



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A.

Abril 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia EEFF base	A Estable 31 de diciembre 2010

Características Bono Colocado en Chile				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente	Fecha Vencimiento
A1	5,3%	Semestral	15.920.000	Dic 2028
A2	5,3%	Semestral	500 ¹	Dic 2028

Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N° 372 con fecha 01 de Junio de 2004.

Estado de Resultados Individual					
Cifras en Miles de \$ de diciembre de 2008	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Ingreso Operacional	-	25.444.651	26.541.959	29.819.182	35.486.967
Costo Explotación	-	-10.213.239	-9.601.252	-10.410.221	-10.098.161
Gasto Admin. y Venta	-	-10.579.128	-6.739.089	-6.466.710	-8.089.641
Resultado Operacional	-	4.652.283	10.201.618	12.942.250	17.299.165
Ebitda	-	8.776.343	15.574.097	19.085.907	24.184.728
Utilidad Neta	-	4.417.581	3.399.724	828.103	13.008.383

Balance General Individual					
Cifras en Miles de \$ de diciembre de 2008	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Activo Circulante		52.420.537	48.986.475	41.415.764	41.581.136
Activo Fijo		370.201.180	369.169.015	367.043.934	362.802.754
Otros Activos		27.299.799	37.257.556	51.823.550	72.631.832
Total Activos		449.921.516	455.413.046	460.283.248	477.015.722
Pasivo Circulante		10.143.557	9.530.755	8.685.572	7.494.209
Pasivo Largo Plazo		380.470.304	383.195.118	388.075.136	393.013.000
Patrimonio		59.307.655	62.687.173	63.522.540	76.508.512
Total Pasivos		449.921.516	455.413.046	460.283.248	477.015.722

¹ Marzo 2011

Opinión

Fundamento 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 fiscal denominada Interconexión Vespucio Norte, otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP). 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.

El cambio de la tendencia se debe fundamentalmente al modo en que la sociedad concesionaria ha resuelto los daños y pérdidas ocasionadas por el terremoto en febrero de 2010. En este sentido es importante señalar que si bien la sociedad presenta pérdidas en los ingresos, si lo comparamos con el año 2009, el nivel de tráfico se ha mantenido y ha aumentado en el último trimestre del año. La pérdida acotada en los ingresos se debe fundamentalmente a la una buena gestión en la cobranza de los seguros asociadas a la pérdida por paralización y por lucro cesante, además de cumplir con los plazos autoimpuestos para la reparación de la traza dañada de la autopista.

Si perjuicio de lo anterior, las fortalezas de **Vespucio Norte Express** se basan en las expectativas de crecimiento del tráfico, tanto por el crecimiento urbano natural en el sector como por la conectividad que provee en diversos puntos de importancia, tales como el aeropuerto internacional de Santiago, centros comerciales y las principales autopistas interurbanas en dirección al norte, la costa y la ruta internacional hacia Argentina. También es importante destacar la suficiencia de los flujos de caja estimados para la concesión en relación con el pago de su deuda, ello sobre la base de proyecciones realizada por una entidad independiente.

Adicionalmente, como elementos positivos, se considera la utilización del sistema *Free Flow* para el cobro del peaje, lo cual redundará positivamente en los tiempos de desplazamiento, y el marco regulador sustentado en una estructura legal transparente, tanto en relación al cobro de peajes, como respecto de la concesión de obra pública propiamente tal.

La tendencia de la clasificación se cambia de "*En Observación*" implicancias negativas a "*Estable*" producto que a la fecha de clasificación ya se han despejado gran parte de las incertidumbres provocadas por los cortes de la autopista, decantando en cambios leves en las proyecciones financieras y porque a mediano plazo no se observan elementos de importancia que cambien las fortalezas o riesgos estructurales de la concesión.

