



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

**ANALISTAS:**  
Savka Vielma Huaiquiñir  
Ignacio Muñoz Quezada  
[savka.vielma@humphreys.cl](mailto:savka.vielma@humphreys.cl)  
[ignacio.muñoz@humphreys.cl](mailto:ignacio.muñoz@humphreys.cl)

**FECHA**  
Marzo 2024

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

Humphreys Clasificadora De Riesgo • @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Bonos	<b>AA-</b>
Tendencia	<b>Estable<sup>1</sup></b>
EEFF base	Septiembre 2023

**Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda**

Línea de bonos	Nº372 de 01.06.2004
Línea de bonos	Nº1.079 de 03.06.2021
Serie B (BAVNO-B)	Primera emisión

**Características Bonos Colocados en Chile**

Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual	Periodo de Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF) (ene-2024)	Fecha de Vencimiento
B	10.469.550	5,30%	Semestral	7.516.600	2028

**Estados de Resultados Individuales IFRS**

M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Ingresos de actividades ordinarias	97.759.951	102.883.799	84.393.715	110.057.883	128.375.308	109.329.814
Costos de Ventas	-31.062.427	-31.764.945	-28.494.319	-38.756.723	-46.724.607	-42.226.539
Gastos de Administración	-3.505.458	-3.521.563	-2.906.650	-3.639.218	-3.737.752	-3.273.825
Costos financieros	-26.134.266	-25.327.673	-24.875.660	-28.193.562	-29.713.050	-23.214.481
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>24.221.568</b>	<b>29.690.307</b>	<b>21.856.689</b>	<b>26.052.542</b>	<b>39.960.738</b>	<b>46.321.695</b>

**Estados de Situación Financiera Individuales IFRS**

M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Activos corrientes	51.039.866	61.197.931	83.062.180	86.287.331	106.368.990	137.764.702
Activos no corrientes	279.139.250	292.706.290	281.930.780	383.213.271	406.892.037	404.210.271
<b>Total activos</b>	<b>330.179.116</b>	<b>353.904.221</b>	<b>364.992.960</b>	<b>469.500.602</b>	<b>513.261.027</b>	<b>541.974.973</b>
Pasivos corrientes	24.031.353	29.607.915	36.444.914	37.144.315	56.956.628	62.796.275
Pasivos no corrientes	321.898.589	310.356.825	292.751.876	370.507.575	390.458.253	390.396.857
Patrimonio	-15.750.826	13.939.481	35.796.170	61.848.712	65.846.146	88.781.841
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>330.179.116</b>	<b>353.904.221</b>	<b>364.992.960</b>	<b>469.500.602</b>	<b>513.261.027</b>	<b>541.974.973</b>

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

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

**Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A. (Vespucio Norte)** 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.

Al cierre de septiembre de 2023, la sociedad concesionaria registró ingresos por actividades ordinarias por \$ 109.330 millones, de los cuales \$ 75.353 millones corresponden a ingresos por peaje, mientras que la deuda financiera contable de la compañía asciende a \$ 438.811 millones.

El cambio de tendencia de clasificación desde "*Favorable*" a "*Estable*" se explica principalmente a que las recuperaciones y aumentos previstos de tráfico, en base a las diferentes proyecciones analizadas, no han sido concordantes con la realidad exhibida por la compañía, postergando la mejoría de flujos para los siguientes períodos.

La clasificación de los bonos emitidos por **Vespucio Norte** en "*Categoría AA-*" responde al comportamiento esperado para el tráfico de la autopista concesionada lo cual le permitiría una generación de flujos que se califican como holgados en relación con los vencimientos anuales de la deuda. También, como factor positivo, se ha considerado los ingresos que la sociedad percibiría al término de la concesión como compensación por haber renunciado a reajustar las tarifas en un 3,5% anual, reajuste al que tenía derecho según el convenio inicial suscrito con el Ministerio de Obras Públicas (MOP) o, en su defecto, a extender la vigencia del contrato como alternativa de compensación; ambas situaciones le entregan mayor flexibilidad financiera. A ello se agrega la mejora y mantención de los niveles de liquidez de la compañía en los últimos años.

