



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A.

Abril 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos	A
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de diciembre 2015

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Líneas de bonos	Nº 372 de 01-06-04
Bono Serie A1 (BAVNO-A1)	Nº 372 de 01-06-05
Bono Serie A2 (BAVNO-A2)	Nº 372 de 01-06-06

Características Bono Colocado en Chile (ene-2016)				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente	Fecha Vencimiento
A1	5,30%	Semestral	14.640.000	dic-28
A2	5,30%	Semestral	458	dic-28

EERR IFRS					
M\$	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Ingresos de actividades ordinarias	43.940.140	46.992.018	53.400.667	59.288.807	69.505.278
Costos de Ventas	-16.175.907	-24.510.365	-19.559.495	-20.372.258	-22.138.199
Gasto de Administración	-4.305.378	-3.364.696	-3.556.078	-3.244.173	-3.052.147
Costos financieros	-28.451.407	-29.694.679	-30.145.408	-30.894.134	-31.440.173
Ganancia	-11.642.323	-8.996.167	-1.366.139	-9.368.864	2.698.979

Balance General Consolidado, IFRS					
M\$	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Activos Corrientes	57.636.913	51.818.949	55.712.578	58.446.120	80.353.575
Activos No Corrientes	286.012.247	292.597.968	292.389.899	312.242.428	308.180.213
Total Activos	343.649.160	344.416.917	348.102.477	370.688.548	388.533.788
Pasivos Corrientes	30.923.088	28.998.387	19.747.176	13.523.431	13.936.165
Pasivos No Corrientes	386.154.746	390.997.756	405.300.666	429.211.885	443.945.412
Patrimonio	-73.428.674	-82.701.902	-76.945.365	-72.046.768	-69.347.789
Total Pasivos y Patrimonio	343.649.160	344.416.917	348.102.477	370.688.548	388.533.788

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 los estados financieros a diciembre de 2015, la sociedad concesionaria tuvo ingresos por actividades ordinarias por \$ 69.505 millones, de los cuales \$ 61.841 millones corresponden a ingresos por peajes, mientras que la deuda financiera contable de la compañía asciende a \$ 346.754 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 2015, la empresa mantenía efectivo y equivalente al efectivo por un monto de \$ 60.575 millones (aproximadamente US\$ 85,3 millones), lo que representa aproximadamente 1,8 veces los vencimientos del bono para el 2016. Adicionalmente, el proceso de valuación incorpora 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 que facilitan el acceso a financiamiento de **Vespucio Norte Express** en casos de eventuales problemas de liquidez.

También se considera como un elemento importante, 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 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 Global el cual se aumentó a 2,1 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 ingresos se encuentra cerca de lo proyectado por los estudios independientes y continúan creciendo por sobre los dos dígitos promedio los últimos cuatro años (a pesar que en años en particulares se desvíe del crecimiento esperado). Además, en opinión de la Clasificadora, el reajuste de tarifas, 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 poco elástica 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 otorguen un piso a los ingresos que recibiría la sociedad concesionaria.

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 2015, la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 69.505 millones, incrementándolo un 17,2% respecto al cierre de 2014 debido a un mayor flujo vehicular y reajuste en la tarifa aplicada desde el principio del año 2015. En el mismo periodo se registraron costos de venta por \$ 22.138 millones, 8,7% más que el año anterior debido a una mayor estimación de deudores incobrables y la amortización y depreciaciones producto del aumento del ingreso.

Los gastos de administración y venta fueron de \$ 3.052 millones, 5,9% menos que el periodo anterior, mientras que el costo financiero se incrementó un 1,8% al registrar \$31.440 millones. Con todo, la sociedad logró registrar una ganancia de \$ 2.699 millones –a diferencia de la pérdida de \$ 9.369 millones registrada el año anterior– respondiendo a un incremento en la ganancia bruta y una menor variación de la UF.

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 período de 360 meses (30 años), contados desde la fecha de la firma del Decreto entre el MOP y el concesionario.

Patrocinadores

La estructura societaria de **Vespucio Norte Express** a diciembre de 2015 se presenta en la Tabla 1.