A futuro, la clasificación de riesgo podría verse modificada dependiendo del comportamiento del tráfico vehicular de la autopista y, por ende, de la cuantía de sus flujos y su desviación respecto de los niveles estimados que se tuvieron como referencia en la evaluación inicial de los títulos de deuda.

Definición de Categoría de Riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Hechos Recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante el año 2010, la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 34.720 millones, lo que representa una disminución real de 2,85% respecto del año anterior, producido principalmente por la pérdida producida por el pago del deducible por el seguro de lucro cesante, producto de no cobro en algunos pórticos de pasada, dado por el daño ocasionado por el terremoto. En el mismo período, los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 14.401 millones, lo que significó una disminución real de 3,05% respecto del 2009.

En el año 2010, los gastos de administración y ventas sumaron \$ 3.339 millones, lo que representó un aumento real de 0,3% respecto de igual período de 2009.

El costo financiero del período alcanzó los \$ 26.807 millones, lo que es 1,59% menor a lo registrado el año anterior.

Con todo, la pérdida ascendió a \$ 14.434 millones, comparándose negativamente con los \$ 993 millones del año anterior, esta pérdida contable se produce fundamentalmente por resultado por unidades de reajuste negativo del período.

El terremoto del 27 de febrero de 2010 provocó daños en la zona de la concesión dejando una parte de la traza inutilizable. En octubre del año pasado la sociedad concesionaria entregó las obras de reparación completas, con lo cual la autopista volvió a quedar operativa. Los daños por la pérdida de ingresos productos de la inoperatividad de algunos de sus pórticos y los daños a la infraestructura fueron debidamente cubiertos por las compañías de seguros Ace Seguros y Chartis Chile Compañía de Seguros Generales.

Características de la Concesión

La concesión vial, denominada Autopista Américo Vespucio Norte (AVN), 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 (autopista concesionada por el MOP), Ruta 5 norte (principal autopista de Santiago), Ruta 68 (conecta Santiago y Valparaíso) y Ruta 78 (conecta Santiago y San Antonio); Vespucio Sur y Costanera Norte.

El plazo de la concesión es por un período de 360 meses (30 años) contado desde la fecha de la firma del Decreto entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para abril de 2033.

Flujo Vehicular

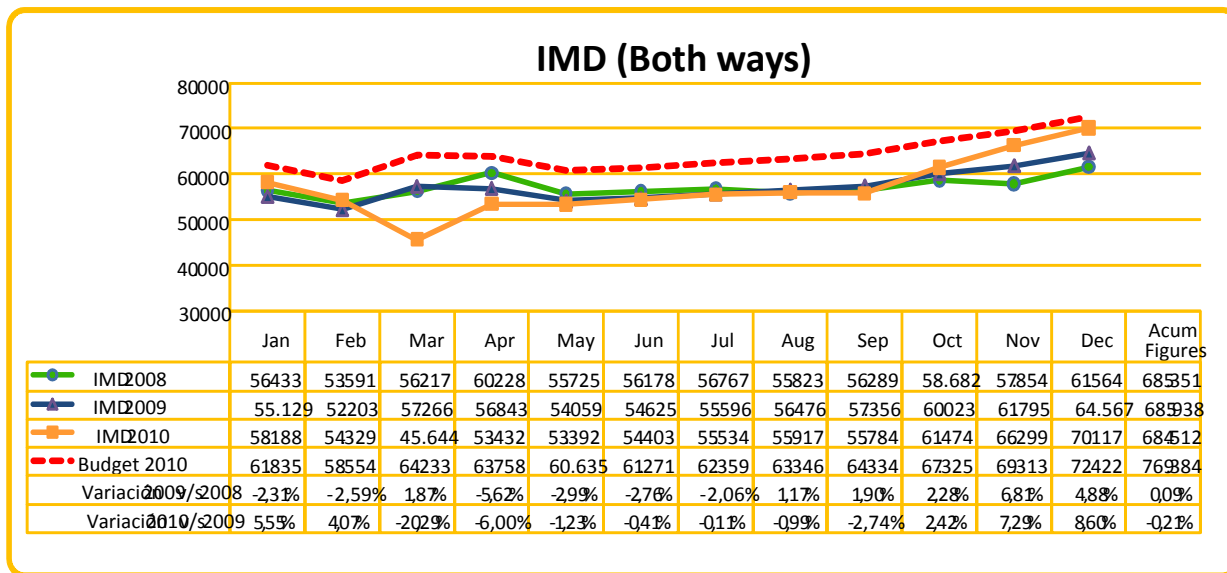
Desde un principio, la concesionaria estimó que los vehículos livianos representarían en torno al 92,8% del total del flujo vehicular esperado por la concesionaria; situación que se mantendría relativamente estable a través del tiempo. Sin embargo, esto ha tenido algunas diferencias en el transcurso de los años.

