



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista

Hernán Jiménez Aguayo

Tel. (56-2) 2433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

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

**Abril 2014**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 5200 – Fax 2433 5201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	<b>A</b> <b>Estable</b>
EEFF base	
31 de diciembre 2013	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Líneas de bonos Serie A1 Serie A2	Nº 372 de 01.06.04 Primera emisión Primera emisión

Características Bono Colocado en Chile (mar-2014)				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente	Fecha Vencimiento
A1	5,3%	Semestral	15.440.000	dic-2028
A2	5,3%	Semestral	483	dic-2028

EERR IFRS				
M\$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Ingresos de actividades ordinarias	34.720.727	43.940.140	46.992.018	53.400.667
Costos de Ventas	-14.826.742	-16.175.907	-24.510.365	-19.559.495
Gasto de Administración	-2.914.662	-4.305.378	-3.364.696	-3.556.078
Costos financieros	-26.807.556	-28.451.407	-29.694.679	-30.145.408
Ganancia	-14.434.596	-11.642.323	-8.996.167	-1.366.139

Balance General Consolidado, IFRS				
M\$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Activos Corrientes	44.438.711	57.636.913	51.818.949	56.540.509
Activos No Corrientes	288.129.222	286.012.247	292.597.968	292.389.899
Total Activos	332.567.933	343.649.160	344.416.917	348.930.408
Pasivos Corrientes	20.352.189	30.923.088	28.998.387	20.575.107
Pasivos No Corrientes	374.002.095	386.154.746	390.997.756	405.300.666
Patrimonio	-61.786.351	-73.428.674	-82.701.902	-76.945.365
Total Pasivos y Patrimonio	332.567.933	343.649.160	344.416.917	348.930.408

## 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.

Según estados financieros a diciembre de 2013, la sociedad concesionaria tuvo ingresos por actividades ordinarias por \$ 53.401 millones, de los cuales \$ 48.999 millones corresponden a ingresos por peajes mientras que la deuda financiera contable de la compañía asciende a \$ 327.374 millones.

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 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 debiera ser creciente tal como lo ha mostrado en los últimos 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.

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 2013, la empresa mantenía efectivo y equivalente al efectivo por un monto de \$ 36.797 millones (aproximadamente US\$ 70,1 millones), lo que representa aproximadamente 1,3 veces los vencimientos del bono para el 2014. Adicionalmente, el proceso de valuación incorpora como elemento positivo el hecho que el plazo de la concesión supere el 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 se considera 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 tráfico 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 Global<sup>1</sup> el cual se mantiene cercano a 1,9 veces si el horizonte de evaluación es hasta la fecha de término de los bonos. Este indicador se estima con crecimientos conservadores en los ingresos (menores incluso a los arrojados por algunos estudios independientes).

La tendencia de la clasificación se mantiene en "Estable" debido a que el nivel de los ingresos se encuentra cerca de los proyectados por los estudios independientes mientras que los ingresos registrados por la explotación de la concesión continúa creciendo por sobre los dos dígitos (11,4% a cierre de 2013). Además, 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.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Capacidad de reajuste de tarifas dado por las bases de licitación, elemento que le otorga a la concesión alta probabilidad de crecimiento en sus 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 más bien inelástica respecto de crisis económicas, aumentos de precios y catástrofes naturales.
- Uso de sistema de Free Flow.

#### Riesgos considerados

- Se considera como riesgo que la concesión debe presentar crecimientos en sus flujos para dar cumplimiento a sus obligación (este riesgo se ve atenuado por los incrementos de los ingresos que ha presentado la concesión en sus últimos periodos y las expectativas favorables de ellos)
- Siniestro que afecten el uso normal de la autopista (atenuado por lucro cesante).
- En comparación con otras concesiones, la autopista no tiene mecanismos de IMG o MDI, que otorgue un piso a los ingresos que recibiría la sociedad concesionaria.

<sup>1</sup> 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

A diciembre de 2013, la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 53.401 millones, incrementándolo en 13,6% respecto al cierre del 2012 producto a un aumento en el tráfico y reajuste en la tarifa que se aplicó a principio de año. En el mismo periodo se registraron costos de venta por \$ 19.559 millones, 20,2% menos que los de hace un año atrás. Esta variación se registró por un menor cargo a clientes incobrables y aumentos en la amortización de activos intangibles y mayor provisión por mantención.

Los gastos de administración y venta fueron de \$ 3.556 millones, 5,7% más que el anterior, mientras que el costo financiero subió un 1,5% al registrar \$ 30.145 millones.

Con todo, la pérdida registrada fue de \$1.366 millones, a diferencia de la pérdida de 2012 que registró la concesionaria (\$ 8.996 millones).

