos generales del emisor, incluyendo distribuciones a sus accionistas. El pago de los títulos de deuda estaría asociado a los ingresos por actividades ordinarias y a los ingresos que recibiría la sociedad por la cuenta de compensación establecida en el Convenio Ad Referéndum N°1 (CAR N°1) suscrito con el MOP.

La clasificación de la eventual línea de bonos y bonos de **Nueva Vespucio Sur** en “Categoría AA+” obedece a la madurez y consolidación de tráfico de la autopista, la cual ya cuenta con 19 años de operación bajo la modalidad de concesión; así como al hecho que los flujos esperados por concepto de peaje se estiman como muy elevados en relación con el perfil de pago de los bonos. Lo anterior se ve reflejado en el Indicador de Cobertura Global (ICG) del emisor que, ante la eventual colocación de deuda, alcanzaría las 2,15 veces¹, el cual se mantendría sobre las dos veces incluso, asumiendo incrementos de la tasa de colocación cercanas al 35%.

La clasificación de riesgo valora también la zona concesionada, con una alta concentración urbana, la cual permite suponer que se mantendrá el dinamismo del tráfico en la autopista. Durante 2023 se contabilizaron un total de 317,7 millones transacciones de vehículos.

Además, la autopista aún presenta buenas expectativas de expansión debido al incremento urbano natural del sector y la conectividad que provee a 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.

Dentro de los riesgos asociados, aunque debidamente mitigados, se encuentra que la vigencia de la deuda se extiende por sobre el término inicial de la concesión, puesto que se asume que el MOP prolongaría la duración de esta (alternativa de compensación por haber modificado la facultad de la sociedad para incrementar en 3,5% anual las tarifas de los peajes). Sin embargo, el contrato de emisión cuenta con un

¹ El ICG se construyó en base a las estimaciones de tasa de los bonos por parte del emisor.

mecanismo de prepago en caso de no extenderse el plazo de concesión. En este escenario, el saldo insoluto remanente de la deuda sería pagado con los recursos provenientes de la cuenta de compensación que tiene **Nueva Vespucio Sur** con el MOP (cuyo pago opera si no se amplía el plazo de la concesión). Cabe señalar que la cuenta de compensación estimada es más que suficiente para hacer un pago anticipado del bono, quedando sólo expuesto a la oportunidad de recibir los recursos por parte del ministerio, riesgo que puede ser gestionado por la capacidad de acceso a un crédito puente. Adicionalmente, la estructura de financiamiento cuenta con una reserva para el servicio de la deuda, equivalente al monto de un cupón.

Considerando la madurez de la autopista concesionada y las expectativas de tráfico, la clasificación se ve restringida exclusivamente por los niveles de endeudamiento de la estructura presentada en relación con los flujos que puede generar la concesión.

En aspectos ESG, **Nueva Vespucio Sur** cumple con las disposiciones del contrato de concesión en materia de gestión ambiental, además de apoyar al MOP en el cumplimiento de las obligaciones que este debe asumir de acuerdo con la Resolución de Calificación Ambiental (RCA) del año 2010. Actualmente se están llevando a cabo las obras de compromisos ambientales denominadas "Obras de Rápida Ejecución", consistentes en obras de mejoramiento del entorno de pasarelas, instalación de pantallas acústicas y seguridad vial, cuya inversión será compensada por el MOP de acuerdo con lo establecido en los CAR N°2 y N°5.

La tendencia se clasifica en "Estable" por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios relevantes en los niveles de endeudamiento relativo que tengan las inversiones del fondo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Niveles de tráfico crecientes y consolidados.
- Flujo de caja adecuado en relación con el pago de la deuda.

Fortalezas complementarias

- Adecuada conectividad con otras autopistas concesionadas.
- Estabilidad institucional y legal.
- Cuenta de reserva para el servicio de la deuda.

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).
- Incumplimiento de obligaciones asumidas con el MOP (baja probabilidad).

Definición 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.