Para establecer el modelo financiero para las proyecciones del flujo vehicular, se usó el modelo de transporte ESTRAUS (modelo de tráfico oficial para ciudad) y la base de datos existente en la materia. Además, se realizaron ajustes al modelo con el objeto de adaptarlo a las condiciones de la concesión.

El estudio de tráfico y de proyección estuvo a cargo de Steer Davies Gleave (SDG), empresa consultora internacional, con más de 25 años de experiencia y sucursales en distintas parte del mundo, quienes han realizado otros estudios de esta índole en el mercado nacional.



Hasta diciembre de 2010, la sociedad ha presentado un aumento en su tráfico, esto se ve de mejor forma en su indicador de IMD².



Grupo ACS S.A.

Taurus Holdings Chile S.A. es propiedad de Grupo ACS S.A. empresa española, con más de 60 años de experiencia en el sector de la construcción, 30 años en el mercado internacional y operaciones en diversos países. Grupo ACS es producto de la fusión de Grupo Dragados y ACS. Está integrada por más de 99.300 personas y estructurada en tres grandes áreas de actividad: Construcción, Servicios Industriales y Servicios y Concesiones.

Además de la concesión Américo Vespucio Norte, el Grupo actualmente participa en otras obras de infraestructura en nuestro país, como es el sistema urbano Norte Sur (a través del Consorcio Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A.), la red vial Santiago - Valparaíso (Rutas del Pacífico), SCL Aeropuerto de Santiago de Chile y el Terminal de Iquique. Adicionalmente, durante el ejercicio del 2004, la compañía se adjudicó la concesión de la variante Vespucio - El salto – Kennedy, en nuestro país.

² Fuente: Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Expres.

