



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Sociedad Concesionaria**

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

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

#### ANALISTAS:

Ignacio Muñoz Quezada  
Hernán Jiménez Aguayo  
ignacio.munoz@humphreys.cl  
hernan.jimenez@humphreys.cl

#### FECHA

Marzo 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos Tendencia	<b>AA- Favorable<sup>1</sup></b>
EEFF base	Septiembre 2022

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
---	--

Línea de bonos	N°372 de 01.06.2004
Línea de bonos	N°1.079 de 03.06.2021
Serie B (BAVNO-B)	Primera emisión

Características Bonos Colocados en Chile					
Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual	Periodo de Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF) (feb-2023)	Fecha de Vencimiento

B	10.469.550	5,30%	Semestral	8.820.500	2028
---	------------	-------	-----------	-----------	------

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	sep-22

Ingresos de actividades ordinarias	89.737.109	97.759.951	102.883.799	84.393.715	110.057.883	95.555.055
Costos de ventas	-28.933.227	-31.062.427	-31.764.945	-28.494.319	-38.756.723	-34.172.315
Gastos de administración	-3.049.865	-3.505.458	-3.521.563	-2.906.650	-3.639.218	-2.616.653
Costos financieros	-29.143.956	-26.134.266	-25.327.673	-24.875.660	-28.193.562	-22.079.509
<b>Utilidad del ejercicio</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>	<b>27.588.441</b>

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	sep-22

Activos corrientes	45.446.037	51.039.866	61.197.931	83.062.180	86.287.331	114.445.995
Activos no corrientes	277.449.110	279.139.250	292.706.290	281.930.780	383.213.271	403.125.738
<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>	<b>517.571.733</b>
Pasivos corrientes	34.051.525	24.031.353	29.607.915	36.444.914	37.144.315	52.004.947
Pasivos no corrientes	328.816.016	321.898.589	310.356.825	292.751.876	370.507.575	390.659.825
Patrimonio	-39.972.394	-15.750.826	13.939.481	35.796.170	61.848.712	74.906.961
<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>	<b>517.571.733</b>

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

**Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A. (Vespucio Norte)** 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.

Al cierre de septiembre de 2022 la sociedad concesionaria registró ingresos por actividades ordinarias por \$95.555 millones, de los cuales \$76.979 millones corresponden a ingresos por peajes, mientras que la deuda financiera contable de la compañía asciende a \$430.444 millones.

La tendencia de clasificación se modifica desde “*Estable*” a “*Favorable*” en consideración al crecimiento que ha mostrado el tráfico de la compañía, el cual ha alcanzado niveles prepandemia, permitiendo fortalecer los ingresos para el pago de sus obligaciones.

La clasificación de los bonos emitidos por **Vespucio Norte** 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** 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 en especial en la Región Metropolitana, mostrando comportamiento en tráfico con un constante crecimiento y con una demanda que, según información histórica, ha demostrado ser bastante inelástica en relación con diversos elementos, tales como crisis económicas, aumentos de precios y catástrofes naturales.

En cuanto a los análisis efectuados respecto de la suficiencia de los flujos esperados para la concesionaria, el indicador de cobertura global se ubica por sobre la unidad en un horizonte de evaluación hasta el

término de la concesión. El indicador considera hipótesis conservadoras respecto del crecimiento de los ingresos (menores incluso a los arrojados por algunos estudios independientes).

Por su parte, para mejorar la clasificación, es necesario que **Vespucio Norte** incremente su nivel de EBITDA en relación con sus pasivos financieros o, en su defecto, se disminuya significativamente su deuda financiera.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Ingresos por 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 *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

### Septiembre 2022

Al cierre del tercer trimestre de 2022, **Vespucio Norte** tuvo ingresos por peaje de \$76.979 millones, lo que representa un aumento de un 18,74% con respecto al mismo periodo del 2021. En términos de ingresos por actividades ordinarias, estos aumentaron un 20,30%, explicado principalmente por el aumento de transacciones del periodo. Los costos de venta fueron de \$34.172 millones, los que se incrementaron en un 27,49%.