## 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), la Ruta 5 norte, Ruta 68 (Santiago-Valparaíso) y Ruta 78 (Santiago-San Antonio) y las concesiones Vespucio Sur y Costanera Norte. El plazo de la concesión es por un periodo 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 2014 es la siguiente:

Nombre	Número de acciones	% de propiedad
Taurus Holding Chile S.A.	42.999.999	99,999998%
Brookfield Americas Infrastructure Holdings Inversiones Chile I Limitada	1	0,000002%

## Brookfield

La empresa es controlada indirectamente por el fondo Brookfield, el cual es un consorcio cuyo objetivo 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 más de US\$ 187.000 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 Cristóbal y en la compañía Transelec S.A.

## Análisis financiero

### Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

El siguiente gráfico muestra las proyecciones para el EBITDA<sup>2</sup> y los flujos de pagos del bono para los siguientes periodos, además se incluyen un *stress* 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 el balance para el pago de sus obligaciones, los cuales son equivalentes a más de un año de amortización e intereses de la deuda. Las proyecciones se pueden apreciar en la Ilustración 1.

<sup>2</sup> Definido como Ganancia / (Perdida) 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 un poco menos 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.

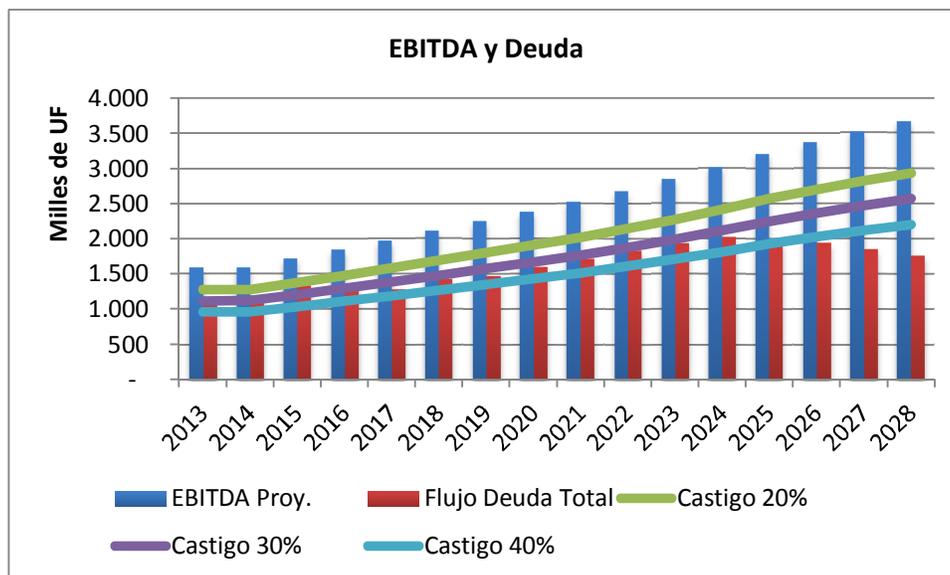


Ilustración 1: EBITDA y Deuda

## Indicador de cobertura

El Indicador de Cobertura Global es calculado como el valor presente del EBITDA proyectado, descontado por 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 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 e incrementa a medida que pasa el tiempo, como se puede observar en la Ilustración 2.

