



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Sociedad Concesionaria**

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

Anual desde Envío Anterior

#### ANALISTAS:

Eric Pérez

Hernán Jiménez

[eric.perez@humphreys.cl](mailto:eric.perez@humphreys.cl)

[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

#### FECHA

Abril 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	<b>AA- Estable</b>
EEFF base	31 de diciembre 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 372 de 01-06-04
Línea de bonos	N° 1079 de 03-06-21
Bono Serie B (BAVNO-B)	Primera emisión

Características Bono Colocado en Chile (feb-2022)				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente	Fecha Vencimiento
B	5,30%	Semestral	9.971.000	dic-28

Estados de Resultados Individuales IFRS					
M\$ de cada año	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Ingresos de actividades ordinarias	89.737.109	97.759.951	102.883.799	84.393.715	110.057.883
Costos de ventas	-28.933.227	-31.062.427	-31.764.945	-28.494.319	-38.756.723
Gasto de administración	-3.049.865	-3.505.458	-3.521.563	-2.906.650	-3.639.218
Costos financieros	-29.143.956	-26.134.266	-25.327.673	-24.875.660	-28.193.562
<b>Ganancia</b>	<b>22.354.117</b>	<b>24.221.568</b>	<b>29.690.307</b>	<b>21.856.689</b>	<b>26.052.542</b>

Estados de Situación Financiera Individuales IFRS					
M\$ de cada año	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Activos corrientes	45.446.037	51.039.866	61.197.931	83.062.180	86.287.331
Activos no corrientes	277.449.110	279.139.250	292.706.290	281.930.780	383.213.271
<b>Total activos</b>	<b>322.895.147</b>	<b>330.179.116</b>	<b>353.904.221</b>	<b>364.992.960</b>	<b>469.500.602</b>
Pasivos corrientes	34.051.525	24.031.353	29.607.915	36.444.914	37.144.315
Pasivos no corrientes	328.816.016	321.898.589	310.356.825	292.751.876	370.507.575
Patrimonio	-39.972.394	-15.750.826	13.939.481	35.796.170	61.848.712
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>322.895.147</b>	<b>330.179.116</b>	<b>353.904.221</b>	<b>364.992.960</b>	<b>469.500.602</b>

# 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 diciembre de 2021 la sociedad concesionaria registró ingresos por actividades ordinarias por \$ 110.058 millones, de los cuales \$ 89.711 millones corresponden a ingresos por peajes, mientras que la deuda financiera contable de la compañía asciende a \$ 397.113 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.

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. Adicionalmente, se espera que con la próxima apertura de la concesión de Vespucio Oriente se vea favorecido el tráfico de **Vespucio Norte Express**, así como también el proyecto de una cuarta calzada en el tramo entre la Ruta 68 y la Ruta 78.

En cuanto a los análisis efectuados respecto de la suficiencia de los flujos esperados para la concesionaria, el Indicador de Cobertura Global asciende hasta las 4,10 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).

La tendencia de la categoría de riesgo se califica “*Estable*”, principalmente porque, en el corto plazo, no se visualizan modificaciones en los factores de relevancia que incidan favorable o desfavorablemente en la clasificación de los títulos de deuda.

### 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.

#### 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 Ingreso Mínimo Garantizado o Mecanismo de Distribución de Ingresos que otorguen un piso a los ingresos que recibiría la sociedad concesionaria).

## 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 mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Hechos recientes

### Resultados diciembre 2021

A diciembre 2021, la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 110.058 millones, lo que representó un incremento de un 30,4% respecto al año anterior, debido a la recuperación del flujo vehicular por el levantamiento de las restricciones y medidas establecidas a raíz de la pandemia. En el mismo periodo, se registraron costos de venta por \$ 38.757 millones, un 36,0% más que el año anterior.

Los gastos de administración y venta fueron de \$ 3.639 millones, un 25,2% mayor que el periodo anterior, mientras que el costo financiero aumentó un 13,3% al registrar \$ 28.194 millones. De esta manera, la sociedad exhibió una ganancia después de impuestos de \$ 26.053 millones, lo que representa un aumento de 19,2% respecto a lo registrado en 2020.

## 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 Infraestructura Alpha S.A., Globalvia Licitaciones e Infraestructura Chile SpA y Apoquindo SpA, las cuales poseen indirectamente un 33%, 34% y 33% respectivamente de las acciones de la Sociedad.

Infraestructura Alpha S.A. es una sociedad perteneciente a Frontal Trust Infraestructura Alpha Fondo de Inversión (fondo administrado por Frontal Trust) y Fondo de Inversión Infraestructura Chile I (fondo administrado por Banchile).

