



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a

Macarena Villalobos M.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

macarena.villalobos@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A.

Abril 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia EEFF base	AA- ¹ Estable ² 31 diciembre 2018 ³

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Líneas de bonos Bono Serie A1 (BAVNO-A1) Bono Serie A2 (BAVNO-A2)	Nº 372 de 01-06-04 Primera emisión Primera emisión

Características Bono Colocado en Chile (ene-2019)				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente	Fecha Vencimiento
A1	5,30%	Semestral	13.040.000	dic-28
A2	5,30%	Semestral	408	dic-28

EERR IFRS						
M\$	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Ingresos de actividades ordinarias	53.400.667	59.288.807	69.505.278	79.451.937	89.737.109	97.759.951
Costos de Ventas	-19.559.495	-20.372.258	-22.138.199	-29.498.719	-28.933.227	-31.062.427
Gasto de Administración	-3.556.078	-3.244.173	-3.052.147	-3.205.330	-3.049.865	-3.505.458
Costos financieros	-30.145.408	-30.894.134	-31.440.173	-32.344.730	-30.156.314	-26.134.266
Ganancia	-1.366.139	-9.368.864	2.698.979	7.021.278	22.354.117	24.221.568

Balance General Consolidado, IFRS						
M\$	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Activos Corrientes	55.712.578	58.446.120	80.353.575	61.485.247	45.446.037	51.039.866
Activos No Corrientes	292.389.899	312.242.428	308.180.213	298.588.401	277.449.110	279.139.250
Total Activos	348.102.477	370.688.548	388.533.788	360.073.648	322.895.147	330.179.116
Pasivos Corrientes	19.747.176	13.523.431	13.936.165	72.142.460	34.051.525	24.031.353
Pasivos No Corrientes	405.300.666	429.211.885	443.945.412	350.257.699	328.816.016	321.898.589
Patrimonio	-76.945.365	-72.046.768	-69.347.789	-62.326.511	-39.972.394	-15.750.826
Total Pasivos y Patrimonio	348.102.477	370.688.548	388.533.788	360.073.648	322.895.147	330.179.116

¹ Clasificación anterior: Categoría A+.

² Tendencia anterior: Favorable.

³ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de Humphreys está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A. (Vespucio Norte Express) es una sociedad anónima cerrada, cuyo objetivo es la explotación de la obra física denominada Interconexión Vespucio Norte. 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.

A septiembre de 2018 la sociedad concesionaria registró ingresos por actividades ordinarias por \$ 72.381 millones, de los cuales \$ 64.844 millones corresponden a ingresos por peajes, mientras que la deuda financiera contable de la compañía asciende a \$ 347.668 millones.

El cambio en la clasificación de los bonos emitidos por **Vespucio Norte Express** desde "Categoría A+" a "Categoría AA-" responde al hecho a que el comportamiento del tráfico de la autopista ha llevado a que los flujos ya consolidados incrementen su holgura en relación con los vencimientos de la deuda. A ello se agrega la mejora en los niveles de liquidez de la compañía.

La clasificación de los títulos de deuda se fundamenta, además, en la solidez y las expectativas de incremento del tráfico, debido al crecimiento urbano natural del sector donde se ubica la autopista y la conectividad que provee en diversos puntos de importancia, tales como: el aeropuerto internacional de Santiago, centros comerciales y empresariales y las principales autopistas interurbanas en dirección al norte, la costa y la ruta internacional hacia Argentina. Lo anterior, redundaría en que la demanda de la autopista aumente, tal como lo ha mostrado en los últimos años, lo cual impactaría favorablemente en los ingresos de la concesión. En forma conjunta, la evaluación incorpora como elemento positivo la capacidad de la concesionaria para reajustar en forma recurrente sus tarifas, en conformidad con lo establecido en el contrato de concesión.