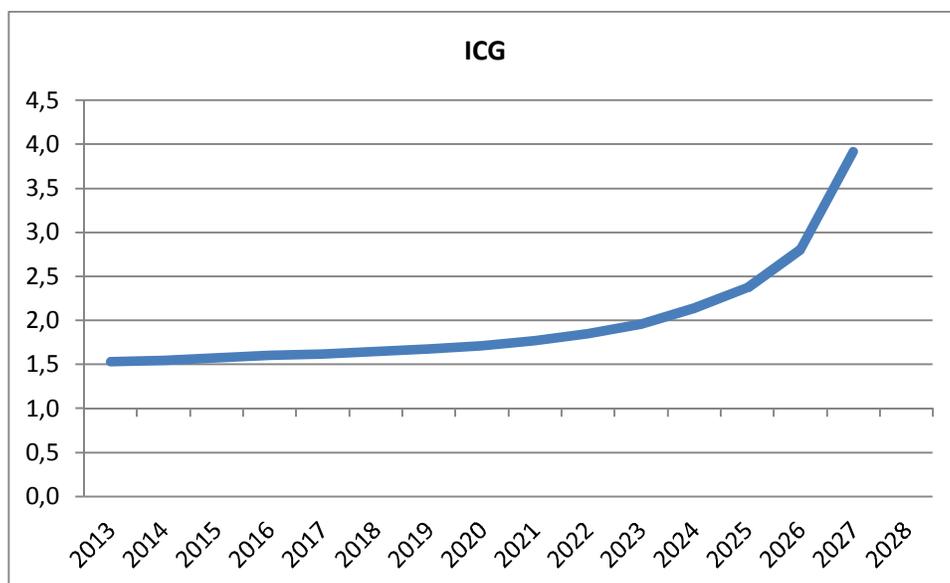
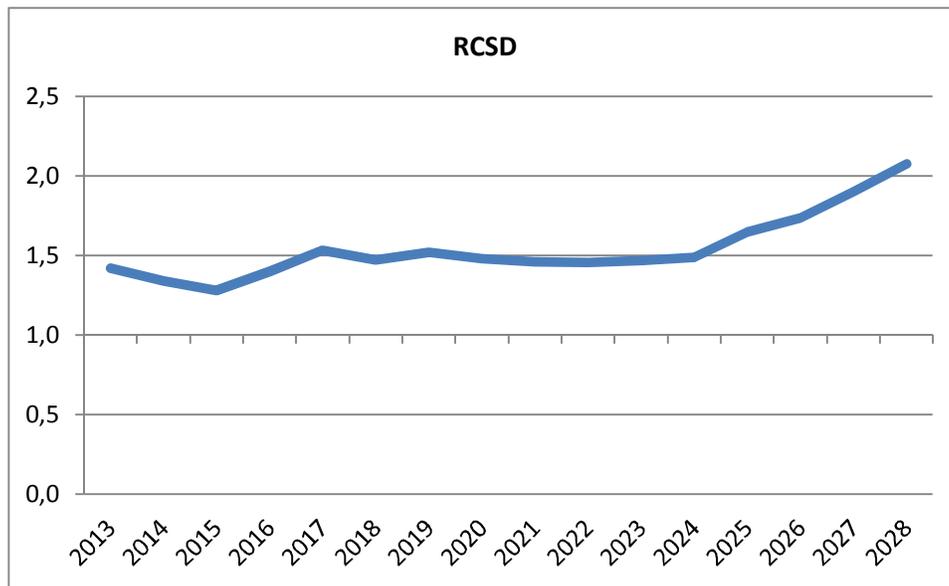
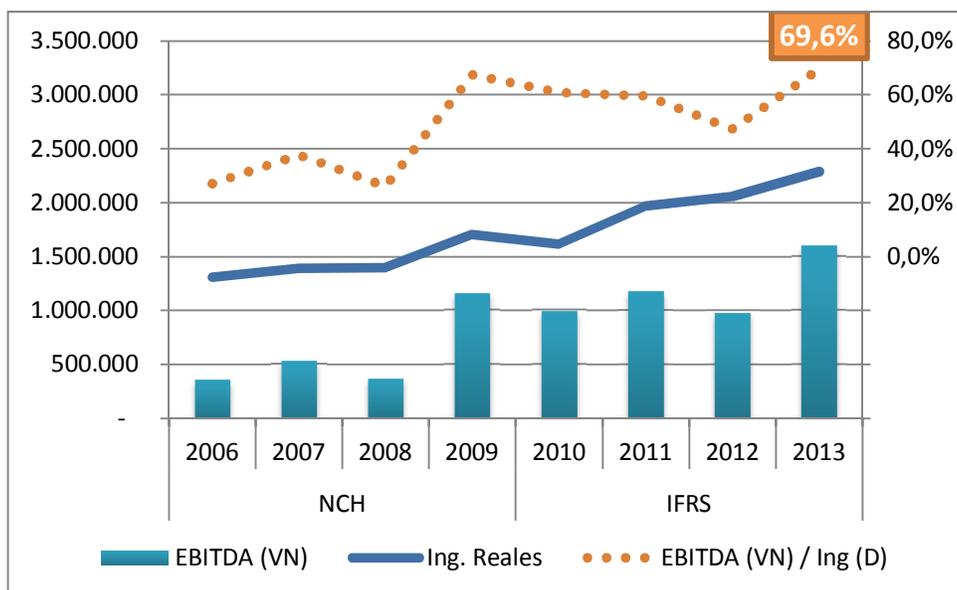


Ilustración 2: Indicador de Cobertura Global

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 periodo de la sociedad en relación con el pago programado de su deuda.



**Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de la Duda**



**Ilustración 4: EBITDA / Ingresos**

## EBITDA e ingresos

El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. En la Ilustración 4 se puede observar que desde el 2006 la relación del EBITDA con el ingreso ha sido creciente, lo cual es congruente con la maduración de la concesión.