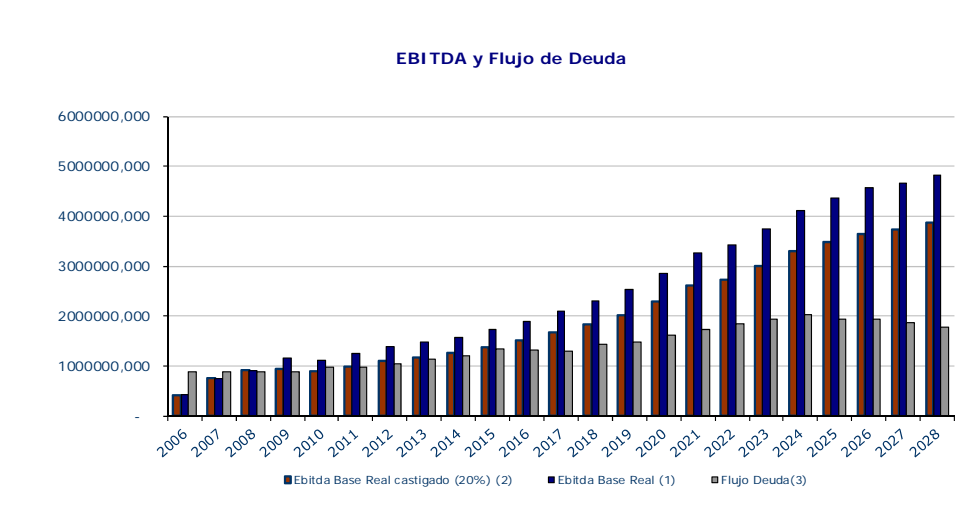
Grupo Hochtief

Hochtief Projektentwicklung GmbH Sucursal en Chile e Inversiones de Infraestructura S.A. son propiedad de Hochtief, grupo empresarial alemán con presencia internacional, que cuenta con más de 130 años de experiencia en el mercado. Su negocio es proveer servicios de construcción en sus distintas etapas: planeación, financiación, construcción y operación de proyectos. El grupo se encuentra compuesto por cinco divisiones: Hochtief aeropuerto, Hochtief desarrollo, Hochtief América, Hochtief Asia Pacífico y Hochtief Europa.

Análisis Financiero

Proyecciones de EBITDA y Pago de Bonos

El siguiente gráfico muestra las proyecciones para el EBITDA y los flujos de pagos del bono para los siguientes periodos, además se incluye un stress del 20% para el EBITDA, el cual es parte de algunas de las sensibilizaciones realizadas por Humphreys. Es importante señalar que Vespucio Norte Express mantiene recursos líquidos en balance, para el pago de sus obligaciones, los cuales son equivalentes a más de un año de amortización e intereses de la deuda.



(1): Corresponde a las proyecciones de EBITDA que hace **Humphreys**, tomando como base el "Nuevo Caso Base – diciembre 2008". Las tasas de crecimiento de los Ingresos del nuevo escenario base, entre los años 2010 – 2014 se castigan en 50%; para los años 2014 – 2019 se castigan en 25%; y a partir de 2019 en adelante no se castigan.

(2): Corresponde a (2) castigado en un 20%.

(3): Corresponde a los pagos anuales del bono.

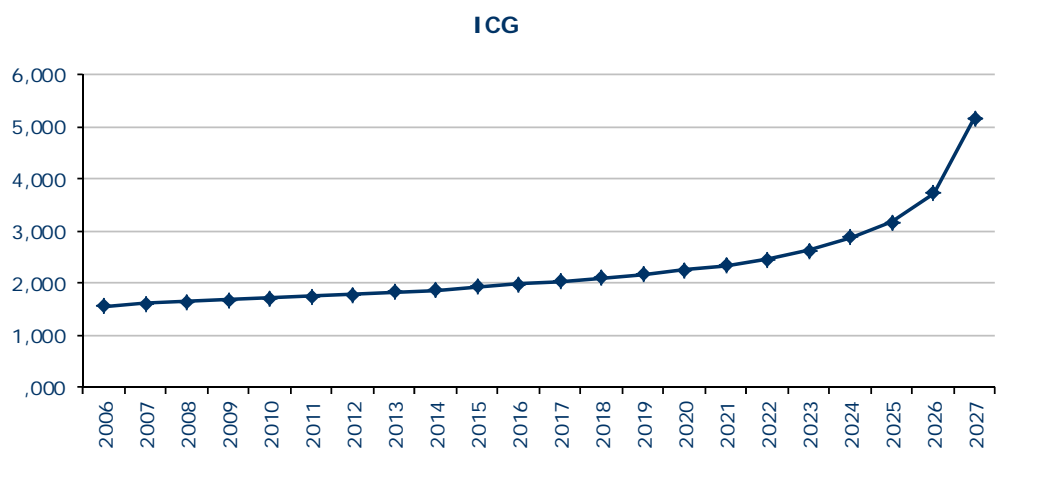
A continuación se muestra la capacidad de cobertura proyectada del EBITDA de la empresa sobre los pagos correspondientes a los bonos:

	VNE
Tasa Bono	5,30%
Valor Actual Ebitda Humphreys (UF)	28.967.317
Saldo Insoluto de la Deuda (UF)	16.915.498
Indicador de Cobertura	1,71

Indicador de Cobertura

El indicador de cobertura global es calculado como el valor presente del EBITDA proyectado, 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 1, los flujos de caja de la concesión, sin considerar pago a los accionistas, son suficientes en relación con el monto de la deuda.