La clasificación de riesgo tampoco es ajena a los términos de la estructura de financiamiento de la sociedad concesionaria, la cual obliga al emisor a mantener elevados niveles de liquidez y restringe la posibilidad de retiro de dividendos, disminución de capital o pago de deudas relacionadas. Según información a septiembre de 2018, la empresa mantenía efectivo y equivalente al efectivo por un monto de \$ 27.403 millones (aproximadamente US\$ 41 millones), lo que representa, aproximadamente 19,7 veces los vencimientos del bono para el año 2019. Cabe destacar que a septiembre de 2018 se refleja en el pasivo corriente \$ 89 millones de deuda relacionadas; sin embargo, este pasivo sólo es exigible en la medida que la concesionaria mantenga adecuadamente provisionado los próximos vencimientos del bono. La referida deuda relacionada

se contabilizó en el corto plazo por cuanto las proyecciones del emisor indican que dentro de doce meses se cumplirían las condiciones para su amortización; de no ser así, dicha obligación no podría ser saldada.

Adicionalmente, el análisis de **Humphreys** considera como elemento positivo el hecho que el plazo de la concesión supere el rango de duración de los bonos, generando holguras de flujos a partir del año 2029. Esto facilita el acceso a financiamiento de **Vespucio Norte Express** en casos de eventuales problemas de liquidez.

Otro elemento importante, es la consolidación del crecimiento que ha tenido el sistema de autopistas concesionadas dentro del país y en especial en la Región Metropolitana, mostrando comportamiento en tráficos con un constante crecimiento y con una demanda, que según la información histórica, ha demostrado ser bastante inelástica en relación a diversos elementos, tales como crisis económicas, aumentos de precios y catástrofes naturales. En el caso de **Vespucio Norte Express**, si bien la autopista tuvo daños considerables producto del terremoto del año 2010, lo que afectó negativamente sus flujos, en los años posteriores ha logrado conseguir aumentos en el crecimiento del tráfico vehicular.

En cuanto a los análisis efectuados respecto de la suficiencia de los flujos esperados para la concesionaria, el Indicador de Cobertura Global se incrementó a 3,0 veces en un horizonte de evaluación hasta la fecha de término de los bonos. Este indicador considera hipótesis conservadoras respecto del crecimiento de los ingresos (menores incluso a los arrojados por algunos estudios independientes).

La tendencia de clasificación en el corto plazo se modifica desde "*Favorable*" a "*Estable*", ya que no se visualizan modificaciones en los factores relevantes que puedan incidir favorablemente o desfavorablemente en la clasificación de riesgo de la compañía.

Cabe señalar, que actualmente la autopista cuenta con un convenio Ad-Referéndum, el cual es un ante proyecto que busca generar la posibilidad de aumentar a una cuarta calzada entre los tramos ruta 78 y 68. Y además es posible que la operación de Vespucio Oriente influya favorablemente en el flujo vehicular de Vespucio Norte; sin embargo, esto no ha sido considerado en la evaluación.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Capacidad de reajuste de tarifas dado por las bases de licitación, elemento que le otorga a la concesión alta probabilidad de crecimiento en sus flujos.
- Elevados niveles de liquidez, producto de las cuentas de reserva que debe constituir la sociedad.

Fortalezas complementarias

- Holguras del plazo de la concesión respecto del plazo del bono, elemento que puede ser utilizado en caso de acceso a financiamiento.
- Estructura legal probada y transparente en la cual opera la concesión.
- Expectativas de crecimiento de tráfico, producto de la ubicación geográfica de la concesión.

Fortalezas de Apoyo

- Demanda que ha demostrado ser poco elástica respecto de crisis económicas, aumentos de precios y catástrofes naturales.
- Uso de sistema de Free Flow.

Riesgos considerados

- Se considera como riesgo que la concesión debe presentar crecimientos en sus flujos para dar cumplimiento a sus obligaciones (este riesgo se ve atenuado por los incrementos de los ingresos que ha presentado la concesión en sus últimos periodos y las expectativas favorables de ellos).
- Siniestros que afecten el uso normal de la autopista (atenuado por lucro cesante).
- En comparación con otras concesiones, la autopista no tiene mecanismos de IMG⁴ o MDI⁵, que otorguen un piso a los ingresos que recibiría la sociedad concesionaria.

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.

