



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

Analista

Gonzalo Neculmán G.
Tel. 56 – 2 – 433 52 00
gonzalo.neculman@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A.

Abril 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
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	A Estable¹
EEFF base	
31 de diciembre 2012	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Líneas de bonos Serie A1 Serie A2	N° 372 de 01.06.04 Primera emisión Primera emisión

Características Bono Colocado en Chile				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente	Fecha Vencimiento
A1	5,3%	Semestral	15.680.000	Dic 2028
A2	5,3%	Semestral	490 ²	Dic 2028

EERR IFRS			
M\$	Dic -12	Dic -11	Dic-10
Ingresos de actividades ordinarias	46.992.018	43.940.140	34.720.727
Costos de Ventas	-24.510.365	-16.175.907	-14.826.742
Gasto de Administración	-3.364.969	-4.305.378	-2.914.662
Costos financieros	-29.694.679	-28.451.407	-26.807.556
Ganancia	-9.273.228	-11.642.323	-14.434.596

Balance General Consolidado, IFRS			
M\$	Dic -12	Dic-11	Dic-10
Activos Corrientes	56.217.863	57.636.913	44.438.711
Activos No Corrientes	289.680.694	286.012.247	288.129.222
Total Activos	345.898.557	343.649.160	332.567.933
Pasivos Corrientes	28.998.387	30.923.088	20.352.189
Pasivos No Corrientes	399.602.072	386.154.746	374.002.095
Patrimonio	-82.701.902	-73.428.674	-61.786.351
Total Pasivos y Patrimonio	345.898.557	343.377.144	332.567.933

¹ Tendencia anterior: Desfavorable.

² Marzo 2013.

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. 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.

Según estados financieros terminados a diciembre de 2012, durante el último ejercicio anual la sociedad concesionaria tuvo ingresos por actividades ordinarias por \$ 46.992 millones y un flujo neto proveniente de la operación de \$ 26.881 millones. La deuda financiera contable de la compañía asciende a \$ 325.382 mil millones.

La tendencia de la clasificación se modifica desde "*Desfavorable*" a "*Estable*" en atención a la tasa de crecimiento experimentada por los ingresos durante el ejercicio de 2012 (+15,6% excluido el importe por seguro recibido en 2011) situación que llevó a que el "Flujos de Efectivo Netos Procedentes de Actividades de Operación³" pasará de \$ 21.621 millones a \$ 26.881 millones (incremento del 24%). Asimismo, en opinión de la Clasificadora, el reajuste de tarifas y las estimaciones que se tienen respecto a la variación del producto interno nacional, permiten presumir auspiciosas perspectivas para los ingresos de la concesionaria en el año en curso lo cual está en línea con estudios independientes.

La clasificación en "*Categoría A*" para los bonos emitidos por **Vespucio Norte Express** se fundamenta principalmente en las expectativas de incremento 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. Lo anterior redundaría en que la demanda de la autopista debiera ser creciente tal como lo ha mostrado en los últimos tres años, lo cual impactaría favorablemente en los ingresos de la concesión.

En forma conjunta con lo anterior, la evaluación incorpora como elemento positivo la capacidad de la concesionaria para reajustar en forma recurrente sus tarifas, ello en conformidad con lo establecido en el contrato de concesión.

³ El RCDS calculado por la compañía mostró un *ratio* de 1,09.

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. Según información a diciembre de 2012 la empresa mantenía efectivo y equivalente por un monto de \$ 30.673 millones (aproximadamente US\$ 64 millones), lo que representa aproximadamente 1,3 veces los vencimiento del bono para 2013.

Adicionalmente, el proceso de evaluación incorpora como elemento positivo el hecho que el plazo de la concesión supere al plazo de duración de los bonos, generando holguras de flujos a partir del año 2029 que facilitan el acceso a financiamiento de **Vespucio Norte Express** en casos de eventuales problemas de liquidez.