La clasificación de los títulos de deuda se fundamenta, además, en las expectativas de incremento de tráfico para la autopista, 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, impactando favorablemente en sus ingresos.

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 plazos a partir del año 2029. Esto facilita el acceso a financiamiento de **Vespucio Norte** en caso de eventuales problemas de liquidez.

En cuanto a los análisis efectuados respecto de la suficiencia de los flujos esperados para la concesionaria, el indicador de cobertura global<sup>2</sup> utilizado por **Humphreys** se ubica por sobre la unidad en un horizonte

<sup>2</sup> Calculado como el cociente entre el valor presente del EBITDA proyectado descontado a la tasa de la deuda financiera, y el saldo insoluto de la misma. Se entiende que si el indicador es mayor a uno, los flujos generados por la concesión son suficientes para cubrir el monto adeudado (bajo el supuesto que no existe descalces de caja).

de evaluación hasta el término de la concesión. El indicador considera hipótesis conservadoras respecto del crecimiento de los ingresos (menores incluso a los arrojados por algunos estudios independientes).

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 información histórica, ha demostrado ser bastante inelástica en relación con diversos elementos como aumentos de precios y catástrofes naturales. Excepcionalmente, durante 2023, se evidenció que las sociedades concesionarias presentaron un decrecimiento de su flujo vehicular con respecto al periodo anterior, explicado principalmente por el contexto económico del país.

En el ámbito de ASG, **Vespicio Norte** cuenta con un plan de gestión ambiental aprobado por el MOP donde incorporan monitoreo de ruido, cambio de luminaria a luces LED, calidad del aire, contaminación de vehículos de la empresa, residuos y sociocultural.

Por su parte, para mejorar la clasificación, es necesario que **Vespicio Norte** incremente su nivel de EBITDA en relación con sus pasivos financieros o, en su defecto, se disminuya significativamente su deuda financiera.

#### Resumen Fundamentos Clasificación

##### Fortalezas centrales

- Ingresos por percibir al término de la concesión como compensación por renunciar a efectuar los reajustes anuales de tarifas que le permitían las bases de licitación (flexibilidad financiera al poder requerir deuda contra dichos flujos).
- Elevados niveles de liquidez.

##### 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 *free flow*.

##### Riesgos considerados

- Siniestros que afecten el uso normal de la autopista (atenuado por lucro cesante).
- En comparación con otras concesiones, la autopista no tiene Ingresos Mínimo Garantizado o Mecanismo de Distribución de Ingresos que otorguen un piso a los flujos que recibiría la sociedad concesionaria.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

# Hechos recientes

## Septiembre 2023

Al cierre del tercer trimestre el 2023, **Vespucio Norte** tuvo ingresos por peaje de \$ 75.353 millones, los que representan una disminución de un 2,1% con respecto al mismo periodo del 2022, debido principalmente por menor circulación de vehículos en el tramo 6 de la ruta por trabajos de ampliación de una cuarta pista. En términos de ingresos por actividades ordinarias, estos aumentaron un 14,4% explicado por mayores ingresos provenientes del MOP por concepto de tarifas y mayor recaudación proveniente de usuarios infractores.

Por su parte, los costos de venta aumentaron desde \$ 34.172 millones en septiembre 2022 a \$ 42.227 millones en septiembre de 2023, creciendo un 23,6%. Con respecto a los gastos por administración, estos variaron un 25,1%, cerrando el tercer trimestre de 2023 con \$ 3.273 millones.

**Vespucio Norte** presentaba al cierre de septiembre de 2023, activos por \$ 541.975 millones, pasivos por \$ 453.193 millones y un patrimonio de \$ 88.782 millones. A la misma fecha, la deuda financiera de la compañía era de \$ 438.811 millones; y registró una utilidad de \$ 46.322 millones, un 67,87% superior a lo acumulado al mismo periodo en 2022.

# Antecedentes generales

## Características de la concesión

La concesión vial, denominada Sistema Américo Vespucio Norponiente, 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), Ruta 68 (Santiago-Valparaíso), 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, esto desde el 23 de abril del año 2003.