“-”: Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

En el año 2018 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 97.760 millones, lo que representó un alza de 8,9% respecto al cierre de 2017, debido a un mayor flujo vehicular y reajuste en la tarifa aplicada desde inicios del año 2018, en conformidad al contrato de concesión. En el mismo periodo, se registraron costos de venta por \$ 31.062 millones, un 7,4% más que el año anterior, si bien se incrementó la amortización, originado por el cambio de método de amortización, desde una basada en ingresos, a una

⁴ Ingreso Mínimo Garantizado

⁵ Mecanismo de Distribución de Ingresos

modalidad basada en transacciones, se produjeron disminuciones principalmente en mantención, tanto en infraestructura de la autopista como en el equipamiento administrativo.

Los gastos de administración y venta fueron de \$ 3.505 millones, un 14,9% mayor que el periodo anterior, mientras que el costo financiero disminuyó un 10,3% al registrar \$26.134 millones. De esta manera, la sociedad exhibió una ganancia de \$ 24.222 millones, lo que representa un incremento de más de 8,4% respecto a lo registrado en diciembre de 2017.

Antecedentes generales

Características de la concesión

La concesión vial, denominada Autopista Américo Vespucio Norte, tiene una longitud de 29 kilómetros y comprende desde Av. El Salto hasta la Ruta 78 por Américo Vespucio. La autopista se sitúa en el sector norte de Santiago y se conecta directamente con Autopista Central (también concesionada por el MOP), la Ruta 5 norte, Ruta 68 (Santiago-Valparaíso), Ruta 78 (Santiago-San Antonio) y las concesiones Vespucio Sur y Costanera Norte. El plazo de la concesión es por un período de 360 meses (30 años), contados desde la fecha de la firma del Decreto entre el MOP y el concesionario, esto desde el 23 de abril del año 2003.

Patrocinadores

La estructura societaria de **Vespucio Norte Express**, a diciembre de 2017, se presenta en la Tabla 1.

Tabla 1: Principales accionistas

Nombre	Número de acciones	% de propiedad
Taurus Holding Chile S.A.	42.999.999	99,999998%
Brookfield Americas Infraestructure Holdings Inversiones Chile I SPA	1	0,000002%

Brookfield

La empresa es controlada indirectamente por el fondo Brookfield⁶, consorcio cuyo objetivo es la administración de activos a nivel global, con inversiones importantes en los sectores de energía e infraestructura, además del área inmobiliaria y servicios financieros. El fondo maneja a nivel global más de US\$ 285.000 millones. Brookfield cotiza en el NYSE, TSX y Euronext Amsterdam.

⁶ Taurus Holdings Chile S.A. es una sociedad anónima chilena de la cual Brookfields posee indirectamente el 100% de las acciones a través de Brookfield Americas Infraestructure Holdings Inversiones Chile I Limitada.

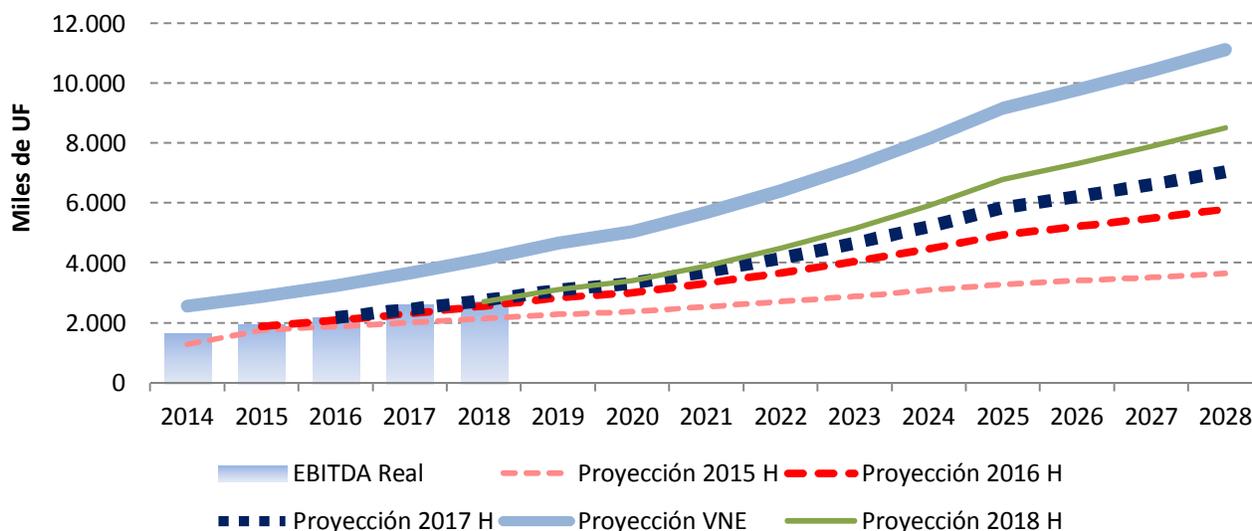
Actualmente el fondo, además de su participación en **Vespucio Norte Express**, tiene presencia en Chile en el Túnel San Cristóbal y en la compañía Transelec S.A.