"+" Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Hechos recientes

Resultados marzo 2024

Al cierre de marzo de 2024, la compañía generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 41.034 millones, lo que representa una disminución del 0,37% con respecto al mismo periodo en 2023. Por su parte, los otros gastos por naturaleza fueron de \$ 12.316 millones, siendo una disminución del 10,65% con respecto a marzo de 2023, asimismo las ganancias disminuyeron un 17,84% presentando un valor de \$ 15.794 millones.

Al cierre de marzo de 2024, **Nueva Vespucio Sur** presentó activos por \$ 601.850 millones, pasivos por \$ 254.446 millones y un nivel de patrimonio de \$ 347.403 millones.

Antecedentes generales

Características de la concesión

Nueva Vespucio Sur 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. Los distintos tramos de **Nueva Vespucio Sur** y sus respectivos kilometrajes se presentan en la Tabla 1.

Tabla 1: Tramos **Nueva Vespucio Sur**

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

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 estas. Por otra parte, 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 716.000 que, de acuerdo con el oficio ORD IF N°360 del MOP, se efectuó el 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 la 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 los trabajos ejecutados, a partir de la fecha de vigencia del convenio complementario.

Convenio Ad Referéndum N°1:

En las bases de la licitación del contrato de la concesión se establece, entre otras materias, que el valor de la tarifa se reajustará anualmente en virtud de la variación del IPC y más un reajuste máximo real anual de un 3,5%. A partir del 1 de enero de 2020, y en los años sucesivos, se elimina el reajuste del 3,5% quedando sujeta la tarifa solamente al reajuste por IPC. No obstante, lo anterior, el MOP podrá instruir cada año la aplicación de un reajuste anual real, lo que deberá ser informado a la Sociedad Concesionaria a más tardar el 31 de octubre del año anterior de su aplicación; la diferencia entre las tarifas (con y sin ajuste real), multiplicadas por los tránsitos asociados a las transacciones cobrables, será contabilizada de forma mensual en una cuenta de compensación, devengando un interés anual real de 4,0%. Al término de la concesión el MOP tiene la opción de realizar un pago directo por los eventuales saldos no compensados o bien, otorgar una extensión de plazo de concesión.

Convenio Ad Referéndum N°2:

El convenio establece un esquema de compensación a través de la "Cuenta de Inversión y Compensación Convenio Ad Referéndum N°2" (CAR N°2) por nuevas inversiones denominadas "Obras de Rápida Ejecución" que comprenden 45 proyectos de ingeniería entre las que se encuentran mejoras de pasarelas, seguridad vial y pantallas acústicas. En dicha cuenta se registrarán mensualmente las inversiones, gastos y costos desembolsados en la ejecución de la obra y el MOP pagará el monto mensual contabilizado en la cuenta. Según la modificación del CAR N°2 a través del Ad - Referéndum N°5 (CAR N°5), se extiende tanto el plazo de ejecución como el monto de inversión por obras de pantallas acústicas.

Tráfico

El tráfico de **Nueva Vespucio Sur**, previo a la pandemia, mostró en general un aumento a lo largo de los años, a excepción de la leve baja presentada al cierre de 2018. No obstante, al cierre del 2020, año con crisis sanitaria, la sociedad concesionaria presentó una disminución del 20,4%, Al cierre del año 2021 esta situación se revierte, mostrando un aumento de un 24,4% en el tráfico vehicular con respecto al cierre del 2020, retomando a niveles previos a la pandemia, manteniendo esta tendencia durante 2022, 2023 y principios de 2024. La Ilustración 1 presenta la evolución del tráfico de la compañía en los últimos años.