## Patrocinadores

**Vespucio Norte**, es una sociedad controlada indirectamente por BAIH S.A., es sociedad anónima chilena sin controlador en los términos definidos por la Ley de Mercado de Valores, a través de sus filiales Taurus Holdings Chile S.A. que representa el 99,99% de la propiedad y por BAIH SpA que tiene el 0,000002%.

A su vez, los accionistas de BAIH S.A. son Globalvía Licitaciones e Infraestructura Chile SpA, Infraestructura Alpha S.A. y Apoquindo SpA, las cuales poseen indirectamente un 34%, 33% y 33% respectivamente de las acciones de la empresa.

Globalvía Licitaciones e Infraestructura Chile SpA es una sociedad perteneciente al grupo internacional Globalvía, que cuenta con cerca de 15 años de experiencia en la gestión de concesiones de infraestructura de transporte y servicios de movilidad.

Infraestructura Alpha S.A. es una sociedad perteneciente a Frontal Trust Infraestructura Alpha Fondo de Inversión, administrado por Frontal Trust Administradora General de Fondos S.A. y Fondo de Inversión Infraestructura Chile I, administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A.

Por su parte, Apoquindo SpA es una sociedad que opera principalmente en el sector de infraestructura y seguros, perteneciente en un 50% a Infralatina Fondo de Inversión administrado por Asset Administradora General de Fondos y un 50% a Fondo de Inversión CMB - LV Infraestructura III administrado por CMB-Prime Administradora General de Fondos.

### Característica del flujo vehicular

El tráfico de **Vespucio Norte** presentó al cierre de 2023 una disminución interanual de 4,91%, explicado principalmente por trabajos de ampliación de una cuarta pista en el tramo seis, siendo la categoría de buses y camiones los que presentan la mayor variación durante el año, cayendo un 26,49%. La Ilustración 1 presenta la distribución por tipo de vehículo asociado a su flujo, se observa que transitan principalmente autos y camionetas representando un 85,73% del tráfico, seguido de buses y camiones con un 7,31%.

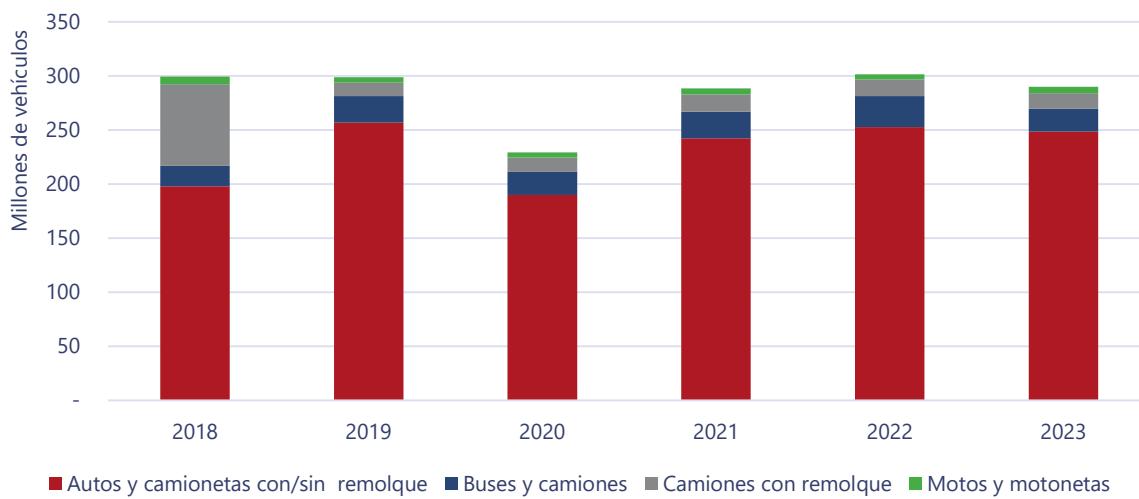


Ilustración 1: Tráfico anual por tipo de vehículo

## Análisis financiero

### Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo con las proyecciones estimadas por **Humphreys**, el EBITDA anual generado por **Vespicio Norte** sería suficiente para el pago de sus obligaciones en todos los períodos, incluso en escenarios de caídas entre 30% a 40% en el EBITDA. Las proyecciones de flujos frente al pago de la deuda se presentan en la Ilustración 2.