También, como fortaleza secundaria, se considera la utilización del sistema *Free Flow* para el cobro del peaje, lo cual redundará positivamente en los tiempos de desplazamiento y la entrega de un mejor servicio al usuario, y un 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 clasificación considera, además, como un elemento importante el crecimiento que ha tenido el sistema de autopistas concesionadas dentro del país y en especial en la región metropolitana, mostrando comportamiento en tráficos con un constante crecimiento y con una demanda, que según la información histórica, ha demostrado ser bastante inelástica en relación a diversos elementos, tales como crisis económicas, aumentos de precios y catástrofes naturales. En el caso de Vespucio Norte Express, si bien tuvo daños considerables producto del terremoto del año 2010, en los años posteriores ha logrado conseguir aumentos en el crecimiento del tráfico vehicular.

En cuanto a los análisis efectuados respecto a la suficiencia de los flujos esperados para la concesionaria, se tiene un indicador de cobertura global⁴ cercano a 1,3 veces si el horizonte de evaluación es hasta la fecha de término de los bonos y arroja un ratio en torno a 1,6 veces, si el análisis se extiende por toda la vigencia de la concesión. Estos indicadores se estiman con crecimientos conservadores en los ingresos (menores incluso a los arrojados por algunos estudios independientes).

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 y en las posteriores actualizaciones de los modelos utilizados por la clasificadora.

⁴ Se define como el valor actual del EBITDA proyectado, descontado a la tasa de los pasivos financieros, dividido por el saldo insoluto de los bonos. El EBITDA definido como Ganancia/(Pérdida) antes de Intereses, diferencias de cambio, otras unidades de reajuste, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

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 2012, la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 46.992 millones, lo que representa un aumento de 6,9% respecto del año anterior, producto principalmente de mayores ingresos por cobro de tarifa, el crecimiento normalizado (excluyendo las indemnizaciones del terremoto registradas el año 2011), ascendió a 15,6%. En el mismo período, los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 24.510 millones, lo que significó un aumento de 49,1% respecto del 2011; este elevado crecimiento, según lo informado por la concesionaria, es de carácter coyuntural y se explica en el reconocimiento en resultados de \$ 9.031 millones por provisiones acumuladas de deudores incobrables, cabe señalar que la provisión normalizada sería de \$2.375 millones⁵, por lo cual en este periodo se registra una mayor provisión por \$ 6.656 millones.

En el año 2012, los gastos de administración y ventas sumaron \$ 3.364 millones, lo que representó una disminución de 16,9% respecto de igual período de 2011. El costo financiero del período alcanzó los \$ 29.694 millones, lo que es 4,4% mayor a lo registrado el año anterior.

Cabe señalar que a diciembre de 2012 el RCSD calculado por la compañía ascendió a 1,09, siendo mayor al 1,01 presentado en el año anterior.

Con todo, la pérdida ascendió a \$ 9.273 millones, comparándose positivamente con los \$ 11.642 millones de pérdida del año anterior, esta pérdida contable se produce fundamentalmente por resultado por unidades de reajuste negativo del periodo y los costos financieros contables de la compañía.

Antecedentes 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.

⁵ De acuerdo a lo informado por la compañía.

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.

Patrocinadores

La estructura societaria de **Vespucio Norte Express** a marzo de 2013 es la siguiente:

Nombre	Número de acciones suscritas	% de propiedad (*)
TAURUS HOLDINGS CHILE S.A.	42.999.999	99,999998%
BROOKFIELD AMERICAS INFRASTRUCTURE HOLDINGS INVERSIONES CHILE I LIMITADA.	1	0,0000023%

Brookfield

La empresa es controlada indirectamente por el fondo Brookfield. Brookfield es un consorcio cuyo objeto es la administración de activos a nivel global, con inversiones importantes en los sectores de energía e infraestructura, junto con el área inmobiliaria y también servicios financieros. El fondo maneja a nivel global cerca de US\$ 175.000 millones. Brookfield cotiza en el NYSE, TSX y Euronext Amsterdam.