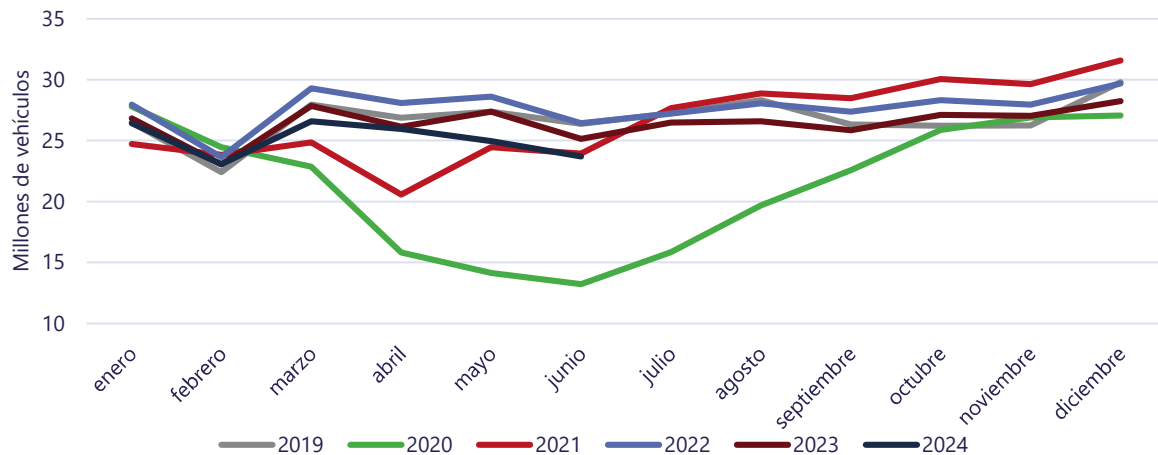


Ilustración 1: Flujo de tráfico mensual de la autopista

Patrocinadores

Nueva Vespucio Sur pertenece en un 99,99996% Grupo Costanera SpA. que a su vez es controlada por el grupo Mundys, y el fondo de pensiones Canada Pension Plan Investment Board a través de Inversiones CPPIB Chile SpA. El 0,00004% restante pertenece al grupo Gestión Vial S.A.

Esta estructura societaria se estableció luego que Mundys se hiciera del 100% de las acciones de Autostrade Sud America SSRL, comprando la participación a SIAS y Mediobanca el 18 de junio de 2012. Posteriormente, el 2 de agosto de ese mismo año, Mundys vendió el 49,99% de Grupo Costanera S.p.A. a CPPIB.

Mundys, antes conocida como Atlantia, es una sociedad italiana que participa en el sector de infraestructuras de transporte de autopistas y aeropuertos, con presencia en 25 países, en Europa, Latinoamérica e India. La solvencia de la compañía está clasificada en "Categoría Baa3" a escala global.

CPPIB es una organización de manejo de inversiones con base en Toronto, Canadá. Su propósito es invertir los fondos depositados en el Canada Pension Plan. La institución administraba un patrimonio de CAD\$ 575 mil millones al cierre de diciembre de 2023. Su clasificación de solvencia es "Categoría Aaa" a escala global.

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

Al proyectar el EBITDA, según estimaciones efectuadas por **Humphreys**, tomando como base los ingresos efectivos registrados, el acuerdo con el MOP en cuanto a la eliminación del reajuste del 3,5% de las tarifas (los incrementos solo serán de acuerdo al IPC), ajustándolos a la tasa de crecimiento esperada, según los tráficos históricos y considerando el pago de la cuenta de compensación por parte del MOP al final de la concesión, se observa una holgura muy elevada entre los flujos esperados y el monto del pago de los bonos, tal como se puede apreciar en la Ilustración 2.

En relación con el margen EBITDA, puede observarse que desde el 2019 muestra una disminución sostenida, hasta el 2023, pero siempre manteniéndose por sobre el 85%. Estos niveles de margen EBITDA se explican principalmente por la madurez del tráfico de la concesión. La evolución del indicador margen EBITDA se presentan en la Ilustración 3.