**Vespucio Norte** presentaba al cierre de septiembre de 2022, activos por \$517.572 millones, pasivos por \$442.665 millones y un patrimonio de \$74.907 millones. La deuda financiera de la compañía ascendió a \$430.444 millones; y registró una utilidad de \$27.588 millones, un 36,90% mayor a acumulado al mismo periodo en 2021.

## 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.

### Características del flujo vehicular

El tráfico de **Vespucio Norte** presentó al cierre de 2022 un aumento de un 4,51% con respecto a 2021, superando en ambos años los niveles obtenidos previo a la pandemia. El tráfico en 2022 se concentró un 83,73% en autos y camionetas, seguido por buses y camiones que representaron un 9,56%. La Ilustración 1 presenta la evolución del tráfico de **Vespucio Norte**.

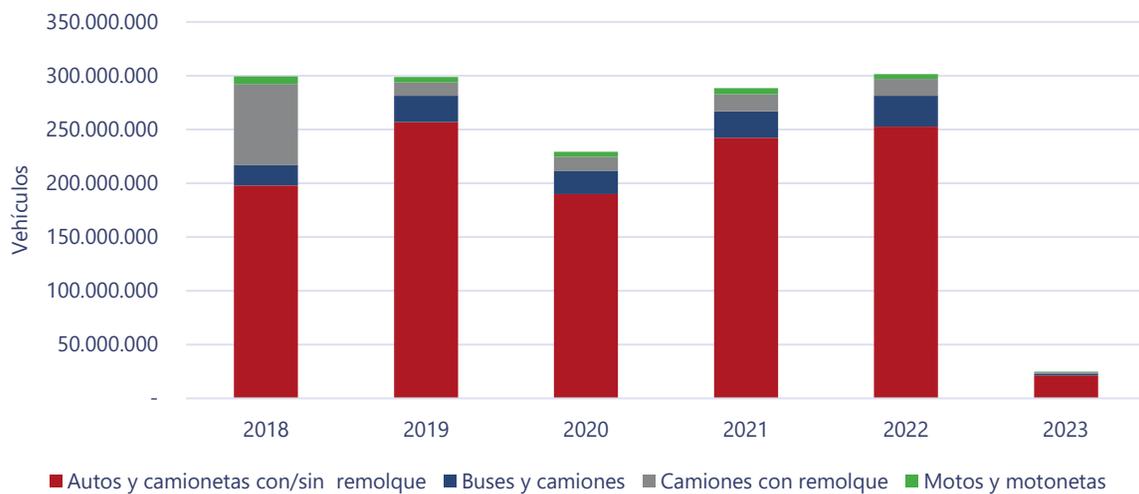


Ilustración 1: Tráfico vehicular

## Patrocinadores

**Vespucio Norte**, 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 CMBPrime).

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

## Análisis financiero

### Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo con las proyecciones estimadas por **Humphreys**, el EBITDA generado por **Vespucio Norte** es suficiente para el pago de sus obligaciones cada año, incluso en escenarios de caídas de un 40% en el EBITDA. Las proyecciones de flujos frente al pago de la deuda se presentan en la Ilustración 2.

