

## Finalmente acotado impacto del terremoto en capacidad de pago de bonos

### ***Humphreys mantiene la clasificación de Vespucio Norte Express y cambia tendencia a "Estable"***

Santiago, 24 de mayo de 2011. Tras analizar los antecedentes de la firma, **Humphreys** decidió mantener en "*Categoría A*" la clasificación de los bonos emitidos por **Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A. (Vespucio Norte Express)**. La tendencia de la clasificación se modifica desde "*En Observación con implicancias negativas*" a "*Estable*".

Como es de conocimiento público, el terremoto de febrero de 2010 afectó la traza de la autopista de la sociedad concesionaria, interrumpiendo su tráfico, provocando una disminución en el flujo de vehículos y obligándola a realizar nuevas inversiones. Con todo, a la fecha es posible determinar que los efectos negativos del sismo no ameritan una baja a la categoría de riesgo asignada a los títulos de deuda por cuanto, dado los términos de la estructuración del financiamiento (por ejemplo, severas restricciones al retiro de dividendos, entre otras), se amortigua el impacto en la capacidad de pago de la deuda, al margen de la disminución en el valor económico del emisor que es asumido principalmente por sus accionistas.

Los daños físicos sufridos por la autopista se encontraban debidamente asegurados, habiendo recibido hasta el momento UF 509.000 por este concepto (alrededor de US\$ 22,5 millones). A la fecha la carretera se encuentra funcionando al 100% de su capacidad. Las reparaciones llevaron a un aumento de la deuda bancaria con el objeto de financiar el pago del impuesto al valor agregado, pasivos que serán pagados con la devolución de impuestos.

En cuanto al tráfico, aun cuando en una primera instancia se vio rigurosamente afectado, mostró una alta capacidad de recuperación, aun cuando el IMD acumulado de 2010 fue inferior en 0,2% al del año 2009, ya en octubre es superior en 2,41% al de igual mes del año anterior. En noviembre y diciembre los aumentos son de 7,28% y 8,59%, respectivamente. Además, la pérdida de ingresos por disminución en el peaje cobrado ha sido parcialmente compensada por el pago de UF 300.000 de lucro cesante. Aún queda un remanente reclamado de UF 197.865,06, que se encuentra en discusión con el liquidador del seguro.

Producto de lo anterior, finalmente los ingresos del año 2010 experimentaron una disminución de 2,8% en relación con 2009, esperándose retomar el crecimiento para el año 2011 dado lo observado en los últimos meses. En cuanto a la baja en el flujo de caja del año 2010, éste no impidió el pago oportuno de todos los compromisos del emisor y tampoco se incumplió con las exigencias de liquidez que le imponen las obligaciones asumidas. De hecho, la empresa terminó a diciembre con aproximadamente US\$ 51,3 millones en efectivos y equivalentes; en este sentido, es importante destacar que el mantenimiento de un fondo de liquidez y una generación mínima de caja anual, son requisitos necesarios para que los accionistas retiren fondos vía dividendos, pago de deudas relacionadas o disminución de capital.

Prueba del reducido deterioro de la capacidad de pago de largo plazo de **Vespucio Norte Express** se puede apreciar al examinar el Indicador de Cobertura Global utilizado por **Humphreys** (relaciona el valor actual de los flujos futuros, descontado a la tasa de interés de la deuda, con el saldo insoluto de la misma). Este indicador varía de 1,74 veces a diciembre de 2009 a 1,69 en diciembre de 2010, siempre dentro del rango compatible con una categoría A. Lo mismo se puede observar cuando **Humphreys** mide el indicador a través de su modelo dinámico (a través del método de Montecarlos) o calcula el indicador ajustado (considerando distintos

nivel de riesgo para los flujos, ya sea por su grado de consolidación, existencia de ingresos mínimos garantizados o situaciones análogas).

Por otra parte, los hechos vuelven a reafirmar la elevada fortaleza del flujo vehicular de la autopista ya que junto a la rápida recuperación del tráfico una vez superadas las secuelas viales del terremoto, se debe tener en cuenta que éste ha logrado resistir períodos recesivos recientes, fuertes incrementos en el precio de los combustibles y la existencia de vías alternativas (fortaleza que, por lo demás, también se observan en otras carreteras concesionadas). A todo ello se debe agregar que el crecimiento del parque automotriz de Santiago ha mostrado un elevado dinamismo.

Dicho lo anterior, las fortalezas de **Vespucio Norte Express**, que justifican la clasificación de sus bonos en *Categoría A*, se basan en las expectativas de crecimiento del tráfico, tanto por el crecimiento urbano natural en el sector como por la conectividad que provee en diversos puntos de importancia, tales como el aeropuerto internacional de Santiago, centros comerciales y las principales autopistas interurbanas en dirección al norte, la costa y la ruta internacional hacia Argentina. También es importante destacar la suficiencia de los flujos de caja estimados para la concesión en relación con el pago de su deuda, ello sobre la base de la proyección de tráfico inicialmente realizada por una entidad independiente y corregida por **Humphreys** sobre la base del comportamiento real.

También la clasificación toma en consideración las obligaciones que imponen los contratos asociados al financiamiento de la empresa, que obligan a mantener fuerte provisiones en fondos de liquidez y que mostraron su utilidad en los eventos ya descritos.

Cabe agregar que los bonos emitidos por la sociedad cuentan con la garantía de *MBIA Insurance Corporation* (MBIA). Sin embargo, la calidad crediticia del garante es débil, tal como lo refleja su clasificación en *B3* en escala global.

A diciembre de 2010, bajo la norma IFRS, **Vespucio Norte Express** generó ingresos del orden de los US\$ 74,1 millones y un EBITDA en torno a los US\$ 56 millones, a la misma fecha presenta una deuda financiera por US\$ 659 millones, con un nivel de capital emitido de US\$ 117 millones y un total de activos de US\$ 701 millones.

**Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A.** (Vespucio Norte Express) es una sociedad anónima cerrada cuyo objetivo es la explotación de la obra fiscal denominada Interconexión Vespucio Norte, otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP). Esta obra vial incluye una autopista urbana de aproximadamente 29 Kilómetros y está ubicada en la zona norte de la ciudad de Santiago, específicamente entre Av. El Salto y la Ruta 78.

Contacto **Humphreys**:

Gonzalo Neculmán G.

Teléfono: 562 - 433 5200

E-mail: [gonzalo.neculman@humphreys.cl](mailto:gonzalo.neculman@humphreys.cl)



<http://twitter.com/HumphreysChile>

*Clasificadora de Riesgo Humphreys*

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (562) 433 5200 – Fax (562) 433 5201

E-mail: [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl) con el asunto "eliminar de la lista".