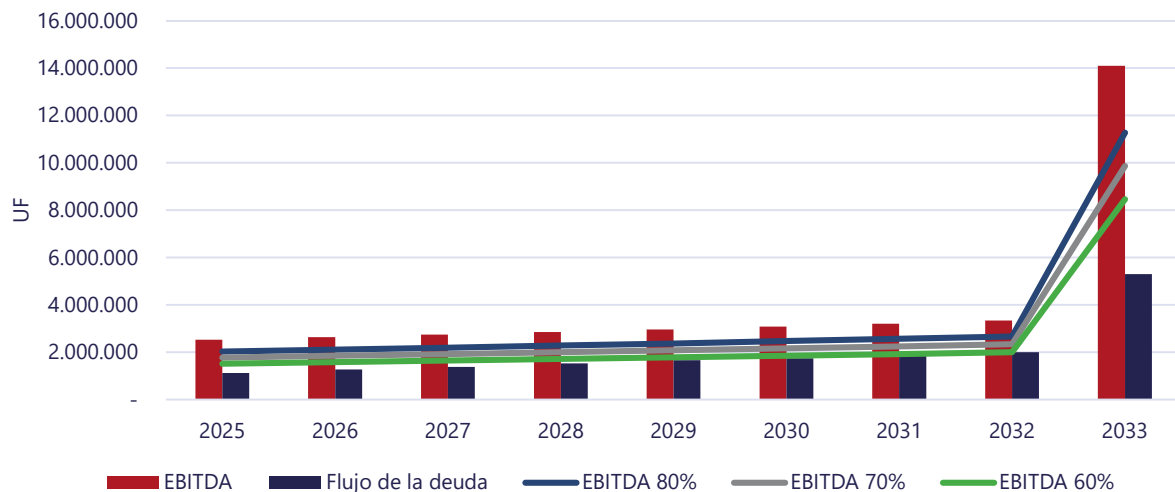


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

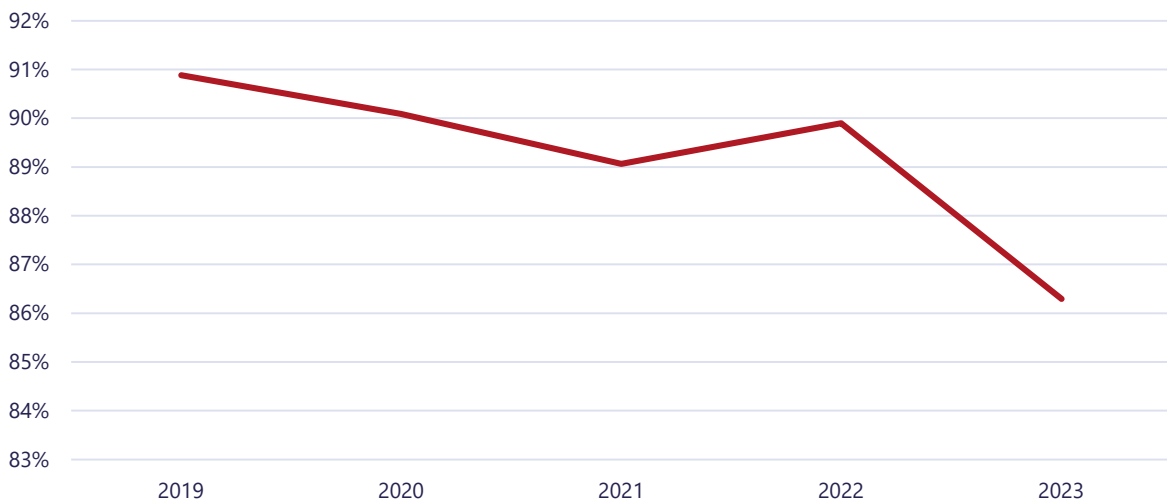


Ilustración 3: Evolución margen EBITDA

Cabe destacar, que el bono serie B tiene fecha de vencimiento el año 2035, excediendo la duración original de la concesión. Esto responde a que la estructura de la deuda supone que el MOP decidirá extender la concesión en relación con el convenio CAR N°1; no obstante, de no ser así, el contrato de emisión de los bonos incluye una cláusula de prepago obligatorio por el monto total adeudado en caso de que el MOP pague la cuenta de compensación al final de la concesión.