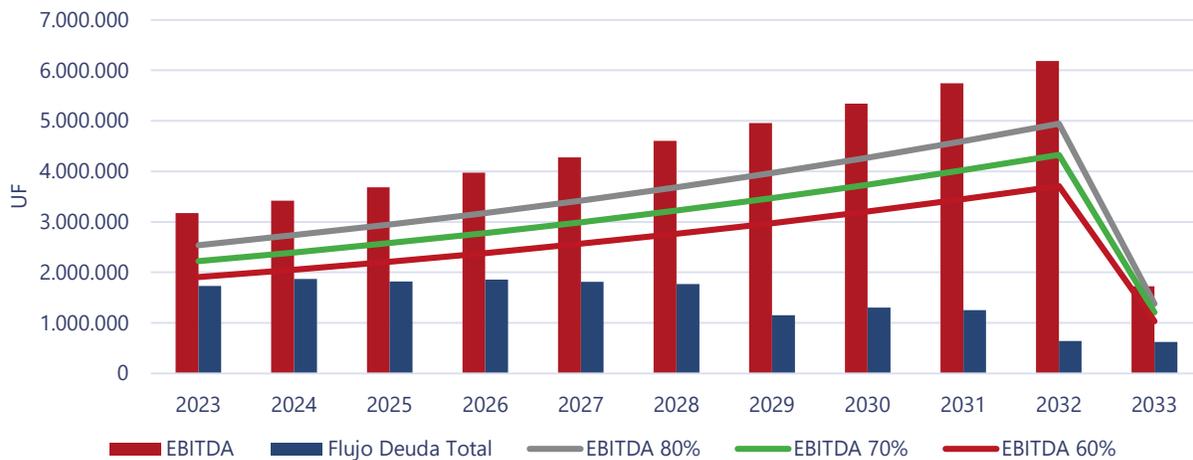


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

En relación con el margen EBITDA de **Vespucio Norte**, este ha presentado en los últimos años valores superiores al 70%, mostrando una reducción por motivo de las restricciones sanitarias a motivo de la pandemia, cerrando el 2021 con un margen EBITDA de 72, 27%. El margen EBITDA en 2022 (año móvil) alcanza el 82,01%. La evolución del indicador se presenta en la Ilustración 3.

### Razón de cobertura de servicio de la deuda

La razón de cobertura de servicio de la deuda muestra cuán holgado o estrecho es el flujo estimado para cada periodo de **Vespucio Norte** en relación con el pago programado de su deuda. Tal como se puede observar en la Ilustración 4, esta se ubica por sobre la unidad en cada periodo, indicativo que la capacidad de generación de flujos es suficiente para el pago de los compromisos de la compañía.