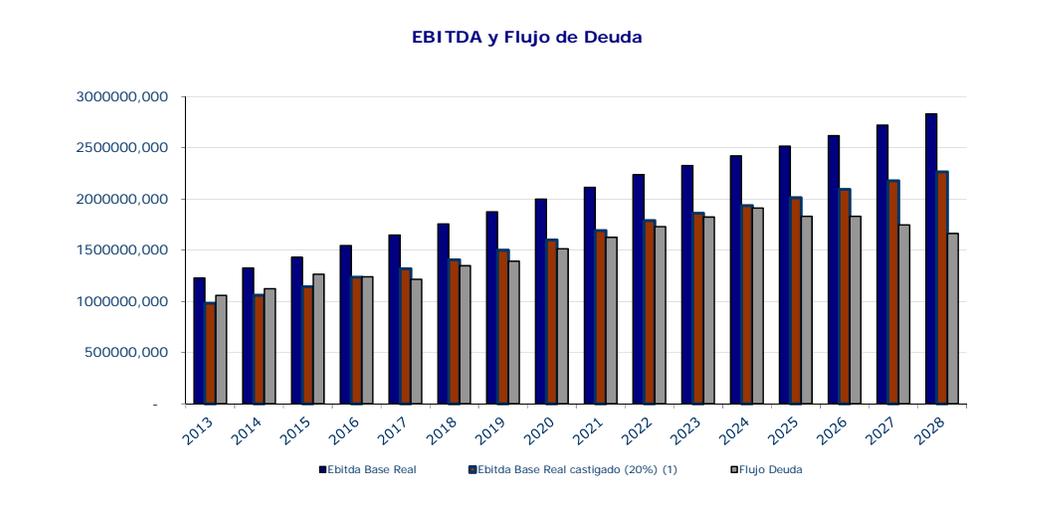
Actualmente el fondo posee presencia en Chile además de **Vespucio Norte Express**, en Túnel San Cristobal y en la compañía Transelec S.A.

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

El siguiente gráfico muestra las proyecciones para el EBITDA⁶ 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.

⁶ Definido como Ganancia/(Pérdida) antes de Intereses, diferencias de cambio, otras unidades de reajuste, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Para los primeros años se estima un crecimiento en los ingresos con cifras un poco menores a los dos dígitos y se mantiene la estructura de costos y gastos en relación a su ingreso que presenta actualmente la empresa. Cifras en U.F.



(1): Corresponde a las proyecciones de EBITDA de **Humphreys**, utilizando como base la información histórica de la compañía. Las tasas de crecimiento de los ingresos del nuevo escenario base se ha ajustado según los crecimientos que ha mostrado históricamente la concesión, utilizando criterios conservadores.

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

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

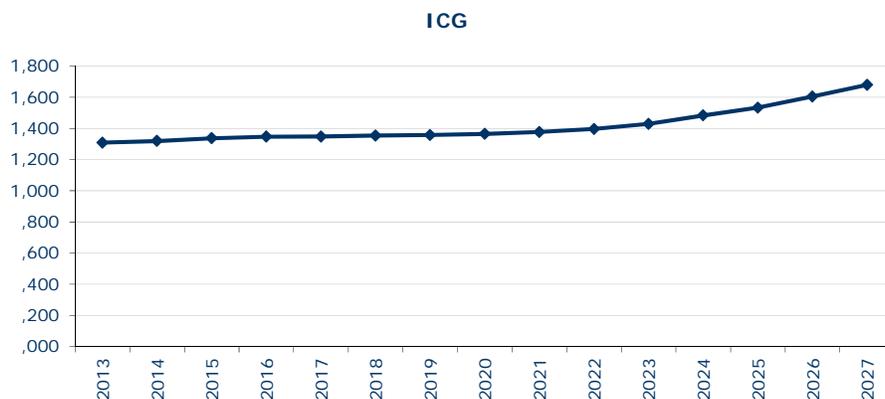
Indicador de cobertura

El indicador de cobertura global es calculado como el valor presente del EBITDA⁷ 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.

