



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analistas

Daniel Moreno C.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

daniel.moreno@humphreys.c

hernan.jimenez@humphreys.cl

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

**Abril 2018**

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	Favorable <sup>1</sup>
EEFF base	31 de diciembre 2017

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-2018)				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente	Fecha Vencimiento
A1	5,30%	Semestral	13.680.000	dic-28
A2	5,30%	Semestral	428	dic-28

EERR IFRS						
M\$	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Ingresos de actividades ordinarias	46.992.018	53.400.667	59.288.807	69.505.278	79.451.937	89.737.109
Costos de Ventas	-24.510.365	-19.559.495	-20.372.258	-22.138.199	-29.498.719	-28.933.227
Gasto de Administración	-3.364.696	-3.556.078	-3.244.173	-3.052.147	-3.205.330	-3.049.865
Costos financieros	-29.694.679	-30.145.408	-30.894.134	-31.440.173	-32.344.730	-30.156.314
Ganancia	-8.996.167	-1.366.139	-9.368.864	2.698.979	7.021.278	22.354.117

Balance General Consolidado, IFRS						
M\$	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Activos Corrientes	51.818.949	55.712.578	58.446.120	80.353.575	61.485.247	45.446.037
Activos No Corrientes	292.597.968	292.389.899	312.242.428	308.180.213	298.588.401	277.449.110
Total Activos	344.416.917	348.102.477	370.688.548	388.533.788	360.073.648	322.895.147
Pasivos Corrientes	28.998.387	19.747.176	13.523.431	13.936.165	72.142.460	34.051.525
Pasivos No Corrientes	390.997.756	405.300.666	429.211.885	443.945.412	350.257.699	328.816.016
Patrimonio	-82.701.902	-76.945.365	-72.046.768	-69.347.789	-62.326.511	-39.972.394
Total Pasivos y Patrimonio	344.416.917	348.102.477	370.688.548	388.533.788	360.073.648	322.895.147

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

## 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.

Durante 2017 la sociedad concesionaria registró ingresos por actividades ordinarias por \$ 89.737 millones, de los cuales \$ 80.429 millones corresponden a ingresos por peajes, mientras que la deuda financiera contable de la compañía asciende a \$ 342.002 millones.

La perspectiva de clasificación cambia desde "*Estable*" a "*Favorable*" dado que se estima que los niveles de liquidez mejorarían en el mediano plazo (mejores a los observados en las proyecciones anteriores de **Humphreys**). Además, dado la tasa de crecimiento de los flujos, se visualiza que se incrementará la holgura de los ingresos en relación con el pago de amortizaciones y gastos financieros.

La clasificación de los títulos de deuda en "*Categoría A+*" se fundamenta, principalmente, en la solidez y las expectativas de incremento del tráfico, 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, tal como lo ha mostrado en los últimos años, lo cual impactaría favorablemente en los ingresos de la concesión. En forma conjunta, la evaluación incorpora como elemento positivo la capacidad de la concesionaria para reajustar en forma recurrente sus tarifas, 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 2017, la empresa mantenía efectivo y equivalente al efectivo por un monto de \$ 11.876 millones (aproximadamente US\$ 19 millones), lo que representa, aproximadamente 0,4 veces los vencimientos del bono para el año 2018. Cabe destacar que a diciembre de 2017 se refleja en el pasivo corriente \$ 13.702 de deuda relacionadas; sin embargo, este pasivo sólo es exigible en la medida que la concesionaria mantenga adecuadamente provisionado los próximos vencimientos del bono. La referida deuda relacionada se

contabilizó en el corto plazo por cuanto las proyecciones del emisor indican que dentro de doce meses se cumplirían las condiciones para su amortización; de no ser así, dicha obligación no podría ser saldada.

Adicionalmente, el análisis de **Humphreys** considera 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. Esto facilita el acceso a financiamiento de **Vespucio Norte Express** en casos de eventuales problemas de liquidez.

Otro elemento importante, es 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 la autopista tuvo daños considerables producto del terremoto del año 2010, lo que afectó negativamente sus flujos, en los años posteriores ha logrado conseguir aumentos en el crecimiento del tráfico vehicular.

En cuanto a los análisis efectuados respecto de la suficiencia de los flujos esperados para la concesionaria, el Indicador de Cobertura Global se incrementó a 2,9 veces en un horizonte de evaluación hasta la fecha de término de los bonos. Este indicador considera hipótesis conservadoras respecto del crecimiento de los ingresos (menores incluso a los arrojados por algunos estudios independientes).