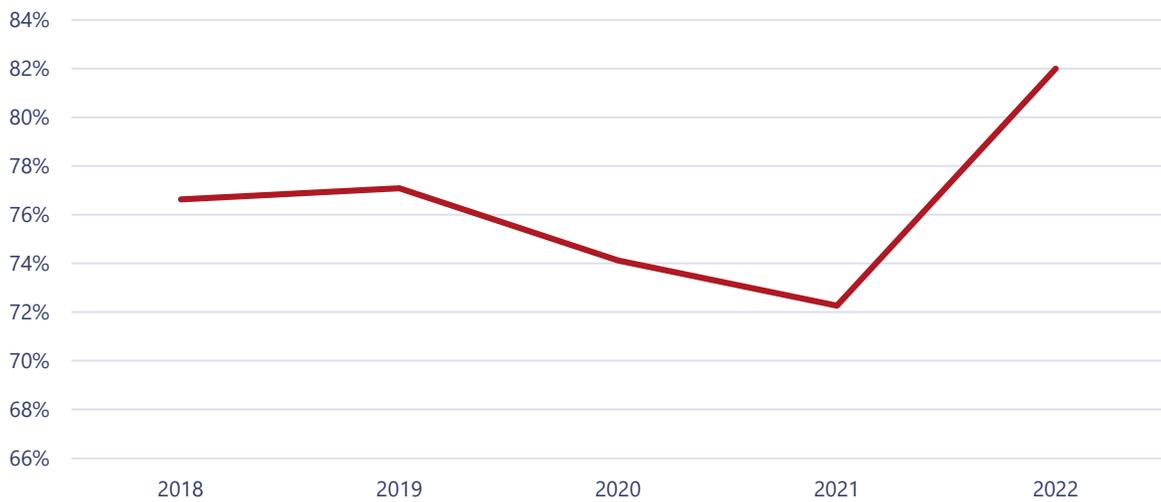


Ilustración 3: Margen EBITDA

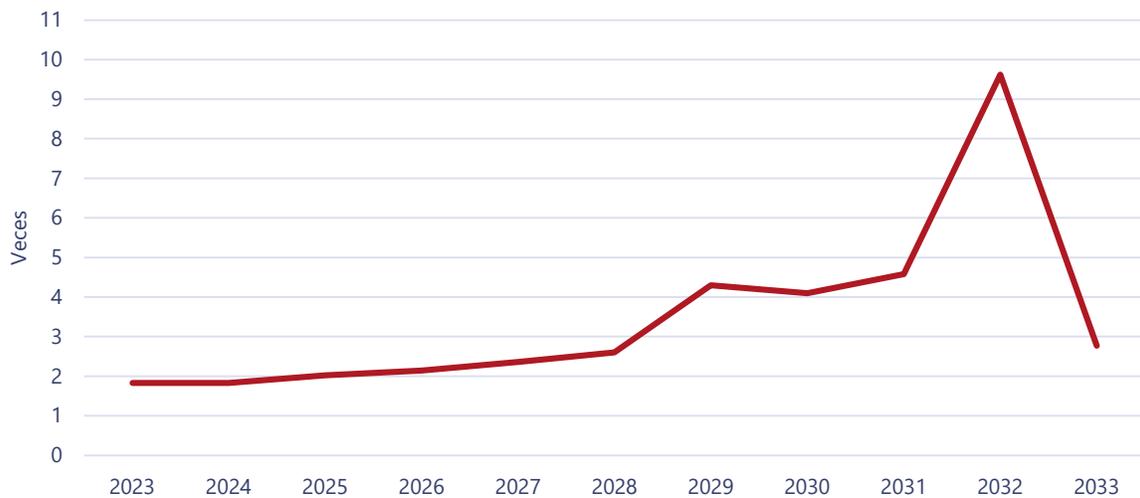


Ilustración 4: Razón de cobertura de servicio de la deuda

## Índice de cobertura global

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 descargos de caja. Tal como se presenta en la Ilustración 5, para **Vespucio Norte**, el indicador proyectado se mantiene sobre la unidad.

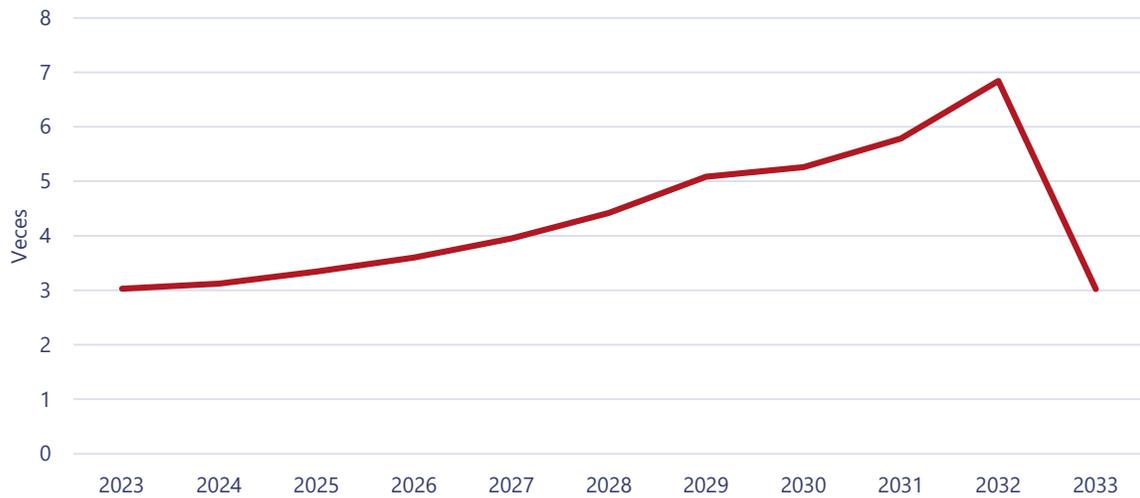


Ilustración 5: Índice de Cobertura Global

## Endeudamiento

El indicador de liquidez de **Vespucio Norte**, medido como pasivo sobre patrimonio, al cierre de 2021 muestra una disminución con respecto a 2020, pasando de 9,20 veces a 6,26 veces, explicado principalmente a las utilidades acumuladas. Al cierre de septiembre de 2022, el endeudamiento de la compañía alcanzó las 5,91 veces. La evolución del endeudamiento de **Vespucio Norte** se presenta en la Ilustración 6.