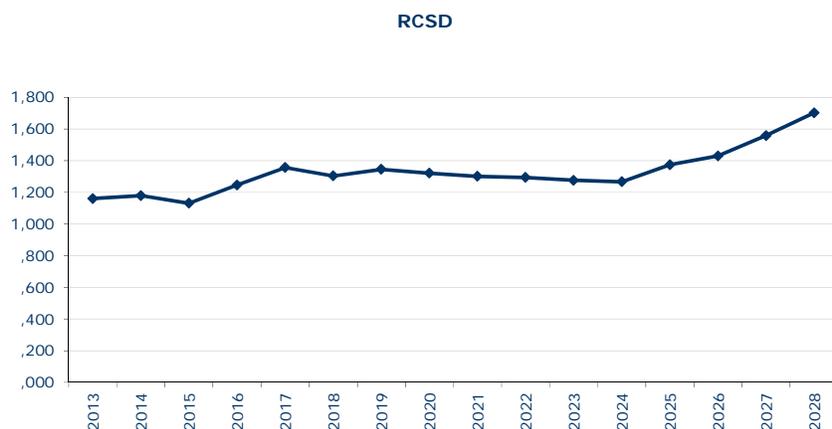
Para **Vespucio Norte Express**, el indicador proyectado para periodos futuros se mantiene sobre uno, y con una tendencia creciente. La evolución y proyección del indicador de cobertura global⁸ se muestra a continuación.

⁷ Se define como Ganancia/(Pérdida) antes de Intereses, diferencias de cambio, otras unidades de reajuste, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

⁸ desde 2013 en adelante se proyecta en base a supuestos utilizados por **Humphreys**, usando tasas de crecimiento en los ingresos menores a los que arroja el último estudio de tráfico con que se cuenta. Con tasas de crecimiento en el ingreso que se presentan decrecientes en los próximos años.



Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda⁹ (RCSD) muestra cuán holgado o estrecho es el Flujo estimado en cada periodo para la sociedad en relación con el pago programado de su deuda. La evolución y proyección de este indicador se muestra en el gráfico que sigue.