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.

## 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 obligaciones (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).
- 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>2</sup> o MDI<sup>3</sup>, 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.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Hechos recientes

En el año 2017 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 89.737 millones, lo que representó un alza de 12,9% respecto al cierre de 2016, debido a un mayor flujo vehicular y reajuste en la tarifa aplicada desde inicios del año 2017. En el mismo periodo, se registraron costos de venta por \$ 28.933 millones, 1,92% menos que el año anterior, si bien se incrementó la amortización, originado por el cambio de método de amortización, desde una basada en ingresos, a una modalidad basada en transacciones, se

<sup>2</sup> Ingreso Mínimo Garantizado.

<sup>3</sup> Mecanismo de Distribución de Ingresos.

produjeron disminuciones principalmente en mantención, tanto en infraestructura de la autopista como en el equipamiento administrativo.

Los gastos de administración y venta fueron de \$ 3.050 millones, 4,85% menor que el periodo anterior, mientras que el costo financiero disminuyó un 9,9% al registrar \$29.144 millones. De esta manera, la sociedad exhibió una ganancia de \$ 22.354 millones, lo que representa un incremento de más de 218% respecto a lo registrado en diciembre de 2016.

## 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 2017, 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 Brookfield<sup>4</sup>, 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\$ 285.000 millones. Brookfield cotiza en el NYSE, TSX y Euronext Amsterdam.

<sup>4</sup> 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 Infraestructure Holdings Inversiones Chile I Limitada.

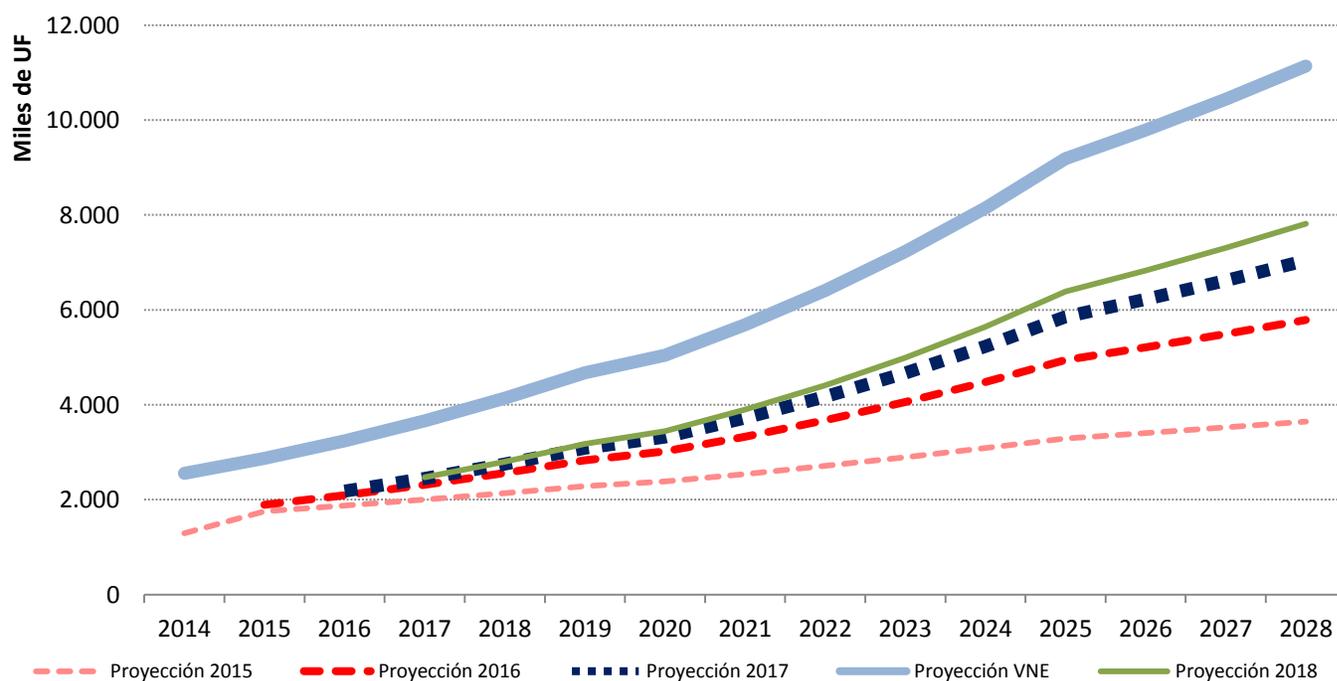
Actualmente el fondo posee presencia en Chile, además de **Vespucio Norte Express**, en el Túnel San Cristóbal y en la compañía Transelec S.A.

