



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

Jorge Pino H.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

jorge.pino@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

## **Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A.**

**Abril 2021**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 22433 5200  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia EEFF base	AA- Estable 31 de diciembre 2020

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Líneas de bonos	Nº 372 de 01-06-04
Bono Serie A1 (BAVNO-A1)	Nº 372 de 01-06-05
Bono Serie A2 (BAVNO-A2)	Nº 372 de 01-06-06

Características Bono Colocado en Chile (feb-2021)				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente	Fecha Vencimiento
A1	5,30%	Semestral	11.440.000	dic-28
A2	5,30%	Semestral	358	dic-28

EERR IFRS					
M\$	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ingresos de actividades ordinarias	79.451.937	89.737.109	97.759.951	102.883.799	84.393.715
Costos de Ventas	-29.498.719	-28.933.227	-31.062.427	-31.764.945	-28.494.319
Gasto de Administración	-3.205.330	-3.049.865	-3.505.458	-3.521.563	-2.906.650
Costos financieros	-32.344.730	-29.143.956	-26.134.266	-25.327.673	-24.875.660
Ganancia	7.021.278	22.354.117	24.221.568	29.690.307	21.856.689

Balance General IFRS					
M\$	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Activos Corrientes	61.485.247	45.446.037	51.039.866	61.197.931	83.062.180
Activos No Corrientes	298.588.401	277.449.110	279.139.250	292.706.290	281.930.780
Total Activos	360.073.648	322.895.147	330.179.116	353.904.221	364.992.960
Pasivos Corrientes	72.142.460	34.051.525	24.031.353	29.607.915	36.444.914
Pasivos No Corrientes	350.257.699	328.816.016	321.898.589	310.356.825	292.751.876
Patrimonio	-62.326.511	-39.972.394	-15.750.826	13.939.481	35.796.170
Total Pasivos y Patrimonio	360.073.648	322.895.147	330.179.116	353.904.221	364.992.960

## 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 diciembre de 2020 la sociedad concesionaria registró ingresos por actividades ordinarias por \$ 84.393 millones, de los cuales \$ 70.703 millones corresponden a ingresos por peajes, mientras que la deuda financiera contable de la compañía asciende a \$ 316.412 millones.

La clasificación de los bonos emitidos por **Vespucio Norte Express** en “*Categoría AA-*” responde a la holgura de sus flujos dado el comportamiento esperado para el tráfico de la autopista concesionada, en relación con los vencimientos anuales de la deuda ; también se considera la cuantía de los ingresos que la sociedad percibirá al término de la concesión producto de las condiciones del contrato que regula la operación. A ello se agrega la mejora en los niveles y mantención de los niveles de liquidez de la compañía en los últimos años.

La clasificación de los títulos de deuda se fundamenta, además, en las expectativas de incremento de tráfico para la autopista, 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—impactando favorablemente en sus ingresos—tal como lo ha mostrado en los últimos años, con excepción del 2020 donde se observó una notoria disminución de los ingresos para la concesión tras las medidas y restricciones asociadas a la pandemia.

Cabe destacar, que aunque ya ha transcurrido un poco más de un año desde el inicio de la pandemia, se ha podido constatar en los hechos los efectos que las medidas de restricción de movilidad han tenido sobre el tráfico de la concesionaria, y por ende a los ingresos registrados por ésta. Sin embargo, se estima por parte de la clasificadora que durante el 2021 el tráfico repunte a medida que las medidas implementadas por las autoridades sanitarias, en particular el proceso de vacunación, tengan un mayor impacto en la movilidad de las personas.

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. Cabe destacar que a diciembre de

2020 se refleja en el pasivo corriente \$ 929 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. Respecto a la liquidez de la compañía, esta sería de 2,28, alcanzando un nivel superior al obtenido en los dos años anteriores; además, el efectivo y los depósitos a plazos representan el 86% de las obligaciones financieras de corto plazo.