En relación al margen EBITDA móvil, calculado por **Humphreys**, desde 2014 ha presentado valores superiores al 70%; sin embargo, a septiembre de 2023 el indicador disminuye a 66,67% producto de la baja en los ingresos por la construcción de la cuarta pista en el tramo 6 de la ruta y considerando que sus costos y gastos son esencialmente fijos. La evolución del indicador de presenta en la Ilustración 3.

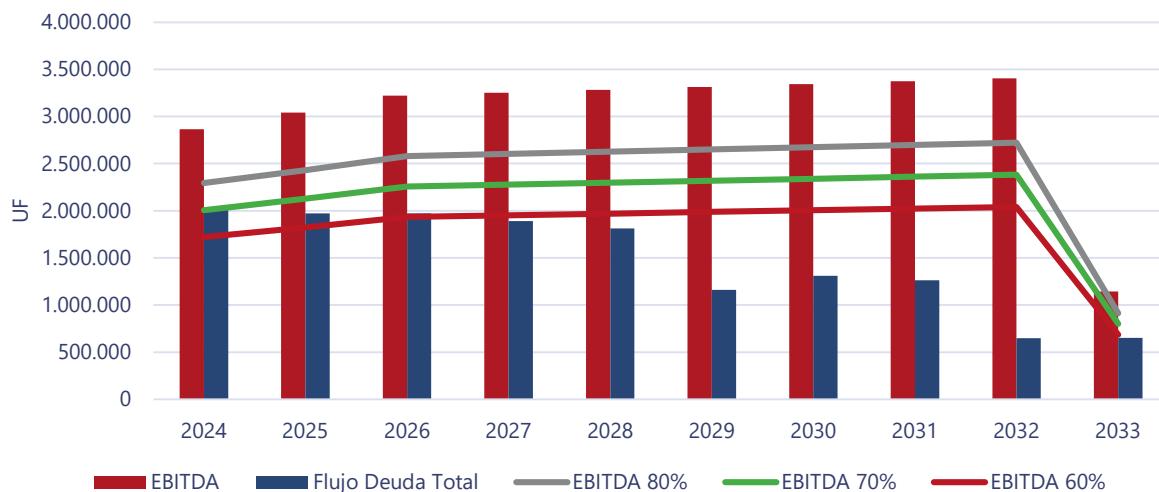


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

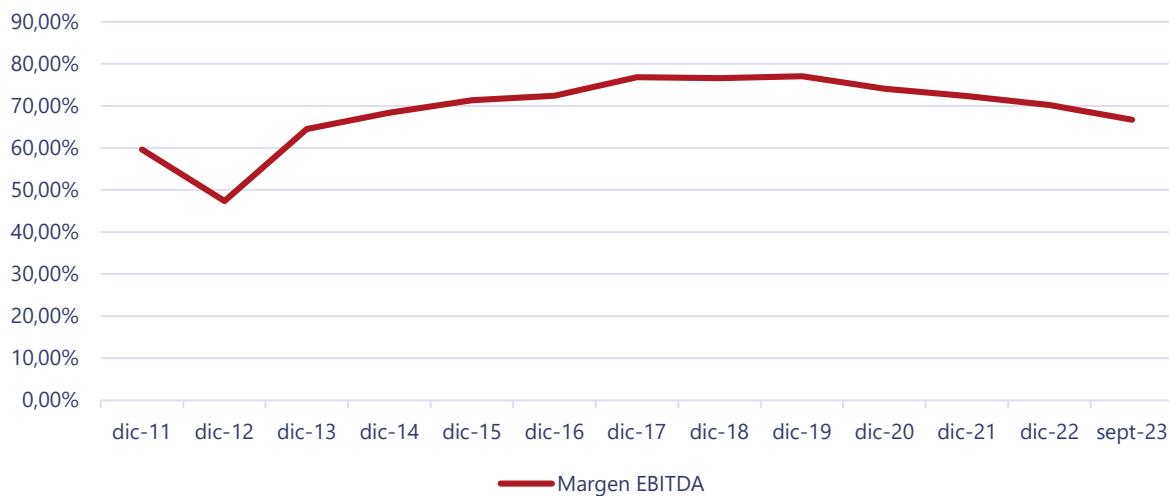


Ilustración 3: Margen EBITDA móvil

### Razón de cobertura de servicio de la deuda

La razón de cobertura de servicio de la deuda muestra cuán holgado o estrecho es el flujo estimado para cada periodo de **Vespucio Norte** en relación con el pago programado de su deuda. Tal como se puede observar en la Ilustración 4, esta se ubica por sobre la unidad en cada periodo, indicativo que la capacidad de generación de flujos es suficiente para el pago de los compromisos de la compañía.

### Índice de cobertura global

El Indicador de Cobertura Global es calculado como el valor presente del EBITDA proyectado, descontado a la tasa de la deuda financiera, sobre el saldo insoluto de la misma, usando como horizonte de tiempo el plazo de la concesión. 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. Tal como se presenta en la Ilustración 5, para **Vespucio Norte**, el indicador proyectado se mantiene sobre la unidad.