## Análisis financiero

### Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

La Ilustración 1 muestra las proyecciones para el EBITDA<sup>5</sup> y los flujos de pago del bono para los siguientes períodos. Además, se incluyen escenarios de 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.

Ilustración 1: EBITDA y deuda de Vespucio Norte Express

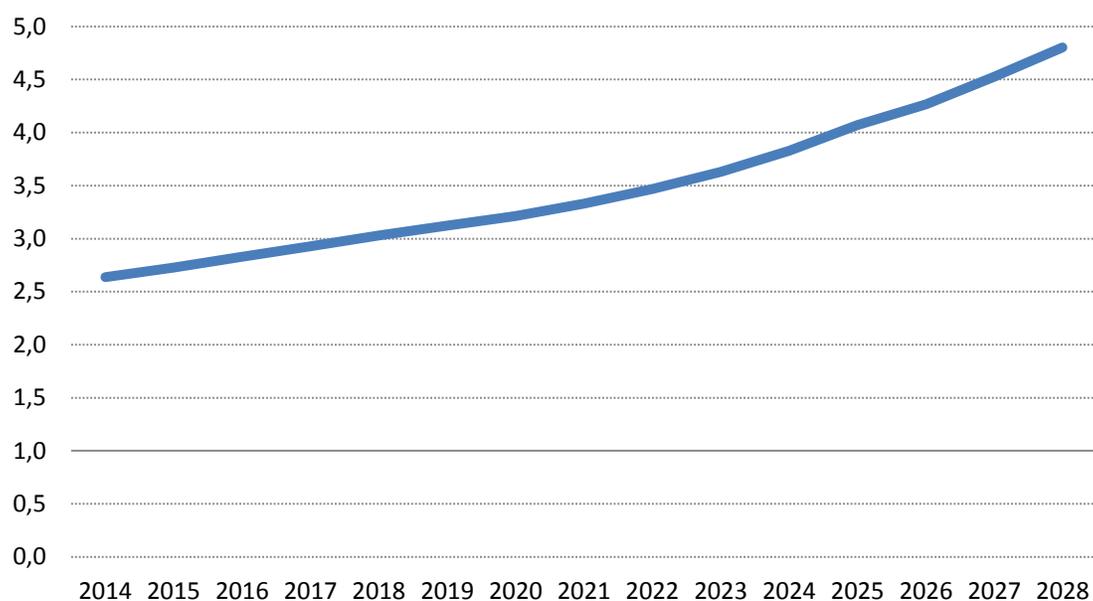


<sup>5</sup> Definido como Ganancia (Pérdida) antes de Intereses, diferencia de cambio, otras unidades de reajuste, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Para los primeros años se estima un crecimiento en los ingresos con cifras menores a los dos dígitos y se mantiene la estructura de costos y gastos en relación a su ingreso que presenta actualmente la empresa. Cifras en U.F.

## Indicador de cobertura

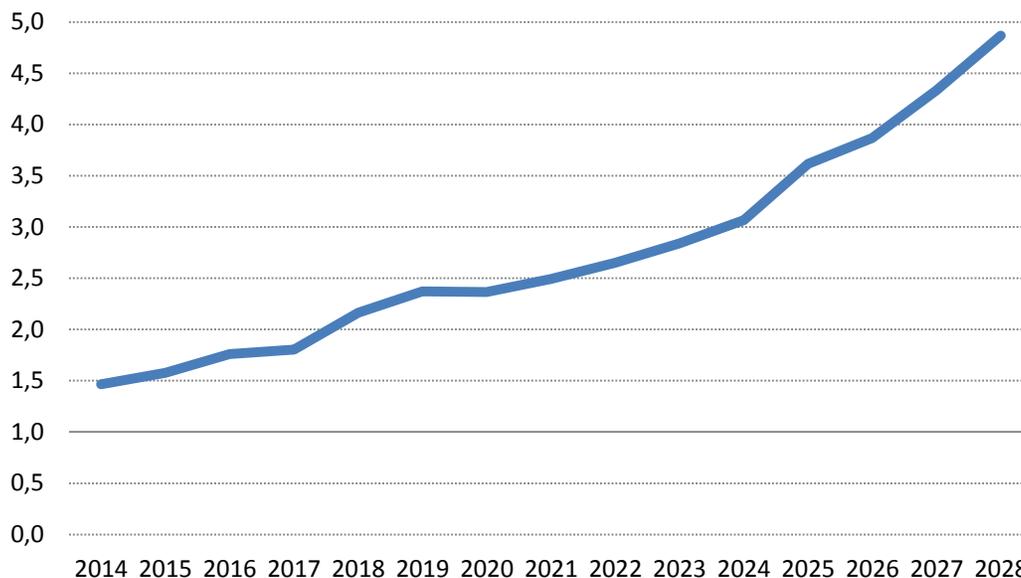
El Indicador de Cobertura Global es calculado como el valor presente del EBITDA proyectado, descontado a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda que mantiene la sociedad concesionaria. Así, se presume que si el indicador muestra una relación mayor a uno, los flujos de caja de la concesión –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 muestra una trayectoria creciente durante el transcurso de la vigencia del bono, como se puede observar en la Ilustración 2.