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 caso 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 es especial en la Región Metropolitana, mostrando comportamiento en tráficos con un constante crecimiento y con una demanda que, según información histórica, ha demostrado ser bastante inelástica en relación a diversos elementos, tales como crisis económicas, aumentos de precios y catástrofes naturales. Sin embargo, las restricciones en la movilidad de las personas como medidas de contención del Covid-19 redujeron fuertemente el tráfico de la autopista, el cual -a medida que se fueron levantando las restricciones- comenzó a retomar niveles de años anteriores pero no a los tráficos similares obtenidos en los mismos meses del 2019.

En cuanto a los análisis efectuados respecto de la suficiencia de los flujos esperados para la concesionaria, considerando los efectos que tendría la pandemia en los próximos años, el Indicador de Cobertura Global asciende hasta las 4,91 veces en un horizonte de evaluación hasta el término de la concesión, incluyendo la compensación por el acuerdo con el MOP. El indicador considera hipótesis conservadoras respecto del crecimiento de los ingresos (menores incluso a los arrojados por algunos estudios independientes).

Sin perjuicio de lo anterior, la clasificación de riesgo se ve limitada por la estrechez de flujos que se generan en un escenario de pandemia con restricción a la movilidad de las personas. Es así como en el año 2020 se observó una importante baja en los ingresos de la sociedad concesionaria. Con todo, para 2021 **Humphreys** espera una recuperación del tráfico, no a niveles proyectados con anterioridad de la crisis sanitaria, pero sí superior a los de 2020, influenciado positivamente por el proceso de vacunación. Si a futuro se evidencia que la autopista alcanzaría el dinamismo estimado pre-pandemia, la clasificación de riesgo podría ser revisada al alza, bajo el supuesto que no existe incrementos de deuda.

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.

La tendencia de clasificación en el corto plazo se mantiene en “Estable”, sin embargo, como se señala en el párrafo precedente, una vez normalizada la economía y el tráfico de la autopista, podría revisarse al alza; bajo el supuesto que hay cambios en otras variantes relevantes.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Ingresos a percibir al término de la concesión como compensación por renunciar a efectuar los reajustes anuales de tarifas que le permitían las bases de licitación (flexibilidad financiera, al poder requerir deuda contra dichos 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

- Siniestros que afecten el uso normal de la autopista (atenuado por lucro cesante).
- En comparación con otras concesiones, la autopista no tiene mecanismos de IMG<sup>1</sup> o MDI<sup>2</sup>, 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.

### Tendencia Estable

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

<sup>1</sup> Ingreso Mínimo Garantizado.

<sup>2</sup> Mecanismo de Distribución de Ingresos.

## Hechos recientes

A diciembre 2020, la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 84.393 millones, lo que representó una disminución de un 18% respecto al mismo mes del año anterior, debido a la disminución del flujo vehicular por las restricciones y medidas establecidas a raíz de la pandemia. En el mismo periodo, se registraron costos de venta por \$ 28.494 millones, un 10,3% menos que el año anterior.

Los gastos de administración y venta fueron de \$ 2.906 millones, un 17,5% menor que el periodo anterior, mientras que el costo financiero disminuyó un 1,8% al registrar \$ 24.875 millones. De esta manera, la sociedad exhibió una ganancia después de impuestos de \$ 21.856 millones, lo que representa una disminución de 26,4% respecto a lo registrado a diciembre de 2019.

## 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), 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

**Vespucio Norte Express**, es controlada por Brookfield Asset Management Inc., consorcio de origen canadiense, el cual, indirectamente, posee el 34% de las acciones de la Sociedad.

Brookfield es una corporación con una propiedad atomizada cuyas acciones se transan en las bolsas de comercio de Nueva York (NYSE), Toronto (TSX) y en la bolsa paneuropea Euronext.

## Análisis financiero

El análisis financiero toma como referencia proyecciones de exclusiva responsabilidad de **Humphreys** y que no necesariamente coinciden con las contempladas en el modelo de proyección de flujos del emisor. Para efectos de estimar flujos, la clasificadora ha tenido en consideración estudios técnicos independientes, comportamiento histórico de la concesión, desviaciones pasadas entre estudios técnicos y comportamiento real y un criterio conservador.

### Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

La Ilustración 1 muestra las proyecciones para el EBITDA<sup>3</sup> y los flujos de pago del bono para los siguientes períodos<sup>4</sup>. Cabe agregar que los análisis de **Humphreys** incluyen, además, escenarios de estrés para el EBITDA (reflejados en la Ilustración 1). Es importante señalar que **Vespucio Norte Express** mantiene recursos líquidos en el balance para cubrir parte de sus obligaciones, además de la contratación de cartas de crédito que cubren los próximos dos cupones.

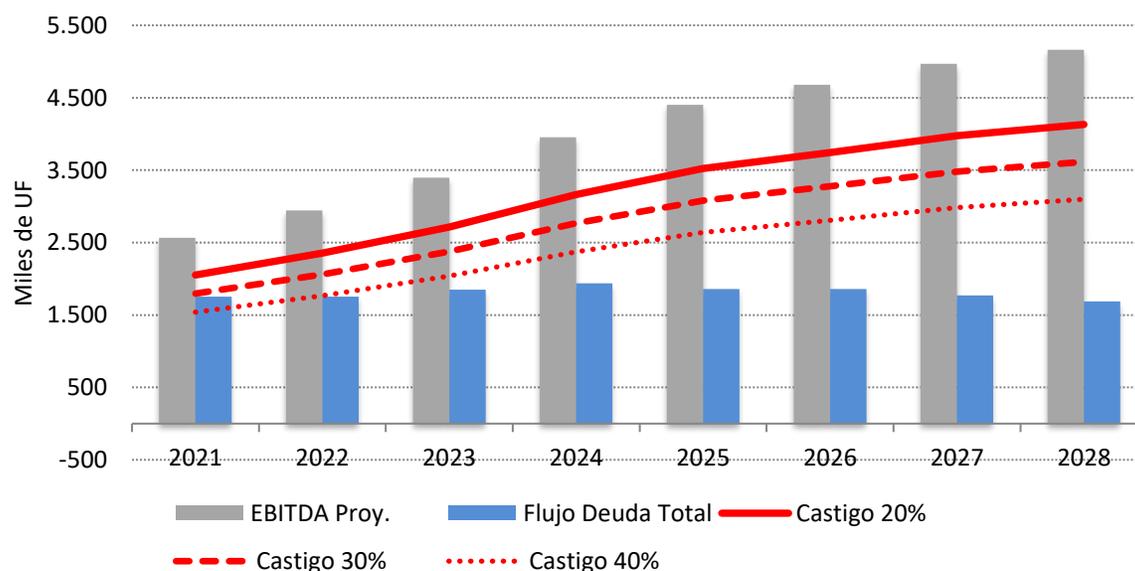


Ilustración 1: Proyección EBITDA y flujos de pago de Vespucio Norte Express

<sup>3</sup> 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. Se incluye la cuenta compensatoria en la proyección de flujos. Cifras en U.F.

<sup>4</sup> Se proyecta el EBITDA considerando un escenario de crecimiento conservador para 2021 debido a la incertidumbre que aún existe dada la crisis sanitaria.

## Indicadores 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, usando como horizonte de tiempo el plazo del título de deuda. 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 mantiene sobre la unidad, además de mostrar una trayectoria creciente durante el transcurso de la vigencia del bono. La referida relación se incrementa significativamente si, además, se incorporan los flujos que se generarían con posterioridad al último vencimiento del bono, incluyendo aquellos que se tienen que recibir como compensación por renunciar a reajustar las tarifas en un 3,5% anual.