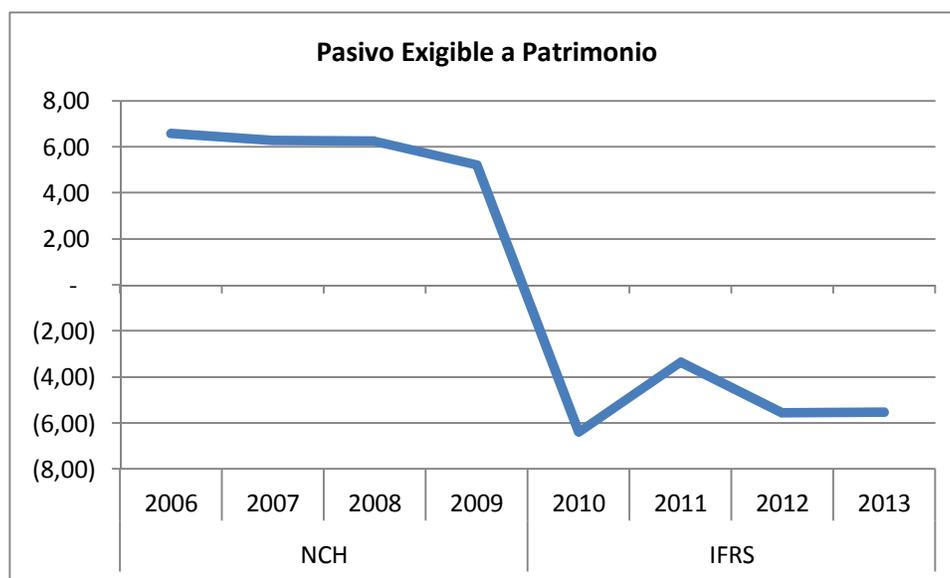
Sin embargo, tras el cambio de la norma contable IFRS el 2010, esta razón se ha vuelto más estable al moverse entre 40% y 60%.

## Endeudamiento

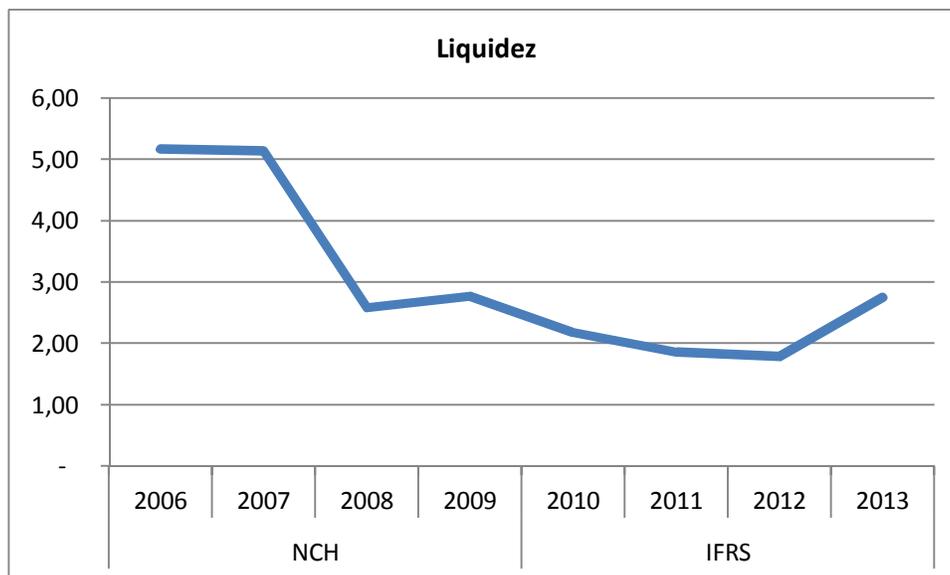
El endeudamiento de Vespucio Norte Express muestra una relación positiva hasta antes del cambio a la norma IFRS, el cual se movía en torno a seis veces. El efecto de la eliminación de la corrección monetaria y al reversar contablemente los gastos financieros activados en la etapa de explotación llevaron a que el patrimonio sea negativo, moviéndose estos últimos cuatro años entre menos cuatro veces y menos seis veces. La Ilustración 5 nos permite apreciar estos cambios en la relación.

## Liquidez

La concesionaria presenta buenos indicadores de liquidez, siempre por sobre la unidad independiente de la norma contable. Esto responde a las reservas que debe mantener la concesionaria por distintos tipo de pagos que tiene que realizar, tales como mantenciones y pago de cupón entre otros. A fines de 2013 mantenía una razón de liquidez de 2,75 veces, como se puede apreciar en la Ilustración 6.



**Ilustración 5: Relación Pasivo exigible a Patrimonio**



**Ilustración 6: 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 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.”*