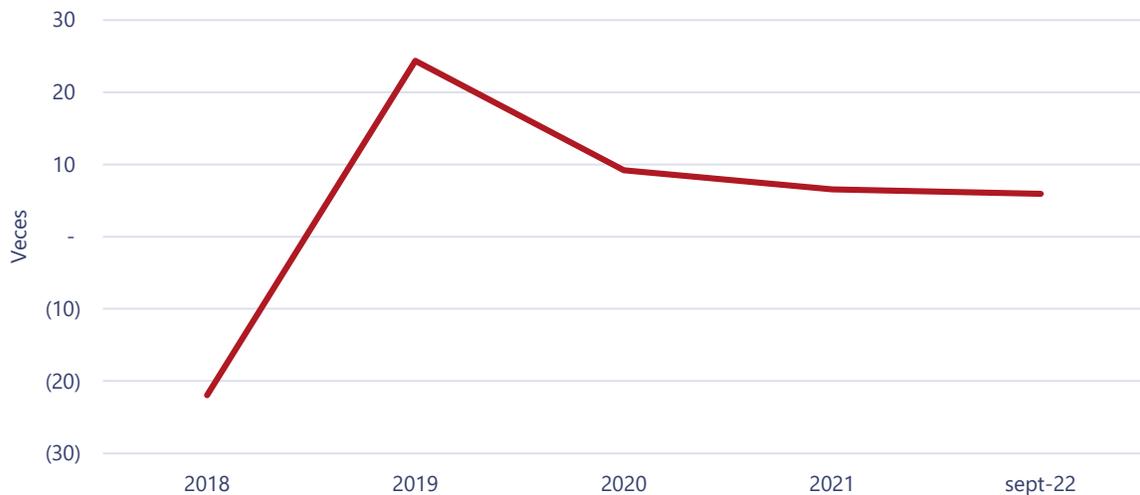


Ilustración 6: Endeudamiento

## Liquidez

El indicador de liquidez de **Vespucio Norte**, medido como activo corriente sobre pasivo corriente, se ha ubicado en los últimos años sobre las 2 veces. Al cierre de 2021, esta fue de 2,32 veces, mejorando lo registrado en 2020. Al cierre del tercer trimestre de 2022, la liquidez de la compañía era de 2,20 veces. La evolución de la liquidez de **Vespucio Norte** se presenta en la Ilustración 7.

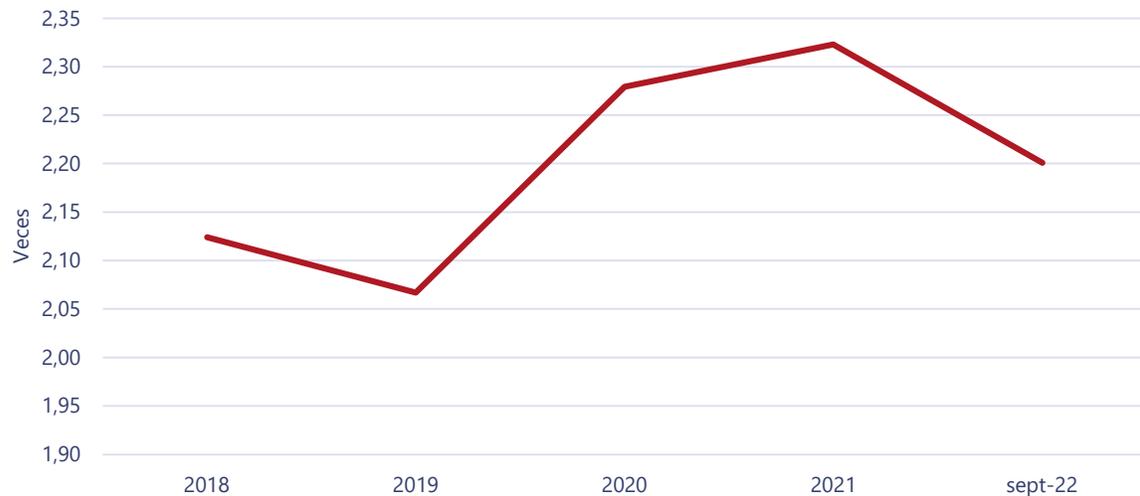


Ilustración 7: Liquidez

*"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."*