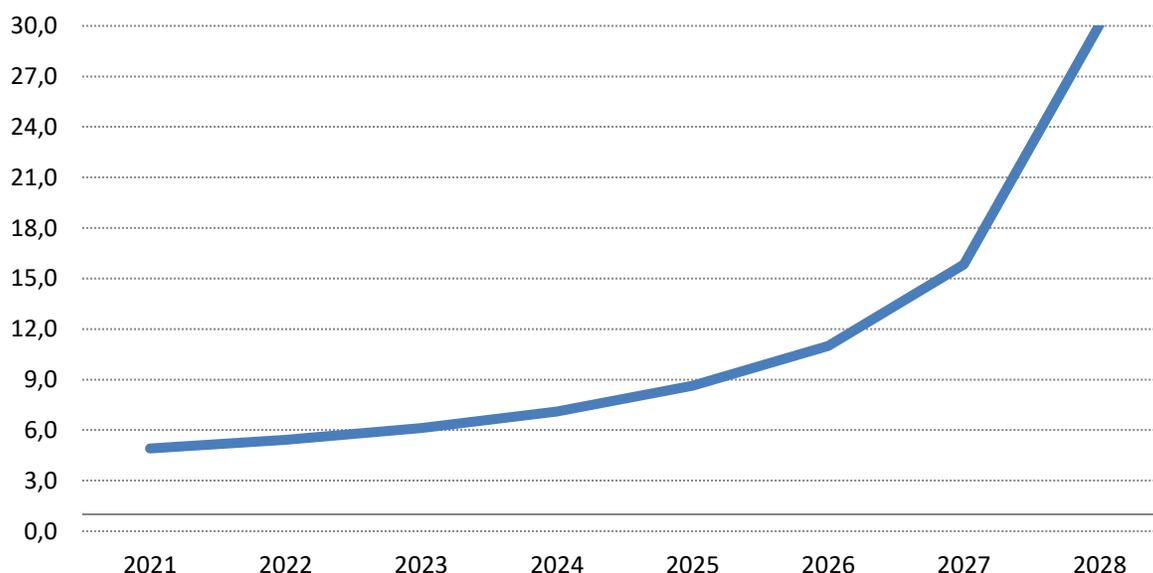


Ilustración 2: Indicador de Cobertura Global de Vespucio Norte Express

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.

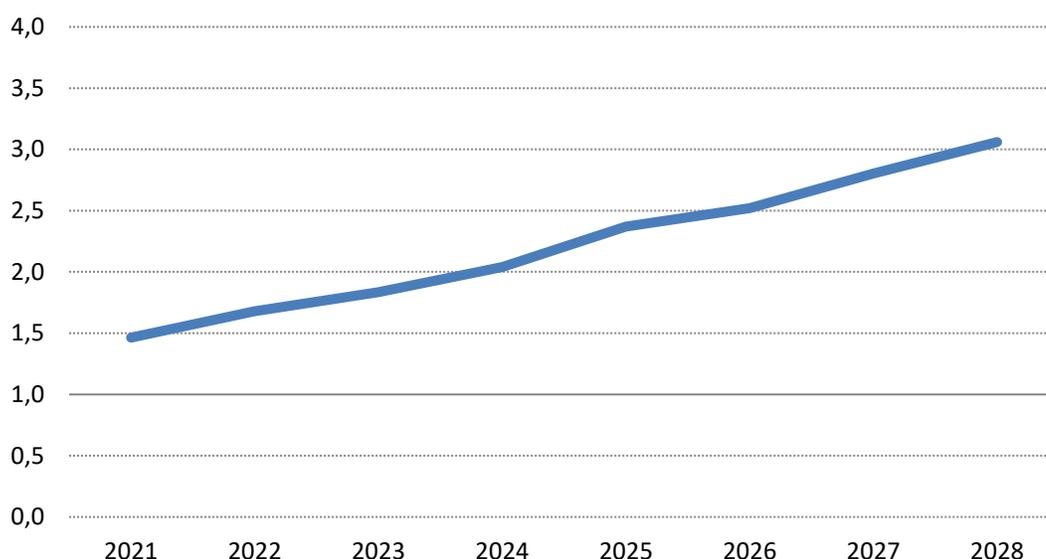


Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda de Vespucio Norte Express

## EBITDA e ingresos

El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo, salvo por diciembre 2020, donde disminuye por la reducción de ingresos de la concesionaria durante el transcurso de ese año como consecuencia de las restricciones impuesta a la movilidad de las personas. Por otro lado, la relación entre EBITDA e ingresos se ha mantenido por sobre el 70% entre el año 2015 y el 2020, alcanzando en diciembre 2020 un 76,6%. La Ilustración 4 presenta el comportamiento que han tenido estas variables a través del tiempo.