Apoquindo SpA es una sociedad perteneciente a INFRALATINA FONDO DE INVERSIÓN (fondo administrado por Asset) y Fondo de Inversión CMB - LV Infraestructura III (fondo administrado por CMB-Prime).

Por su parte, Globalvia Licitaciones e Infraestructura Chile SpA es una sociedad perteneciente al grupo internacional Globalvia.

## 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>1</sup> y los flujos de pago del bono para los siguientes períodos, así como también escenarios de estrés. Es importante señalar que **Vespucio Norte Express** mantiene recursos líquidos en el balance para cubrir parte de sus obligaciones.

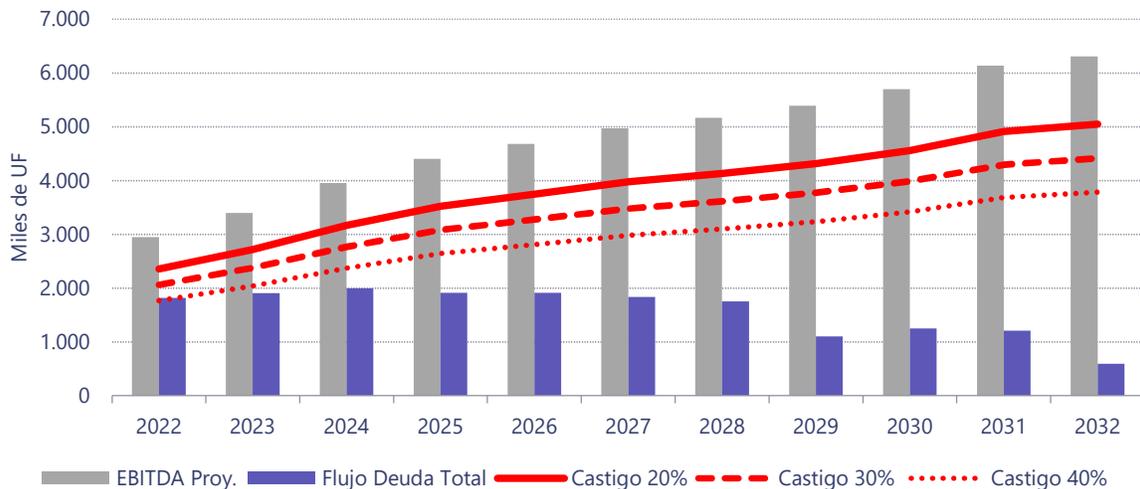


Ilustración 1: Proyección EBITDA y flujos de pago de Vespucio Norte Express

<sup>1</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.

## 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 de la concesión. 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 la deuda.

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.