Razón de cobertura de servicio de la deuda

Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad para pagar en cada periodo sus pasivos con el EBITDA proyectado. La evolución y proyección de este indicador se muestra en la Ilustración 4 y en él se observa un posicionamiento superior a las 1,5 veces para todo el periodo analizado.

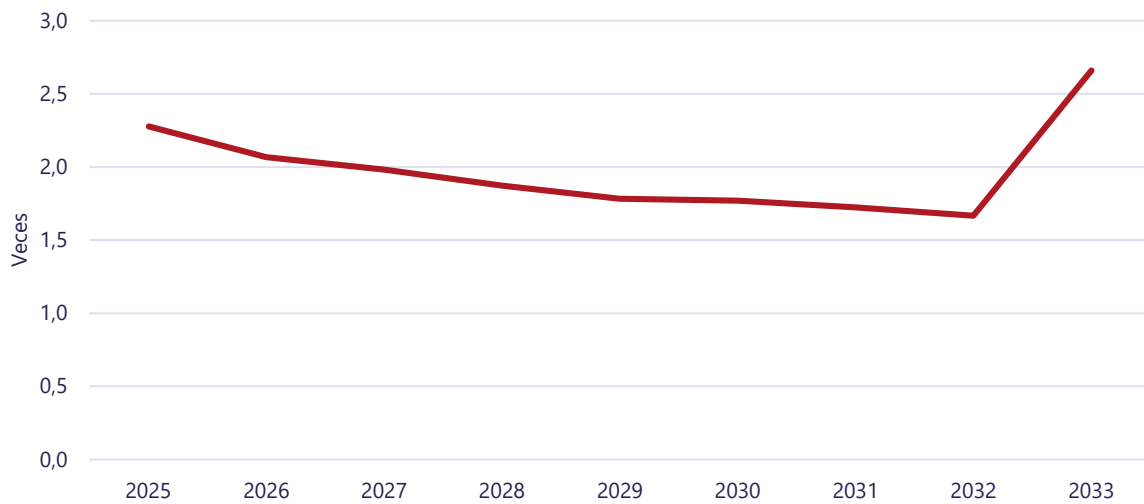


Ilustración 4: Razón de cobertura de servicio de la deuda

Índice de cobertura global

El indicador de Cobertura Global (ICG) es calculado como el coeficiente entre el valor presente del EBITDA proyectado durante el período de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de este (en este caso el promedio ponderado de la tasa de los bonos) y el saldo insoluto de la deuda financiera que mantiene la sociedad concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a la unidad (corrigiendo el efecto del pago de impuestos futuros), se asume que la compañía está en condiciones de responder a sus obligaciones, bajo el supuesto de un adecuado calce de los flujos. La Ilustración 5 presenta el comportamiento del ICG de **Nueva Vespucio Sur**.

El indicador de **Nueva Vespucio Sur** presenta una relación elevada, siendo a 2025 de 2,15 veces el valor actual de los flujos sobre el saldo insoluto. La proyección del indicador hasta el término de la deuda lo ubica siempre alrededor de las dos veces, llegando hasta 2,61 veces en 2033.