Tabla 1: Principales accionistas

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

Brookfield

La empresa es controlada indirectamente por el fondo Brookfield¹, 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, además del área inmobiliaria y servicios financieros. El fondo maneja a nivel global más de US\$ 225.000 millones. Brookfield cotiza en el NYSE, TSX y Euronext Amsterdam.

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

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

En la Ilustración 1 se muestra las proyecciones para el EBITDA², y los flujos de pago del bono para los siguientes períodos. Además se incluye un estrés 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 amortizaciones e intereses de la 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 y de forma estable para el resto del trascurso de la vigencia del bono, como se puede observar en la Ilustración 2.

¹ Taurus Holdings Chile S.A. es una sociedad anónima chilena de la cual Brookfields posee indirectamente el 100% de las acciones a través de Brookfield Americas Infrastructure Holdings Inversiones Chile I Limitada.

² Definido como Ganancia (Pérdida) 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 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.

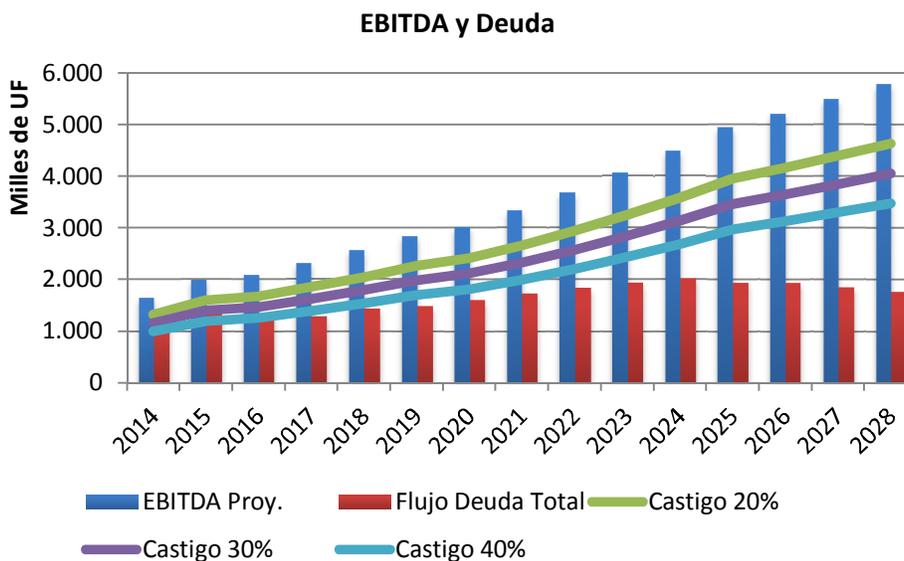


Ilustración 1: EBITDA y deuda de Vespucio Norte Express

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

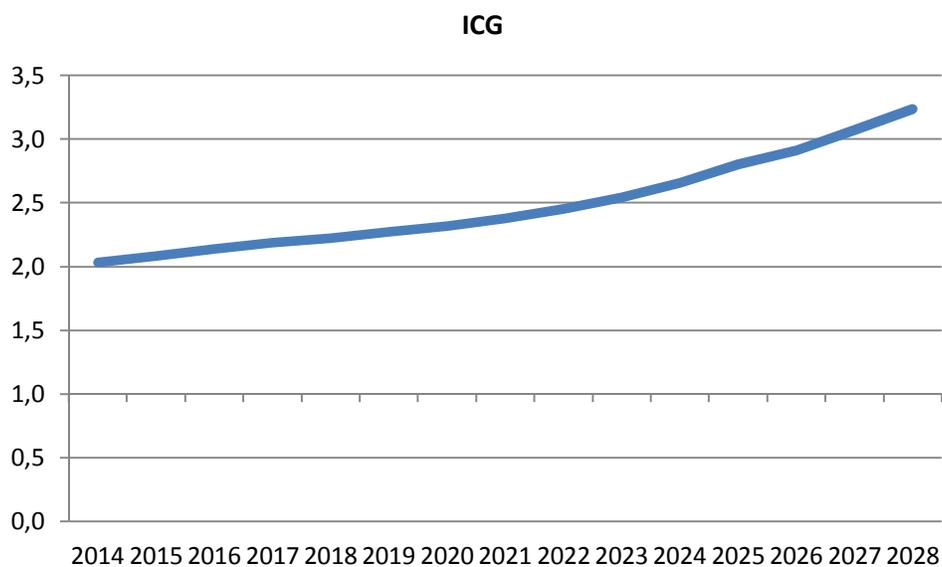


Ilustración 2: Indicador de Cobertura Global de Vespucio Norte Express

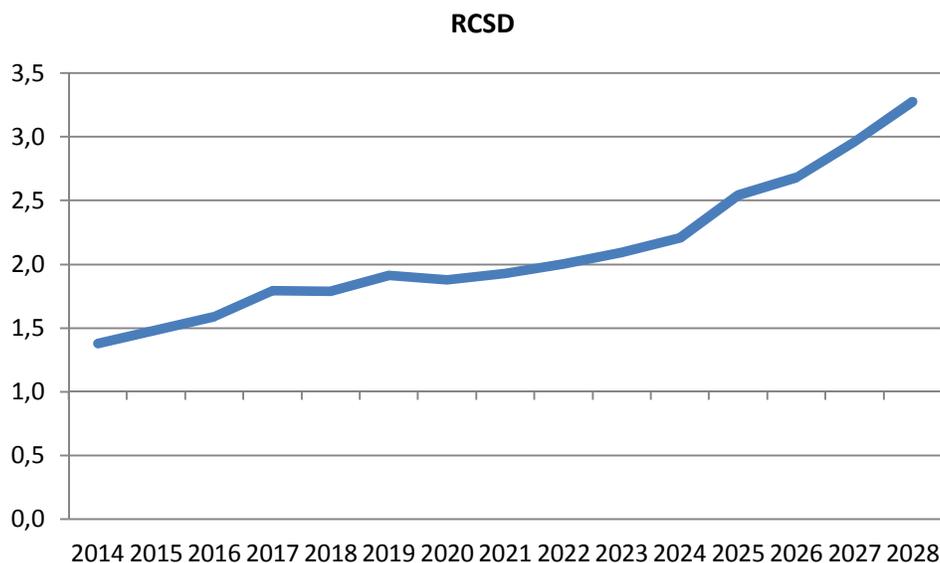


Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda de Vespucio Norte Express

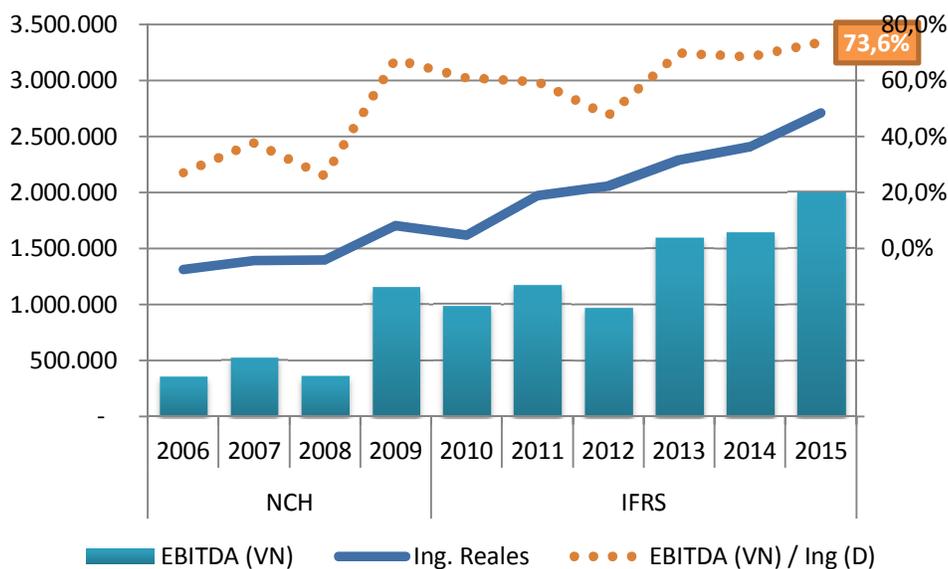


Ilustración 4: Ingreso y EBITDA de Vespucio Norte Express

EBITDA e ingresos

El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo en general. Por otro lado, la relación entre EBITDA e ingresos registrados por la concesionaria se ha mantenido cerca de 70% el 2015, similar al año anterior (73,6% vs 68,4% respectivamente). La Ilustración 4 presenta el comportamiento que han tenido estas variables a través del tiempo.