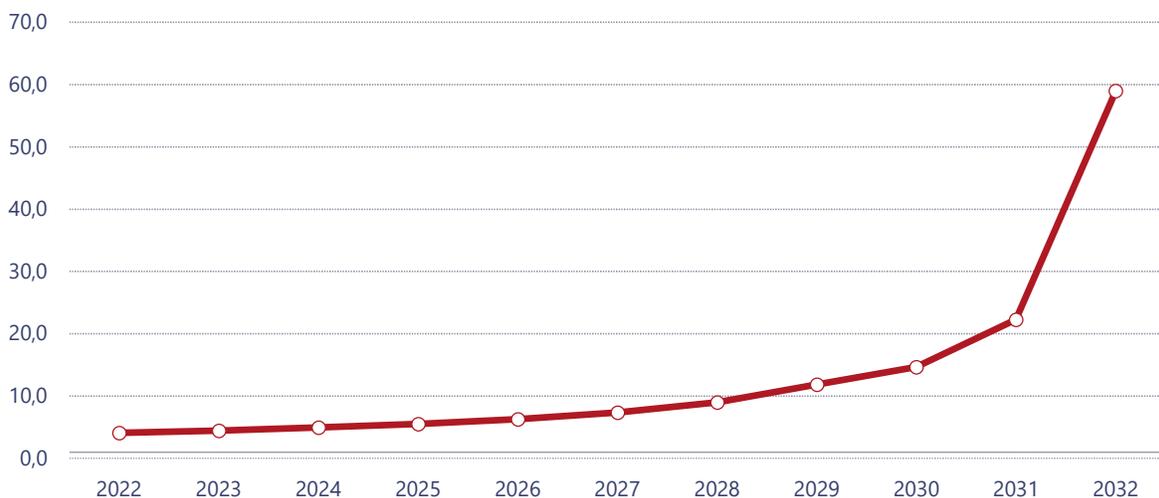


Ilustración 2: Indicador de Cobertura Global de Vespucio Norte Express

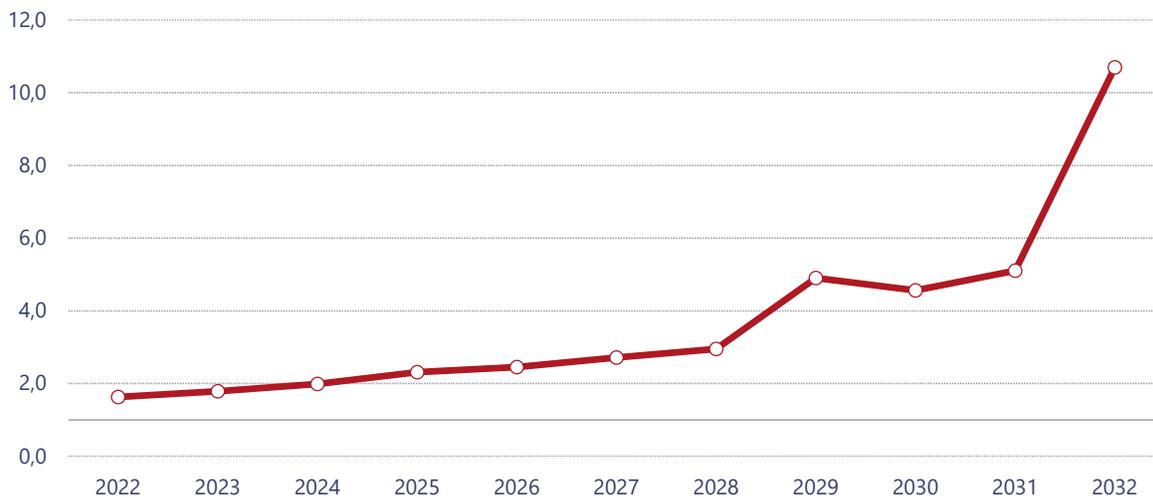


Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda de Vespucio Norte Express

## 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. Sin embargo, al cierre de 2021 se puede apreciar una buena recuperación respecto al año anterior. Por otro lado, la relación entre EBITDA e ingresos se ha mantenido por sobre el 70% entre el año 2015 y el 2021, alcanzando en diciembre 2021 un 72,3%. La Ilustración 4 presenta el comportamiento que han tenido estas variables a través del tiempo.

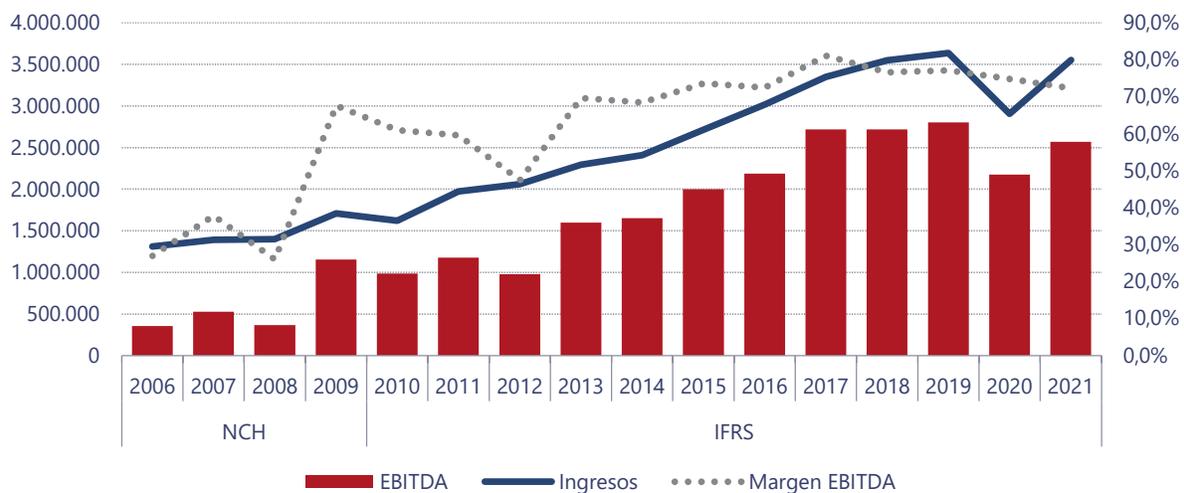


Ilustración 4: Ingreso y EBITDA de Vespucio Norte Express

## Endeudamiento

Durante los últimos tres años el endeudamiento ha ido disminuyendo, tal y como se aprecia en la Ilustración 5, pasando de 24,39 veces en 2019 a 6,56 veces en 2021 producto principalmente de utilidades acumuladas.