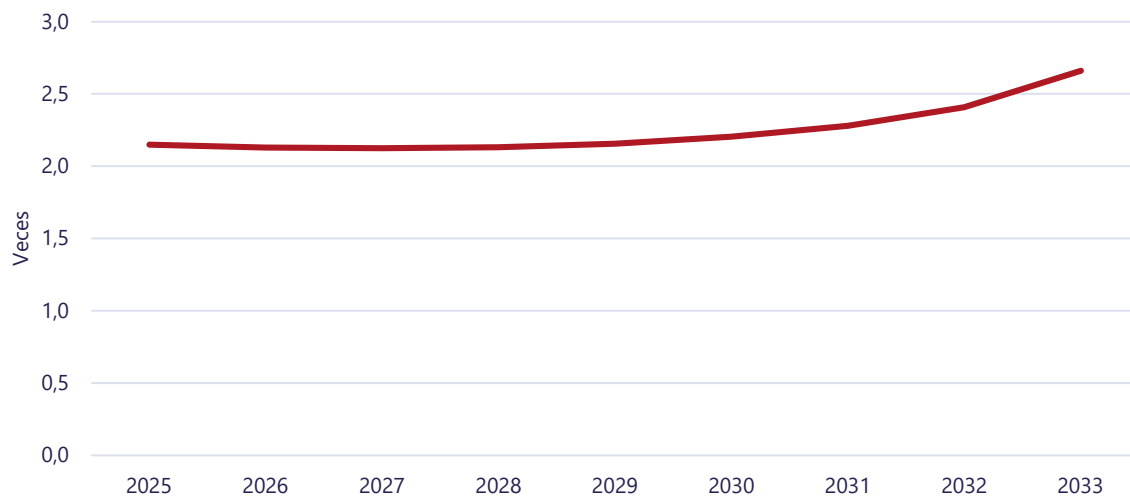


Ilustración 5: Proyección del Índice de Cobertura Global

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha mostrado un comportamiento estable los últimos cinco años, localizándose entre 0,70 a 0,50 entre 2018 a 2022. A marzo de 2024, el endeudamiento relativo alcanzó las 0,73 veces. La Ilustración 6 muestra la evolución del apalancamiento financiero de **Nueva Vespucio Sur**.

Además, al analizar el ratio de deuda financiera sobre EBITDA, es posible observar una clara tendencia a la baja, debido al incremento del EBITDA y una reducción de los pasivos financieros a través de los años. El indicador pasó de presentar niveles de 3,8 veces en 2015 a las 0,97 veces en 2023. La Ilustración 7 presenta la evolución de este indicador para **Nueva Vespucio Sur**.

No obstante, debido al rescate anticipado de la deuda de **Nueva Vespucio Sur** y el posible nuevo apalancamiento de la sociedad, se prevé que estos indicadores se vean afectados. El nivel de endeudamiento de la compañía sería de aproximadamente de 1,90 veces.

