



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Clasificación de un Nuevo  
Instrumento**

Analista  
Hernán Jiménez A.  
Tel. (56) 22433 5200  
hernan.jimenez@humphreys.cl

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

Mayo 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 marzo 2021

### Características de la línea de bonos en proceso de inscripción

<b>Plazo</b>	La línea tiene como plazo de vencimiento el 22 de abril del 2033.
<b>Monto máximo</b>	El monto máximo de la presente emisión por línea será la suma equivalente en Pesos a 32.940.000 Unidades de Fomento.
<b>Moneda de emisión</b>	Unidades de Fomento.
<b>Representante de Tenedores de Bonos</b>	Banco de Chile
<b>Uso de fondos</b>	Se destinarán al refinanciamiento de pasivos, al pago de los costos o gastos asociados al refinanciamiento de pasivos o de colocación de los bonos, al financiamiento del plan de inversiones; y/o a otros fines corporativos del emisor.
<b>Prepago</b>	De existir siniestros parciales o totales en la concesión y que no se destinen para reanudar la continuidad de ésta, se podrá aplicar dichos fondos obtenidos a rescatar los bonos anticipadamente, ya sea en forma total o parcial. De existir una acción expropiatoria o por la extinción de la concesión.
<b>Garantías</b>	Nueva Prenda sobre Concesión; Nueva Prenda sobre Acciones; y Mandato de Cobro al MOP.

### EERR IFRS

M\$	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Ingresos de Actividades Ordinarias	89.737.109	97.759.951	102.883.799	84.393.715	84.393.715
Costos de Ventas	-28.933.227	-31.062.427	-31.764.945	-28.494.319	-28.494.319
Gasto de Administración	-3.049.865	-3.505.458	-3.521.563	-2.906.650	-2.906.650
Costos Financieros	-29.143.956	-26.134.266	-25.327.673	-24.875.660	-24.875.660
Ganancia	22.354.117	24.221.568	29.690.307	21.856.689	21.856.689

### Balance General IFRS

M\$	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Activos Corrientes	45.446.037	51.039.866	61.197.931	83.062.180	101.439.087
Activos No Corrientes	277.449.110	279.139.250	292.706.290	281.930.780	279.313.151
Total Activos	322.895.147	330.179.116	353.904.221	364.992.960	380.752.238
Pasivos Corrientes	34.051.525	24.031.353	29.607.915	36.444.914	42.370.841
Pasivos No Corrientes	328.816.016	321.898.589	310.356.825	292.751.876	295.669.080
Patrimonio	-39.972.394	-15.750.826	13.939.481	35.796.170	42.712.317
Total Pasivos y Patrimonio	322.895.147	330.179.116	353.904.221	364.992.960	380.752.238

## 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 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 la línea a inscribir de **Vespucio Norte Express** en "Categoría AA-" responde a la holgura que sus flujos presentan dado el comportamiento esperado para el tráfico de la autopista concesionada, en relación con los vencimientos anuales de la deuda vigente. 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 además de los límites establecidos en las escrituras sobre el endeudamiento que podría tener la sociedad relativo a pagos específicos que recibiría. A ello se agrega la mejora en los niveles y mantención de los niveles de liquidez de la compañía en los últimos años.

Adicionalmente, la clasificación considera 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, ingenieros independientes han entregado un nuevo estudio de tráfico que mejorar las expectativas de flujos para la concesionaria, la que considera los efectos en tráfico cuando entre operar la autopista Vespucio Oriente y la explotación de una pista adicional en la concesión. Dado ello, **Humphreys** ha actualizado sus proyecciones; no obstante, en niveles inferiores al del estudio referido.

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 las obligaciones vigentes, generando holguras de flujos a partir del año 2029, aunque eventualmente estas holguras podrían reducirse potencialmente. Lo anterior facilita el acceso a financiamiento de **Vespucio Norte Express** en caso de eventuales problemas de liquidez, mientras mantenga holguras razonables.

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.

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.

La clasificación podría verse favorecida a medida que los ingresos sean mayores a los esperados por la clasificadora, permitiendo mayores holguras que permitan enfrentar sus obligaciones financieras y con una mayor estabilidad como a los generados pre-pandemia, bajo el supuesto que no se incrementa el endeudamiento relativo.

Cabe señalar que para efectos de clasificación se ha supuesto, que en lo inmediato, cualquier uso de los fondos no implicaría un incremento de la deuda financiera de más de UF 3 millones y que, a mediano plazo, cualquier nueva colocación tendría correspondencia con el comportamiento real del tráfico de la autopista.

### 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.

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

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

## 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

A marzo de 2021, la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 25.459 millones, lo que representó un aumento de un 1,5% respecto al mismo mes del año anterior, debido al reajuste de los precios aplicados a principio de año ya que las transacciones por vehículos que pasan por los pódicos disminuyó un 3,2% en igual periodo. Los costos de venta a marzo de 2021 registraron \$ 8.598 millones, aumentando un 7,4% con respecto a marzo de 2020 mientras que los gastos de administración y venta fueron de \$ 826 millones, un 5,5% mayor que el periodo anterior, mientras que el costo financiero neto disminuyó un 9,5% al registrar \$ 4.266 millones. De esta manera, la sociedad exhibió una ganancia después de impuestos de \$ 6.916 millones, lo que representa un aumento de 1,2% respecto a lo registrado a marzo de 2020.

*Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl) en la sección Infraestructura – Autopistas.*

*“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.”*