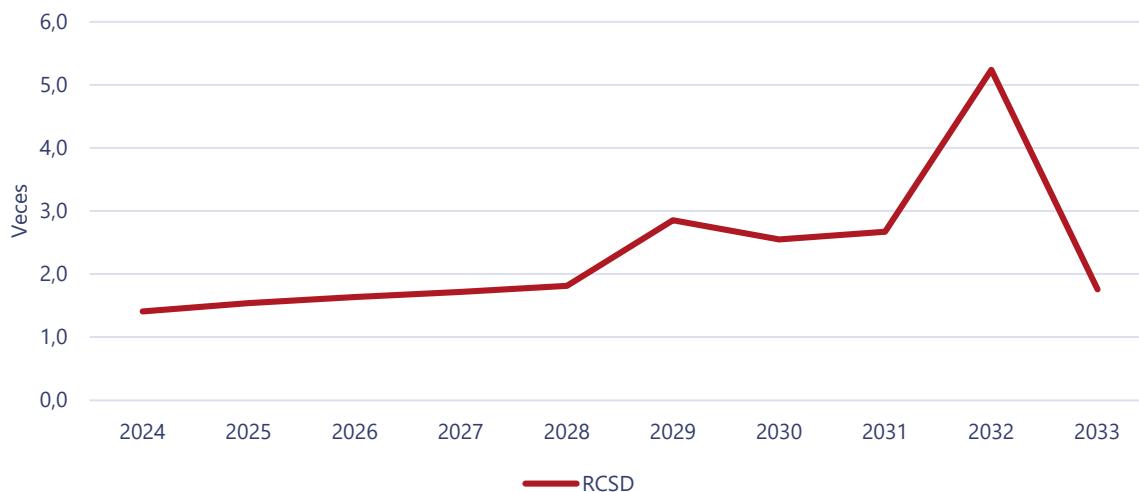


Ilustración 4: Razón de cobertura de servicio de la deuda

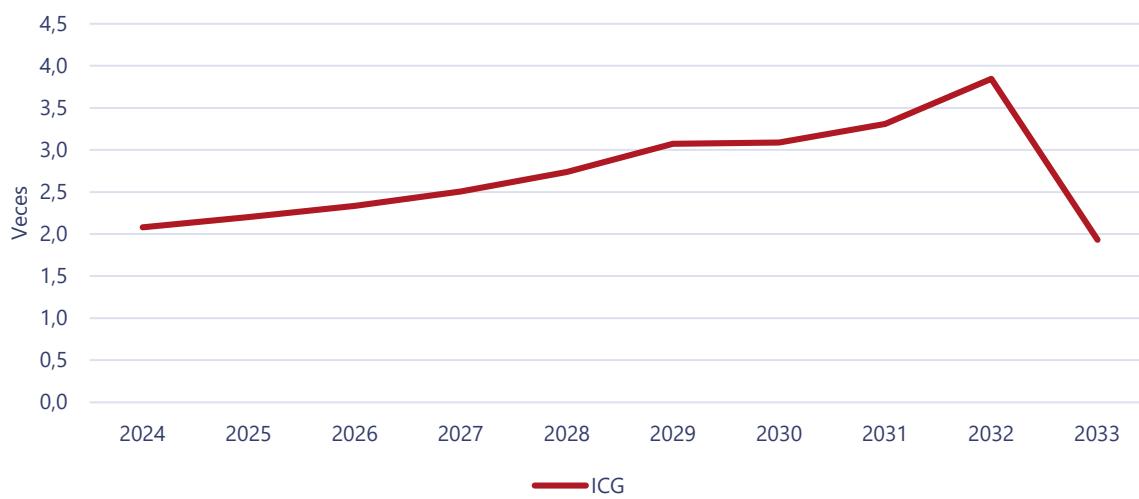


Ilustración 5: Índice de Cobertura Global

## Endeudamiento

El indicador de endeudamiento de **Vespucio Norte**, medido como pasivo sobre patrimonio, al cierre de 2022 muestra un leve aumento con respecto a 2021, pasando de 6,6 veces a 6,8 veces. Al cierre de septiembre de 2023, el endeudamiento de la compañía alcanzó las 5,10 veces, disminuyendo principalmente por el nivel alcanzado de las utilidades acumuladas. La evolución del endeudamiento de **Vespucio Norte** se presenta en la Ilustración 6.