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

La Ilustración 1 muestra las proyecciones para el EBITDA⁷ y los flujos de pago del bono para los siguientes períodos. Cabe señalar que los análisis de **Humphreys** incluyen, además, escenarios de estrés para el EBITDA (no reflejados en el gráfico). Es importante señalar que **Vespucio Norte Express** mantiene recursos líquidos en el balance para el pago de sus obligaciones, los cuales son equivalentes a más de un año de amortizaciones e intereses de la deuda.

Ilustración 1: Proyección EBITDA de Vespucio Norte Express



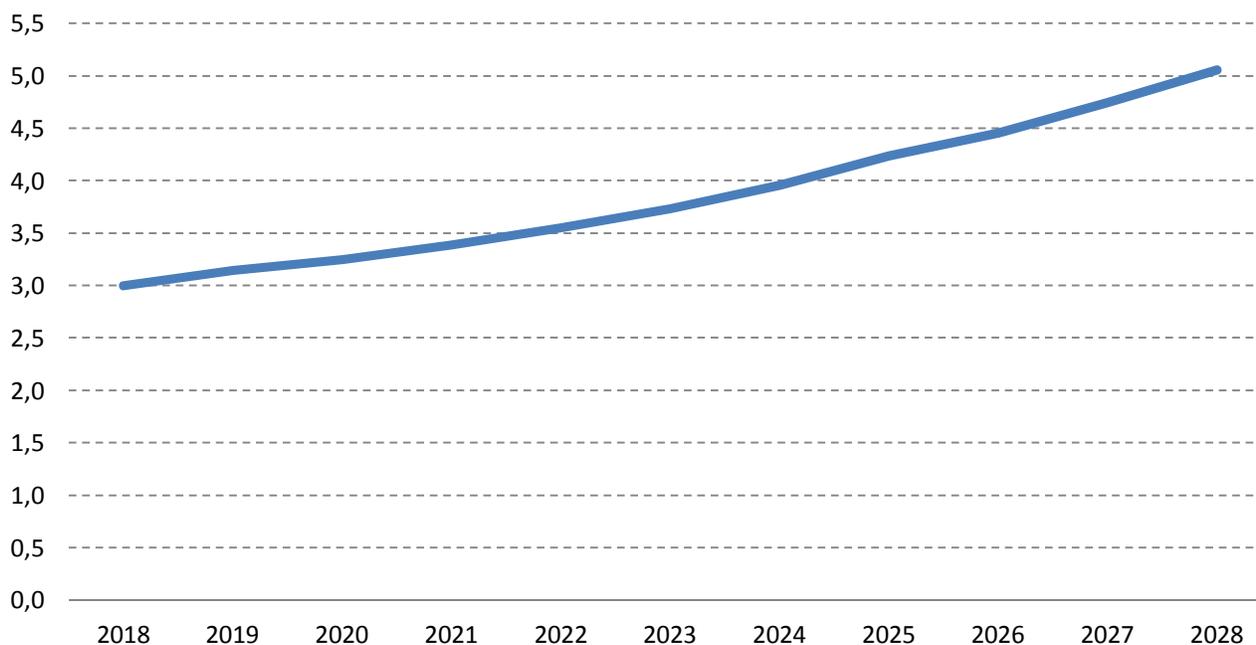
Indicador de cobertura

El Indicador de Cobertura Global es calculado como el valor presente del EBITDA proyectado, ajustado por impuestos, descontado a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda que 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, sin considerar los eventuales descalces de caja. Para **Vespucio Norte Express**, el indicador proyectado se