Para **Vespucio Norte Express**, el indicador proyectado para periodos futuros se mantiene sobre uno, y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años. La evolución y proyección del indicador de cobertura global³ se muestra a continuación.

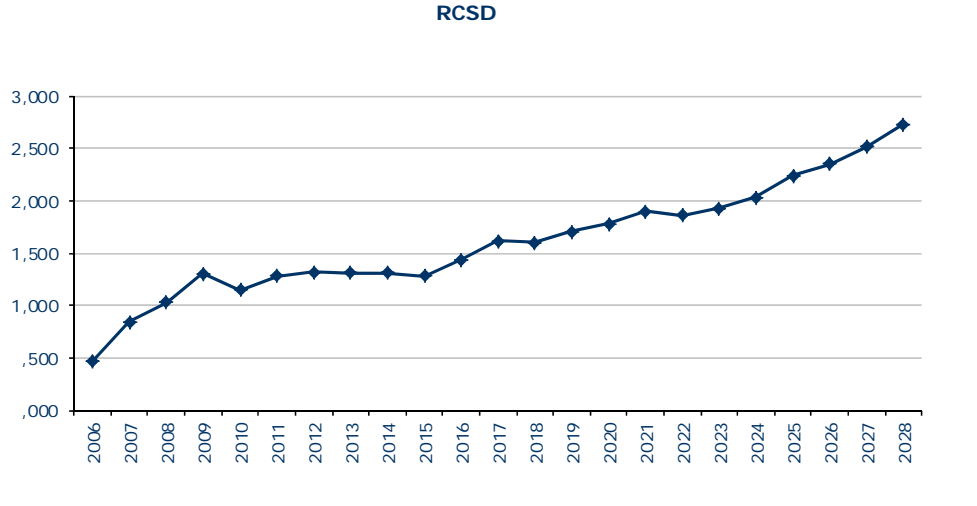


Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda⁴ (RCS D) muestra cuán holgada o no se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado en ese periodo. La evolución y proyección de este indicador se muestra en el gráfico que sigue.

³ Para los años 2006, 2007, 2008 y 2009 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2010 en adelante se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.