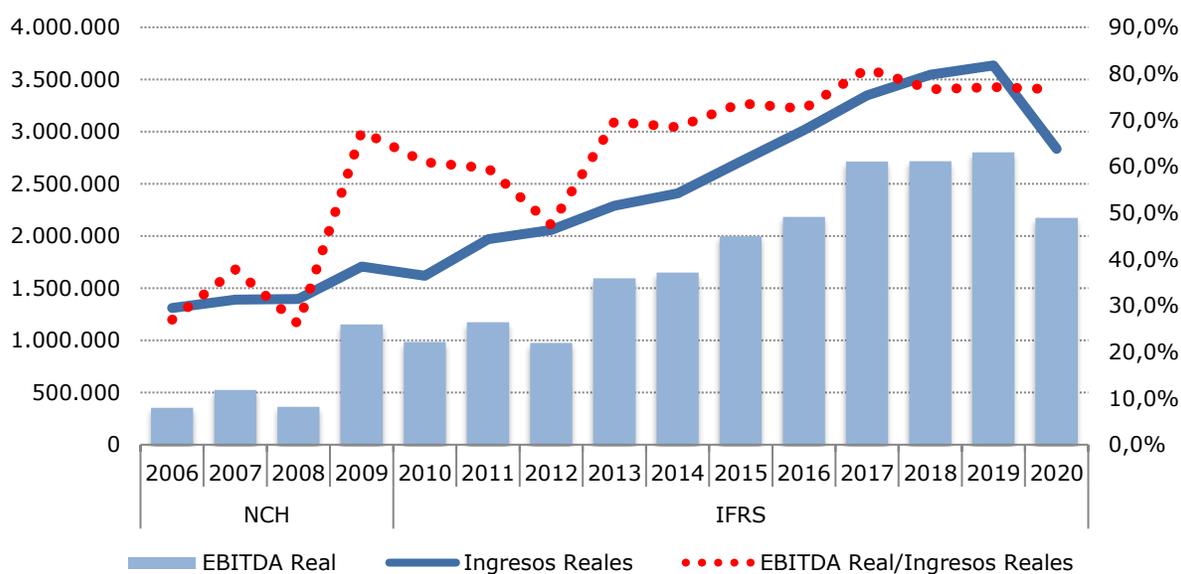


Ilustración 4: Ingreso y EBITDA de Vespucio Norte Express

## Endeudamiento

El endeudamiento de **Vespucio Norte Express**, medido como la relación entre pasivo exigible y patrimonio, 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 fuese negativo, registrando a diciembre de 2018 un valor de -21,96. Dicha situación cambió en 2019, al disminuir las pérdidas acumuladas y comenzar a registrar un patrimonio positivo, llegando a diciembre 2020 a un ratio de 9,20 veces. La Ilustración 5 muestra la evolución del endeudamiento de la concesionaria.