**Ilustración 2: Indicador de Cobertura Global 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. Se observa que para cada período el indicador exhibe un valor superior a la unidad, indicativo que la capacidad de generación de flujos es suficiente para el pago de los compromisos de la compañía.

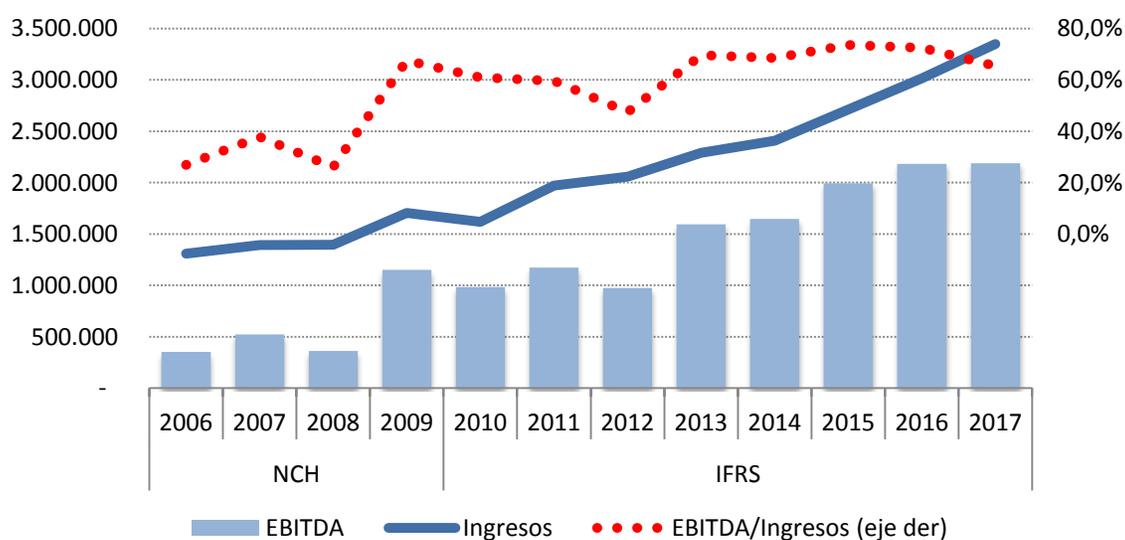
**Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda de Vespucio Norte Express**



## EBITDA e ingresos

El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Por otro lado, la relación entre EBITDA e ingresos registrados por la concesionaria se ha mantenido por sobre el 65% los años 2016 y 2017 (72,4% y 65,4%, respectivamente). La Ilustración 4 presenta el comportamiento que han tenido estas variables a través del tiempo.