⁷ Definido como Ganancia (Pérdida) antes de Intereses, diferencia de cambio, otras unidades de reajuste, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Para los primeros años se estima un crecimiento en los ingresos con cifras menores a los dos dígitos y se mantiene la estructura de costos y gastos en relación a su ingreso que presenta actualmente la empresa. Cifras en U.F.

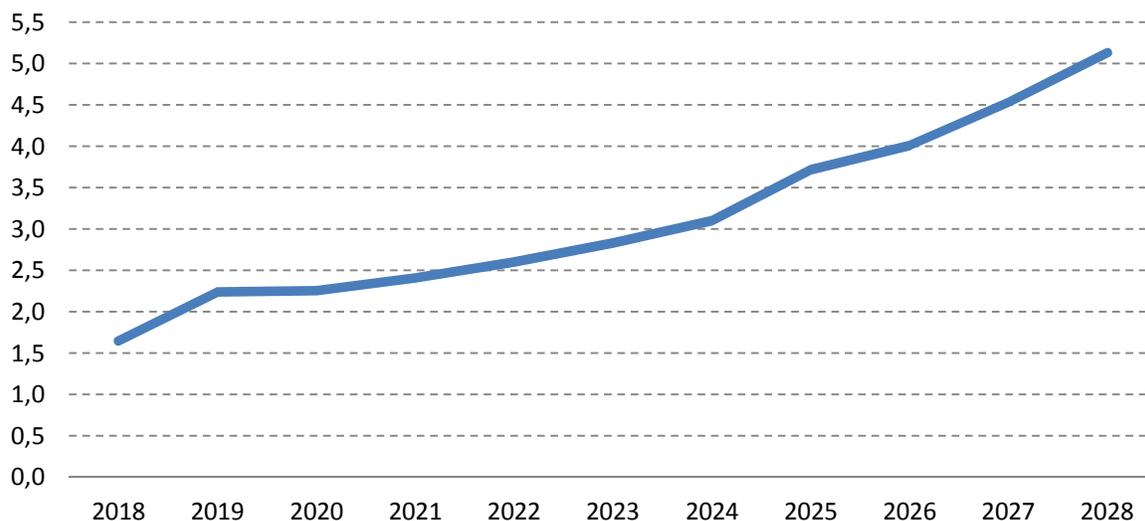
mantiene sobre la unidad muestra una trayectoria creciente durante el transcurso de la vigencia del bono, como se puede observar en la Ilustración 2.

Ilustración 2: Indicador de Cobertura Global de Vespucio Norte Express



Por su parte, la Ilustración 3 muestra, a través de la Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda, cuán holgado o estrecho es el flujo estimado para cada período de la sociedad en relación con el pago programado de su deuda. Se observa que para cada período el indicador exhibe un valor superior a la unidad, indicativo que la capacidad de generación de flujos es suficiente para el pago de los compromisos de la compañía.