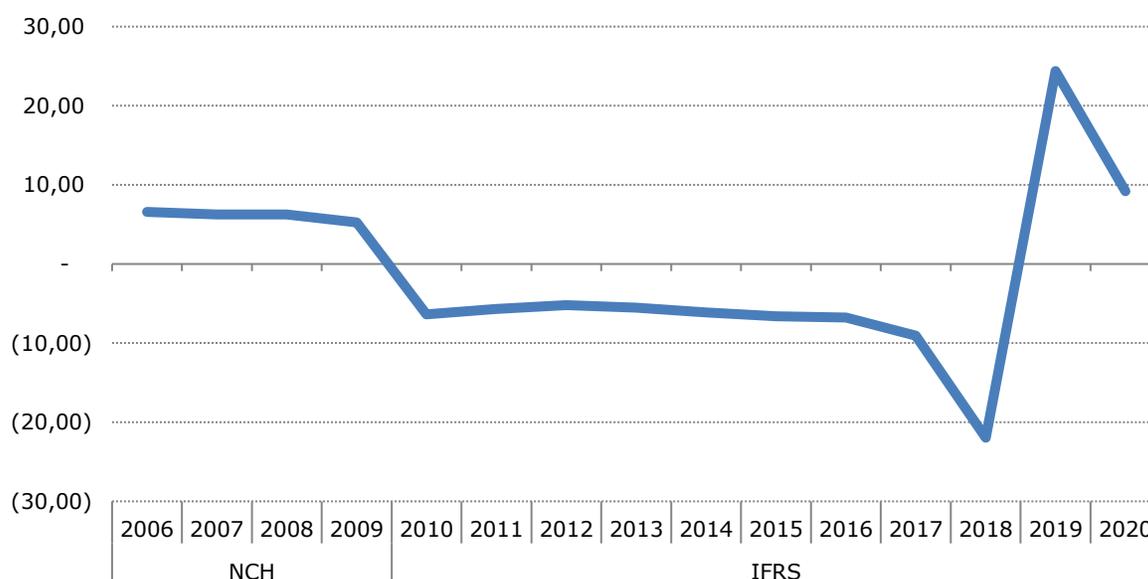


Ilustración 5: Endeudamiento de Vespucio Norte Express

## Liquidez

Entre 2011 y 2015 la concesionaria presentó 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 y desde entonces dicha situación se mantiene, alcanzando en diciembre 2020 las 2,28 veces. La trayectoria de la liquidez se muestra en la Ilustración 6.

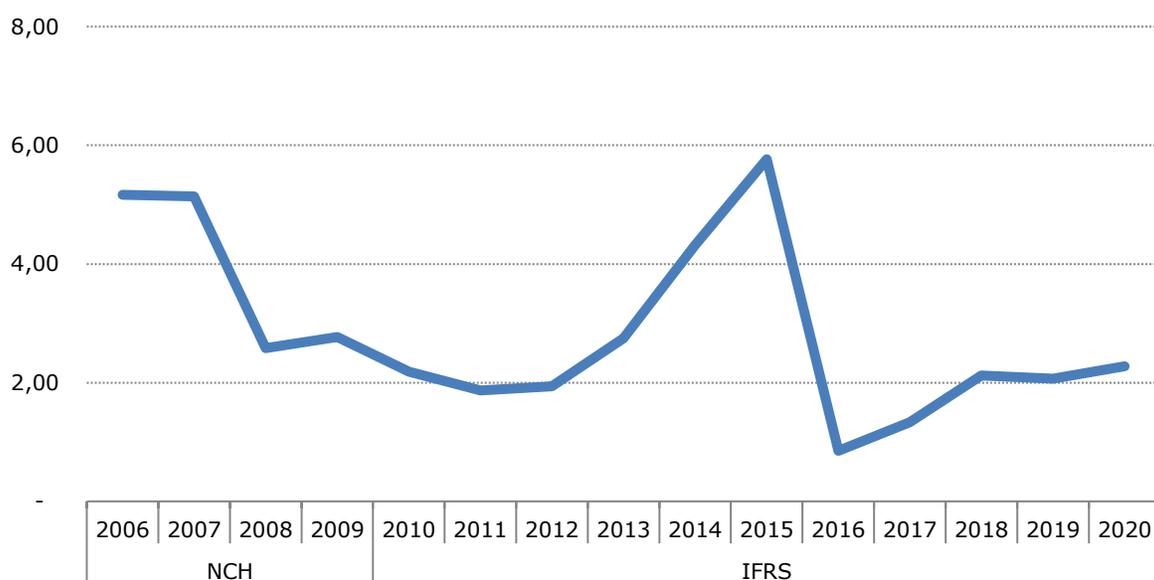


Ilustración 6: Relación de liquidez Vespucio Norte Express

*“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.”*