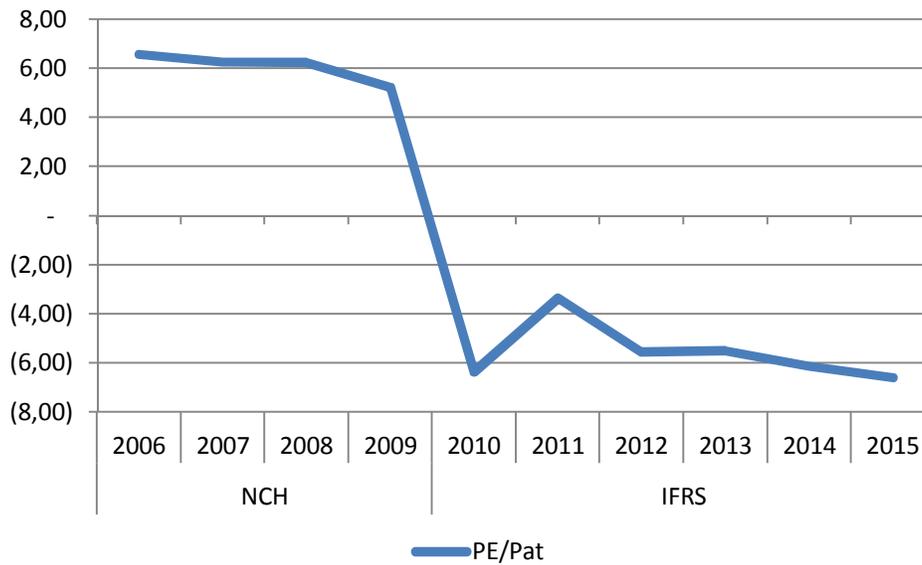


Ilustración 5: Endeudamiento de Vespucio Norte Express

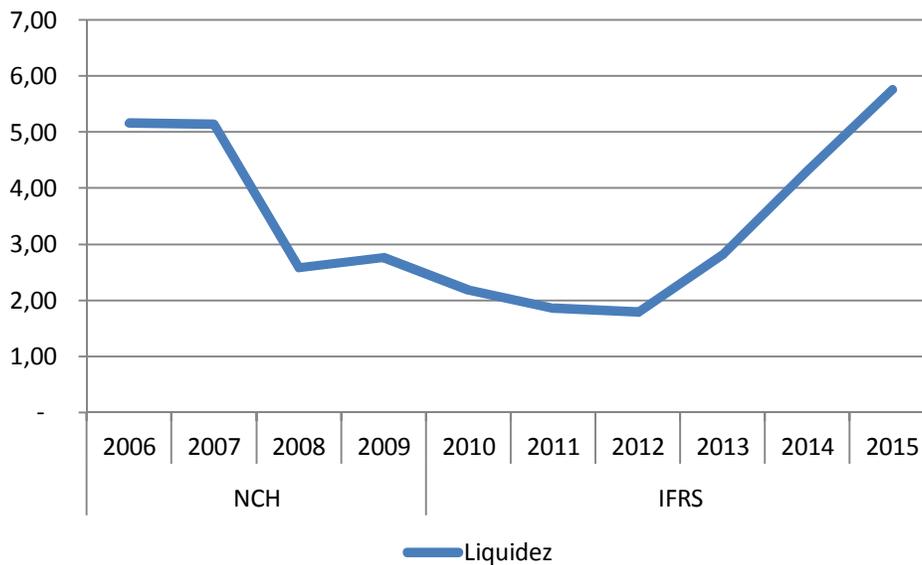


Ilustración 6: Relación de liquidez de Vespucio Norte Express

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 muestra la evolución del endeudamiento de la concesionaria.

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 tipos de pagos que tiene que realizar, tales como mantenciones y pago de cupón entre otros. A fines de 2015 mantenía una razón de liquidez de 5,77 veces, aumentando con respecto al año anterior, como se puede apreciar en la Ilustración 6.

"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."