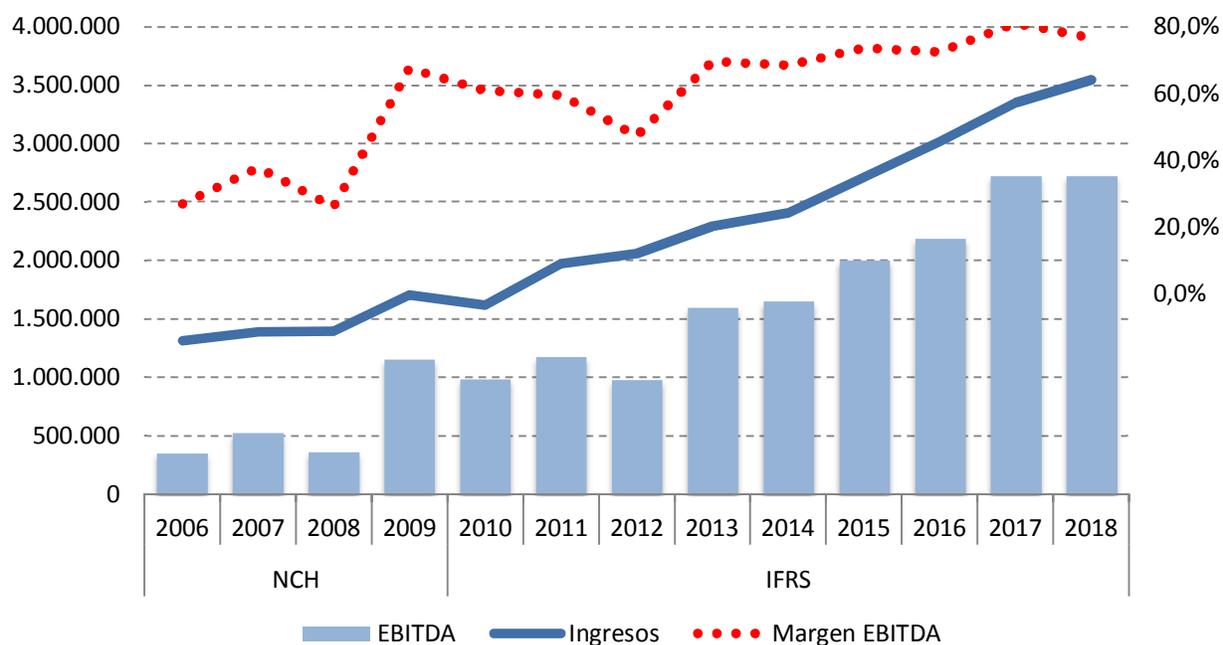
Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda de Vespucio Norte Express



EBITDA e ingresos

El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo a excepción de septiembre de 2018. Por otro lado, la relación entre EBITDA e ingresos registrados por la concesionaria se ha mantenido por sobre el 60% entre el año 2017 y septiembre de 2018 (81,1% y 63,0%, respectivamente). La Ilustración 4 presenta el comportamiento que han tenido estas variables a través del tiempo.

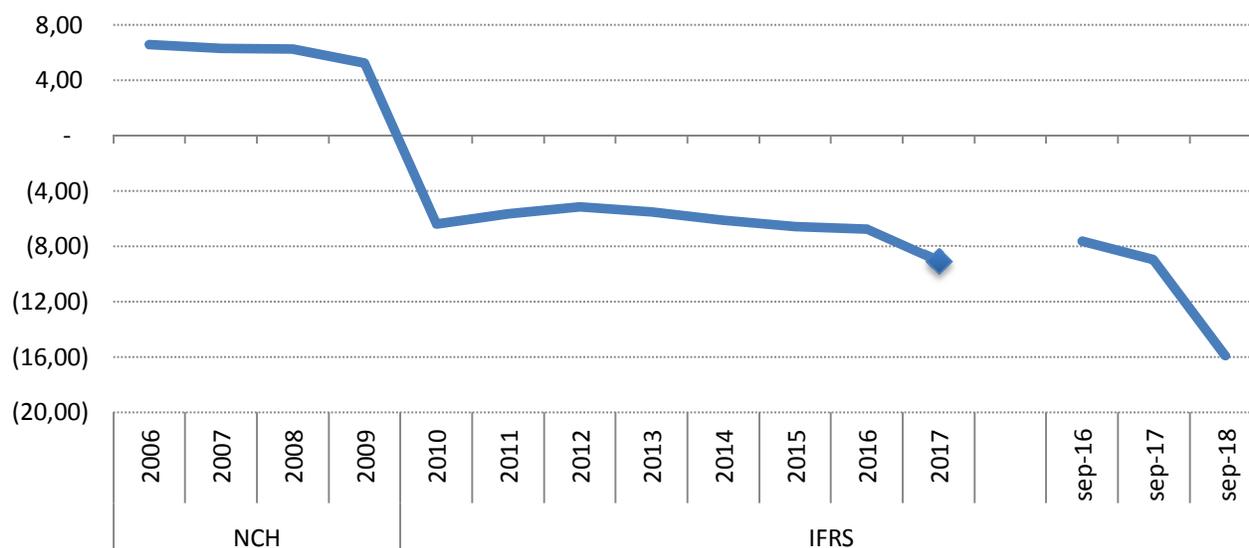
Ilustración 4: Ingreso y EBITDA de Vespucio Norte Express