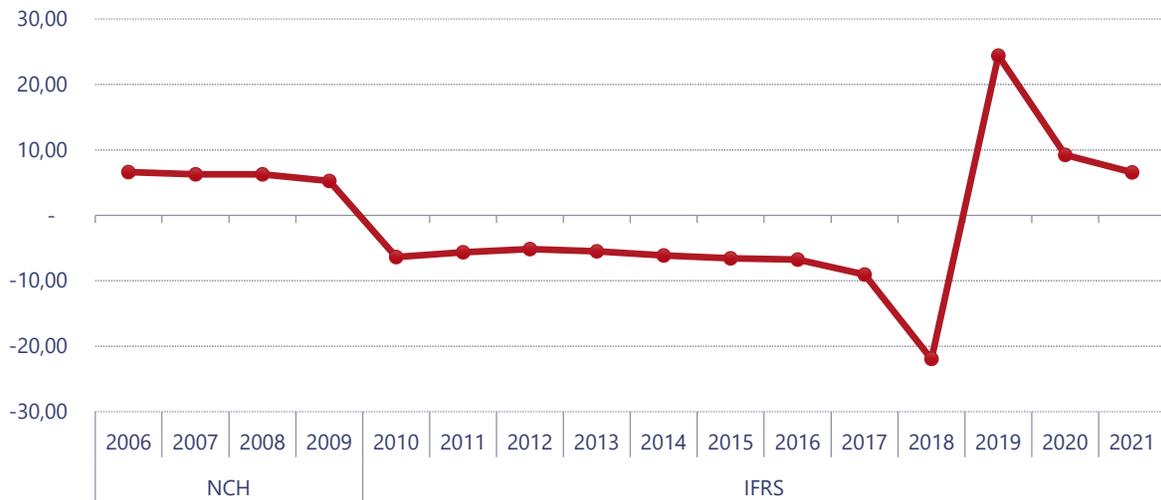


Ilustración 5: Evolución del endeudamiento

## Liquidez

Al cierre de 2021 la razón de liquidez registró las 2,32 veces, aumentando ligeramente respecto a 2020 donde alcanzó 2,28 veces y con esto ya van 4 años consecutivos por sobre las 2 veces, tal como se aprecia en la Ilustración 6.

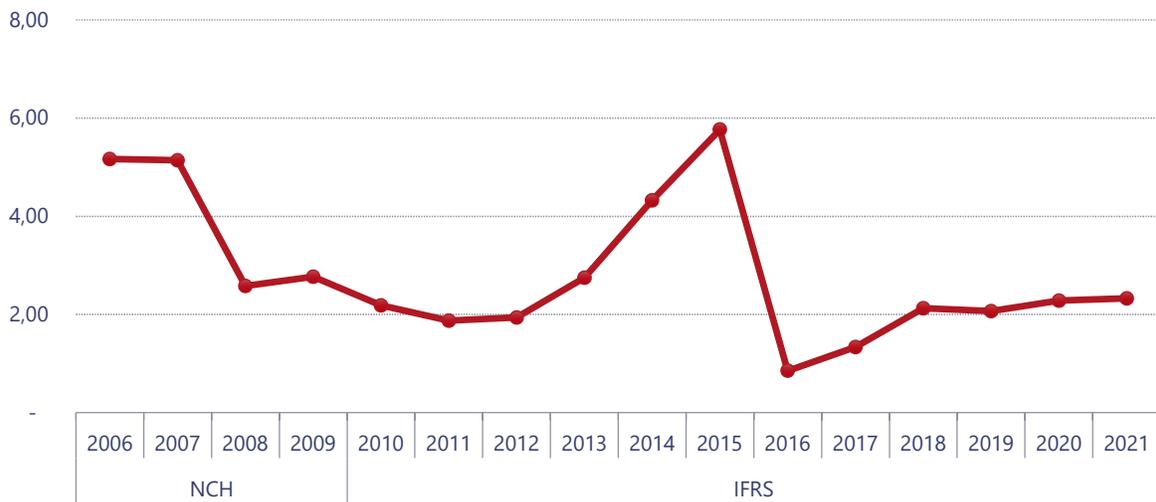


Ilustración 6: Evolución del indicador de liquidez

*"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."*