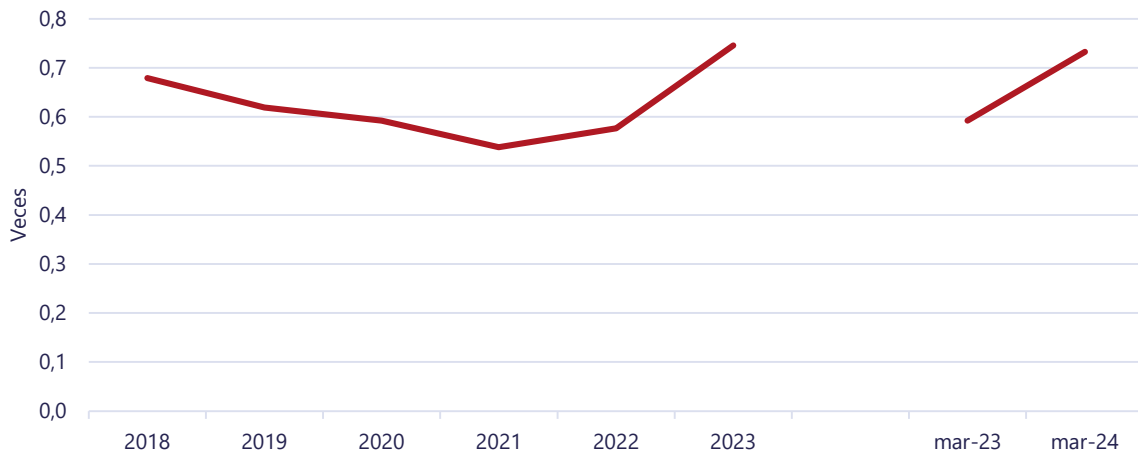


Ilustración 6: Endeudamiento

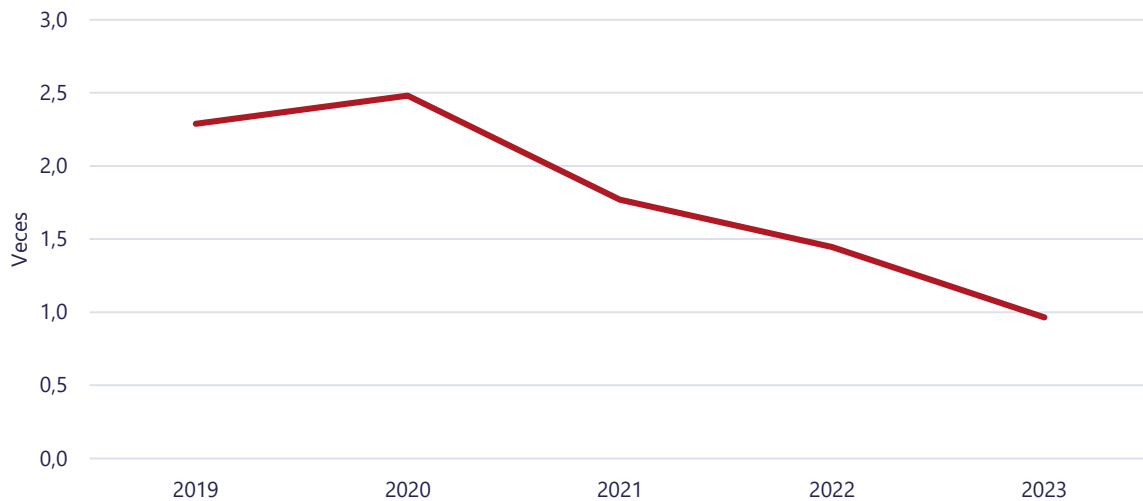


Ilustración 7: Relación deuda financiera sobre EBITDA

Liquidez

La liquidez de **Nueva Vespucio Sur**, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, ha mostrado un comportamiento variable en los últimos cinco años, alcanzando un máximo en diciembre de 2021 de 10,29 veces y un mínimo a marzo de 2024 de 4,07 veces, explicado principalmente por la disminución de los activos corrientes. La Ilustración 8 presenta la evolución de la liquidez de la sociedad.

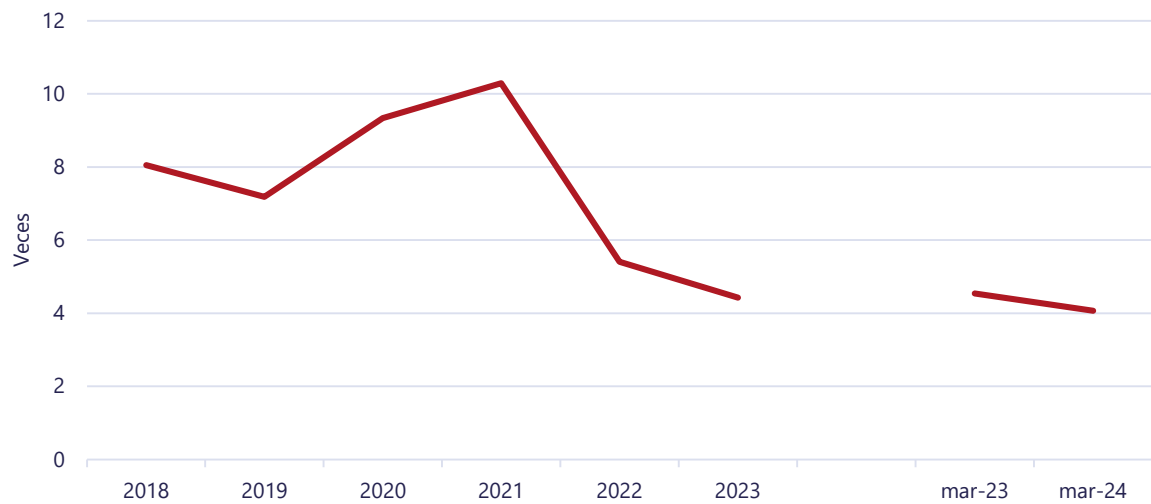


Ilustración 8: Liquidez

"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 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."