⁴ Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

RCS D

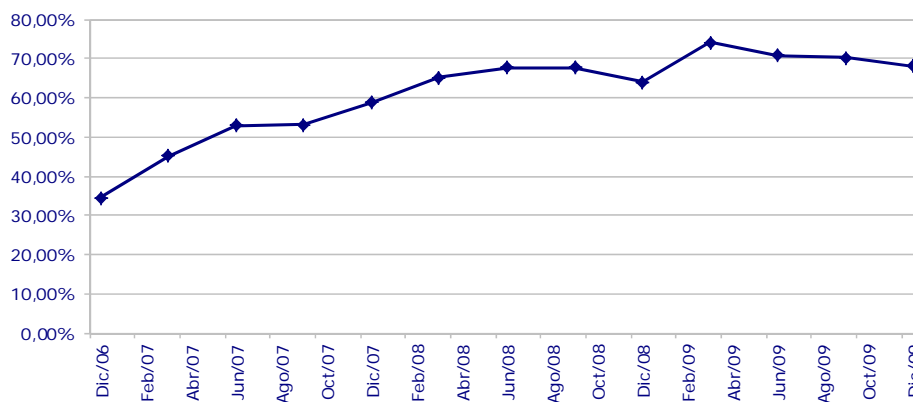


EBITDA

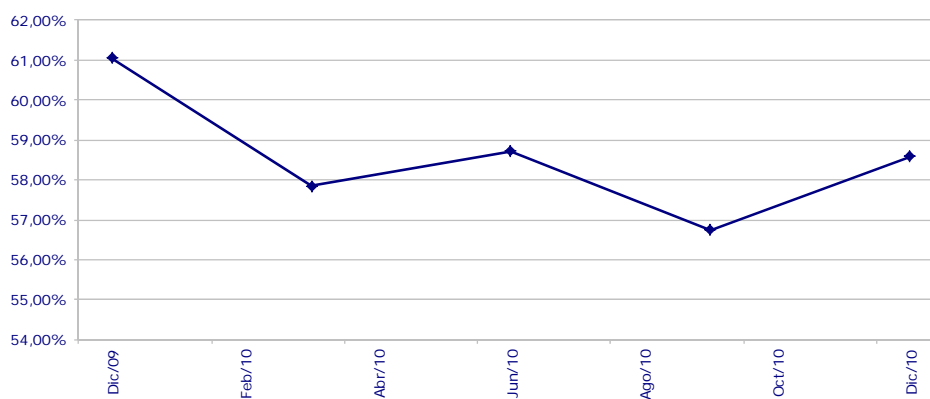
El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Se puede observar que desde diciembre de 2006 a diciembre de 2009, como porcentaje de los ingresos, ha mostrado una tendencia al alza constante (exceptuando diciembre de 2008). De esta forma vemos que este indicador pasa de una relación de 34% en diciembre de 2006 a 68% en diciembre de 2009, este aumento en el indicador es esperable, puesto que en los primeros años de operación la autopista comienza a presentar una maduración importante lo cual se ve reflejado en el margen ingresos de las concesiones.

El año 2010 la compañía informa por primera vez bajo la norma IFRS, de esta manera se puede observar que el primer año bajo aquel esquema la concesionaria presenta un indicador margen EBITDA en torno al 58%.

EBITDA / Ingresos



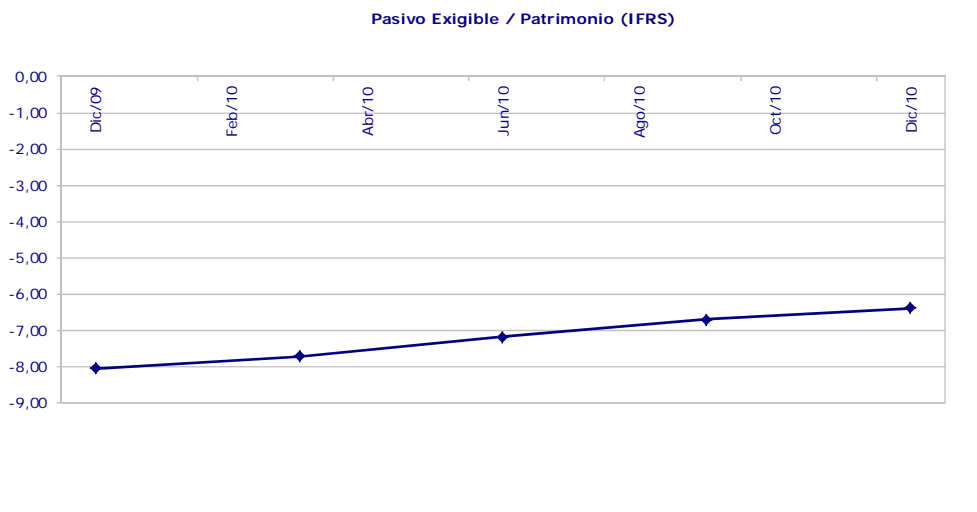
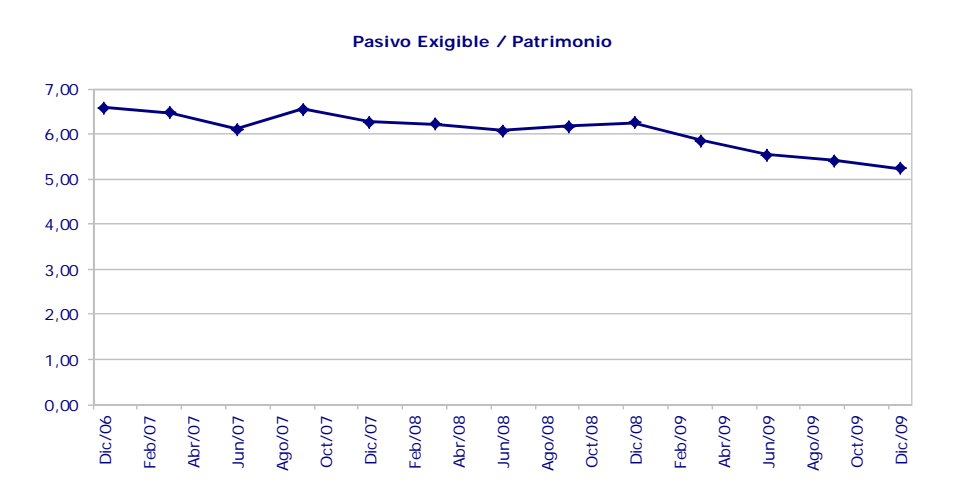
EBITDA / Ingresos (IFRS)