Endeudamiento

El endeudamiento de **Vespucio Norte Express** muestra una relación positiva hasta antes del cambio a la norma IFRS, situándose en valores en torno a seis veces. El efecto de la eliminación de la corrección monetaria y la reversa contable de los gastos financieros activados en la etapa de explotación llevaron a que el patrimonio sea negativo, registrando a septiembre de 2018 un valor de -15,9. La Ilustración 5 muestra la evolución del endeudamiento de la concesionaria.

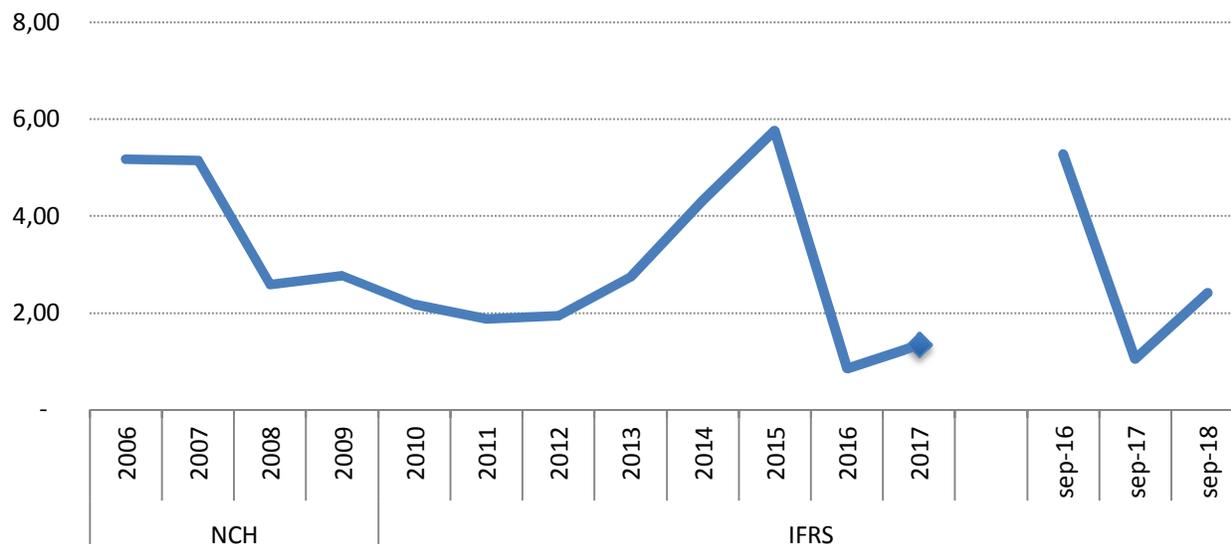
Ilustración 5: Endeudamiento de Vespucio Norte Express



Liquidez

Hasta 2015 la concesionaria presentaba buenos y crecientes indicadores de liquidez. No obstante, durante el 2016 este indicador disminuyó drásticamente, debido a que se asumió el pago de la deuda subordinada que tenía la empresa con sociedades relacionadas, contabilizándose este valor como pasivo corriente lo que llevó a un indicador menor a la unidad. Durante el 2017 mejora el indicador logrando superar nuevamente la unidad, situándose en 1,34 veces a diciembre de 2017, situación que se repite a septiembre de 2018 donde ascendió a 2,42 veces. La trayectoria de la liquidez se muestra en la Ilustración 6.

Ilustración 6: Relación de liquidez de Vespucio Norte Express



"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."