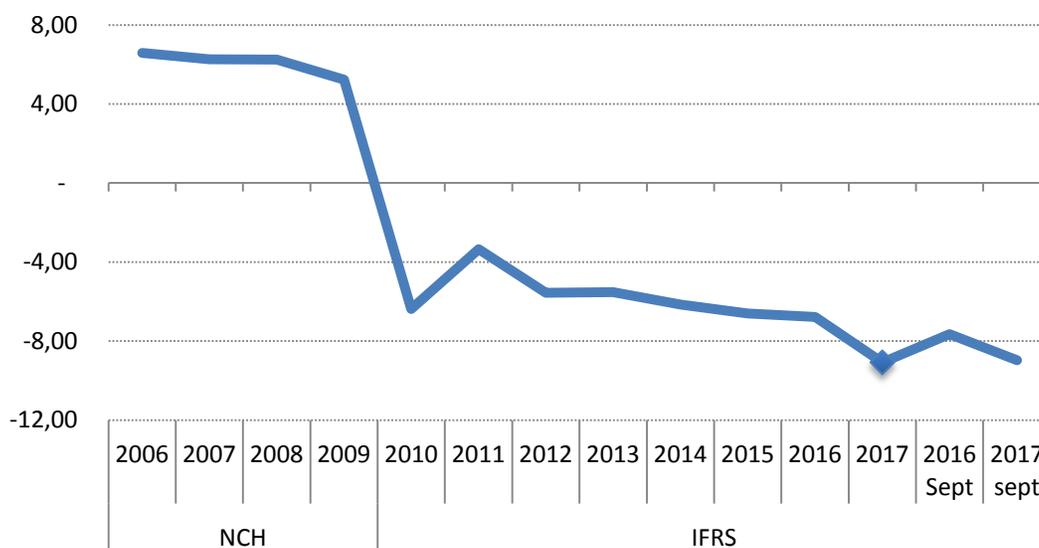
**Ilustración 4: Ingreso y EBITDA de Vespucio Norte Express**



## Endeudamiento

El endeudamiento de **Vespucio Norte Express** muestra una relación positiva hasta antes del cambio a la norma IFRS, situándose en valores en torno a seis veces. El efecto de la eliminación de la corrección monetaria y la reversa contable de los gastos financieros activados en la etapa de explotación llevaron a que el patrimonio sea negativo, registrando a diciembre de 2017 un valor de -9,1 debido a que la reducción del pasivo exigible registrada en el período fue mayor a la variación que presentó el patrimonio. La Ilustración 5 muestra la evolución del endeudamiento de la concesionaria.

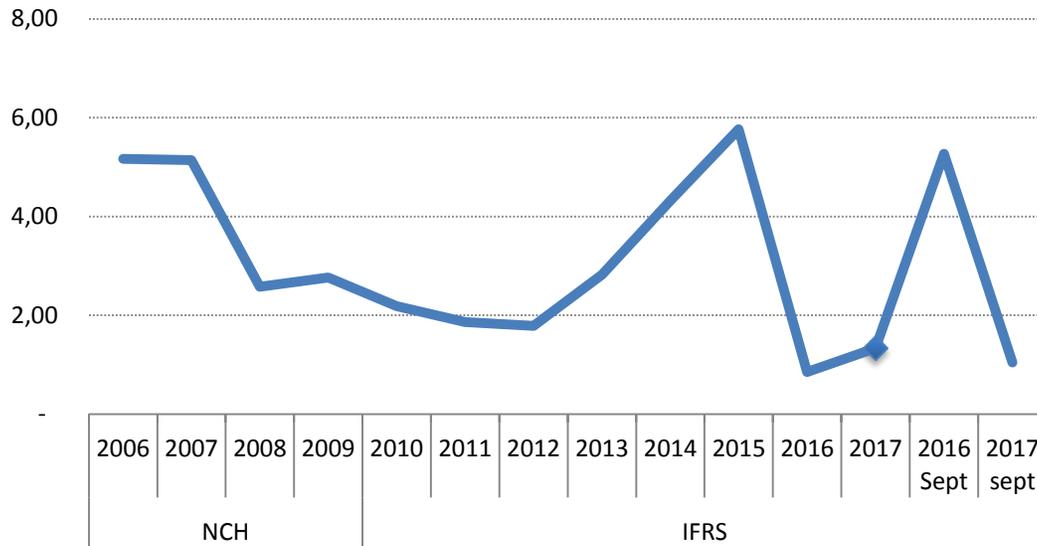
**Ilustración 5: Endeudamiento de Vespucio Norte Express**



## Liquidez

Hasta 2015 la concesionaria presentaba buenos y crecientes indicadores de liquidez. No obstante, durante el 2016 este indicador disminuyó drásticamente, debido a que se asumió el pago de la deuda subordinada que tenía la empresa con sociedades relacionadas, contabilizándose este valor como pasivo corriente lo que llevó a un indicador menor a la unidad. Durante el 2017 mejora el indicador logrando superar nuevamente la unidad, situándose en 1,34 veces a diciembre de 2017. La trayectoria de la liquidez se muestra en la Ilustración 6.

**Ilustración 6: Relación de liquidez de Vespucio Norte Express**



*"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."*