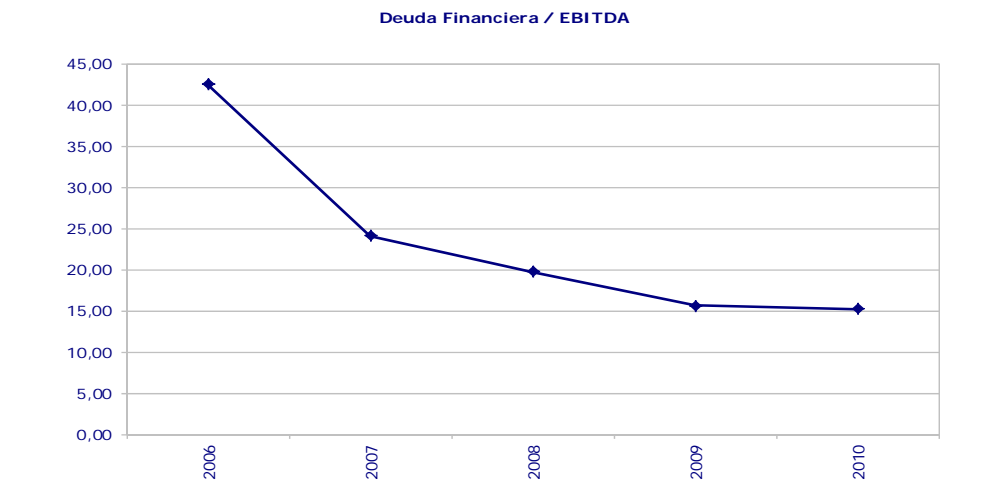
Endeudamiento

El endeudamiento de Vespucio Norte Express muestra cierta volatilidad con tendencia a la baja. Vemos que el pasivo exigible sobre patrimonio en los últimos cuatro años ha variado desde una razón de 7,26 hasta 5,23 veces en diciembre de 2009.

Bajo la norma IFRS, se puede observar que el primer año bajo aquel esquema la concesionaria presenta un indicador de pasivo sobre patrimonio de -8,05 veces en diciembre de 2009, llegando a un indicador de -6,38 en diciembre de 2010. El hecho que este indicador sea negativo bajo la nueva norma contable, obedece principalmente a la eliminación de la corrección monetaria al patrimonio y el reverso contable de los gastos financieros activados en la etapa de explotación.



La deuda financiera medida en términos del EBITDA ha mostrado una tendencia a la baja debido al aumento del EBITDA en el periodo analizado. Por su parte, la deuda financiera se ha mantenido relativamente constante en este periodo. El indicador asciende a 15,17 veces y el plazo remanente de la concesión es de 24 años.



“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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”