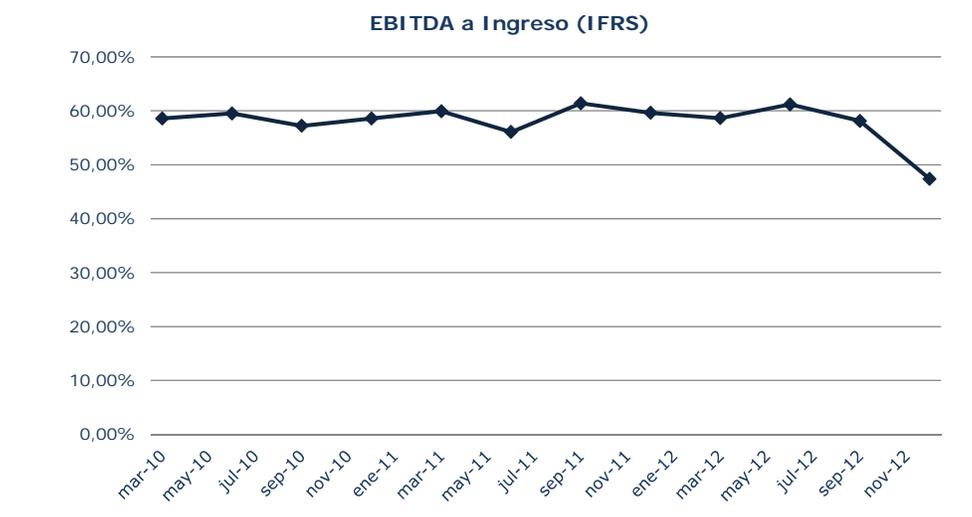
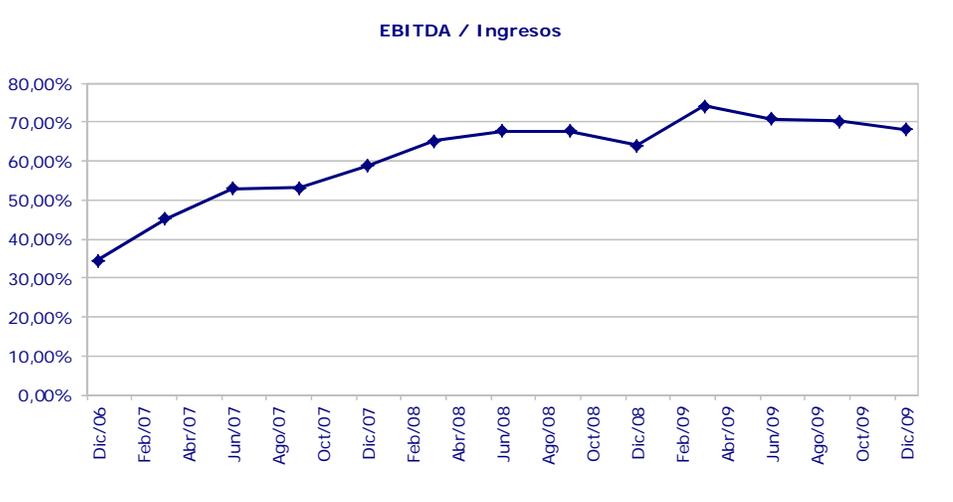


EBITDA e ingresos

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 la concesiones.

⁹ Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

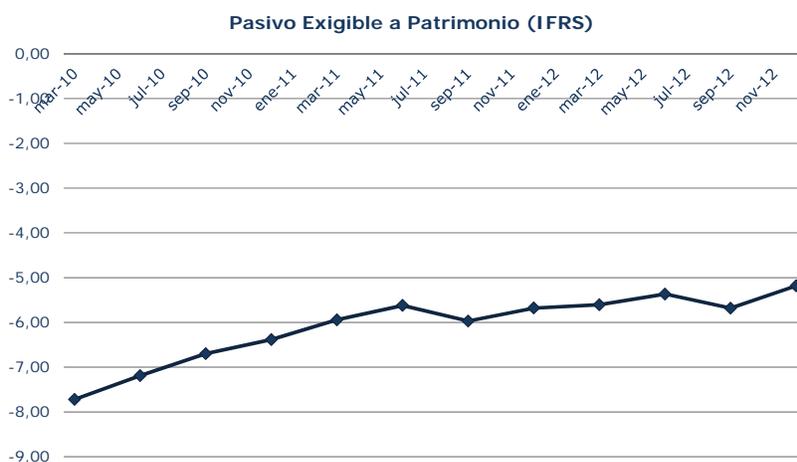
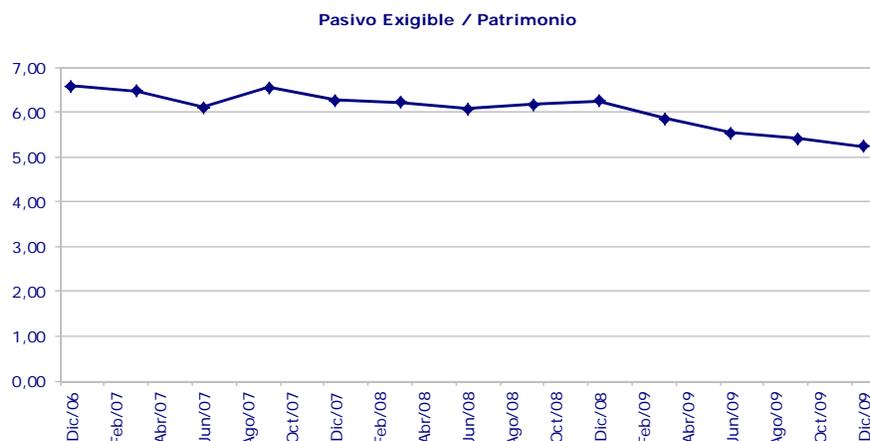
El año 2010, 2011 y 2012 la compañía informa bajo la norma IFRS; dentro de esta modalidad el indicador se encuentra en torno al 60%, con una baja en el último periodo producto del reconocimiento en resultado de una provisión por deudores incobrables (mayor provisión de \$ 6.656 millones), explicada anteriormente.



Endeudamiento

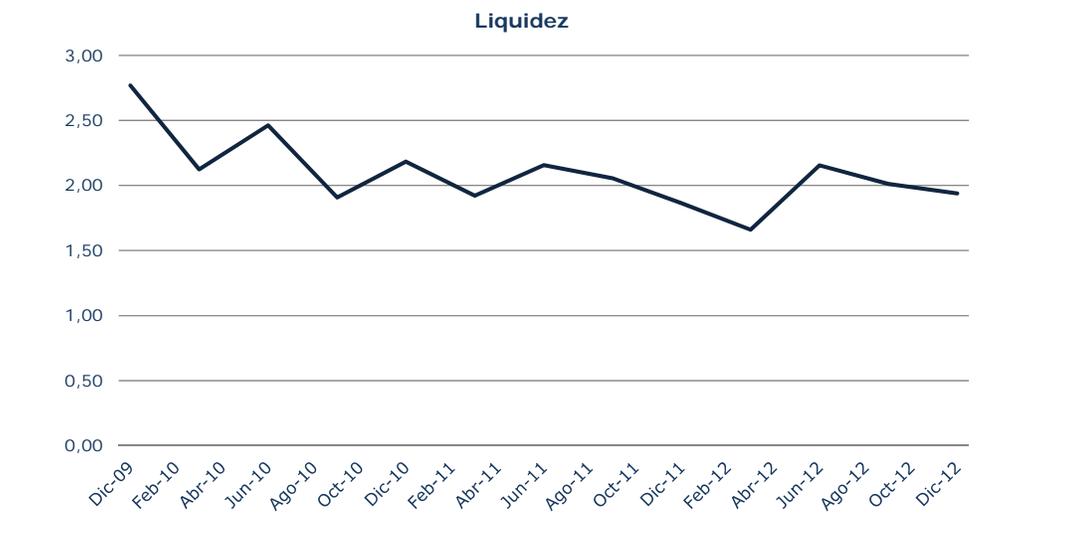
El endeudamiento de Vespucio Norte Express muestra cierta volatilidad con tendencia a la baja. Vemos que el pasivo exigible sobre patrimonio ha variado desde una razón de 7,26 hasta 5,23 veces desde diciembre de 2006 a diciembre de 2009.

Bajo la norma IFRS, se puede observar que la concesionaria presenta un indicador de pasivo sobre patrimonio de -8,05 veces en diciembre de 2009, llegando a un indicador de -5,18 en diciembre de 2012. El hecho que este indicador sea negativo bajo la nueva norma contable, obedece principalmente a la eliminación de la corrección monetaria patrimonial y al reverso contable de los gastos financieros activados en la etapa de explotación, todo lo cual ha llevado a que la sociedad presente un patrimonio corregido negativo.



Liquidez

La concesionaria presenta buenos indicadores de liquidez, producto de las reservas que debe efectuar, para distintos tipos de pagos, tales como mantenciones y pago de cupón entre otros. A diciembre de 2012, en indicador medido como activo corriente sobre pasivo corriente llegaba a 1,94 veces.



“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”.