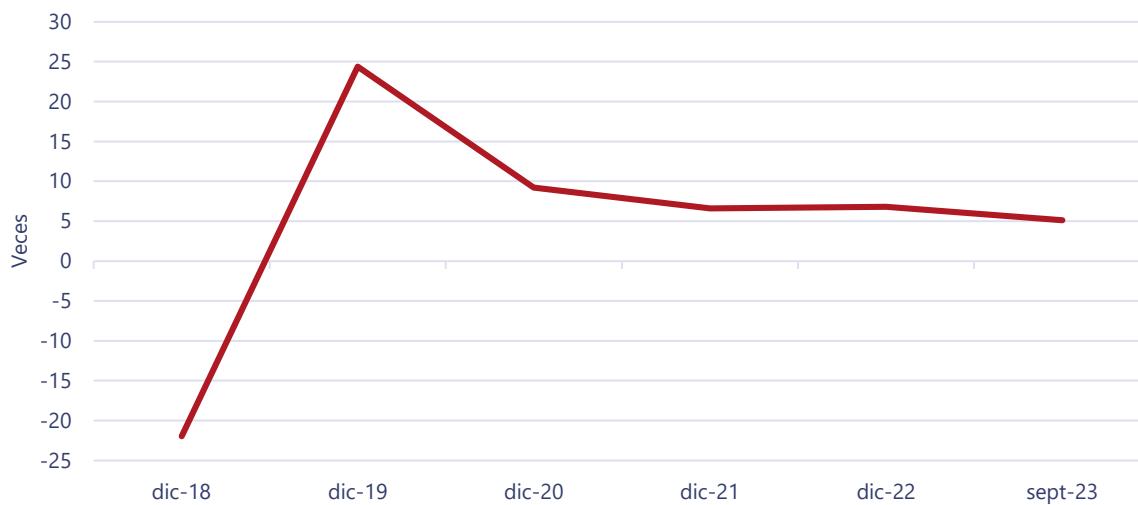


Ilustración 6: Endeudamiento

## Liquidez

El indicador de liquidez de **Vespucio Norte**, medido como activo corriente sobre pasivo corriente, se ha ubicado en los últimos años en torno a las 2 veces. Al cierre de 2022, esta fue de 1,87 veces, disminuyendo con respecto a períodos anteriores, explicado principalmente por aumento de otros pasivos financieros corrientes. Al cierre del tercer trimestre de 2023, la liquidez de la compañía era de 2,19 veces. La evolución de la liquidez de **Vespucio Norte** se presenta en la Ilustración 7.

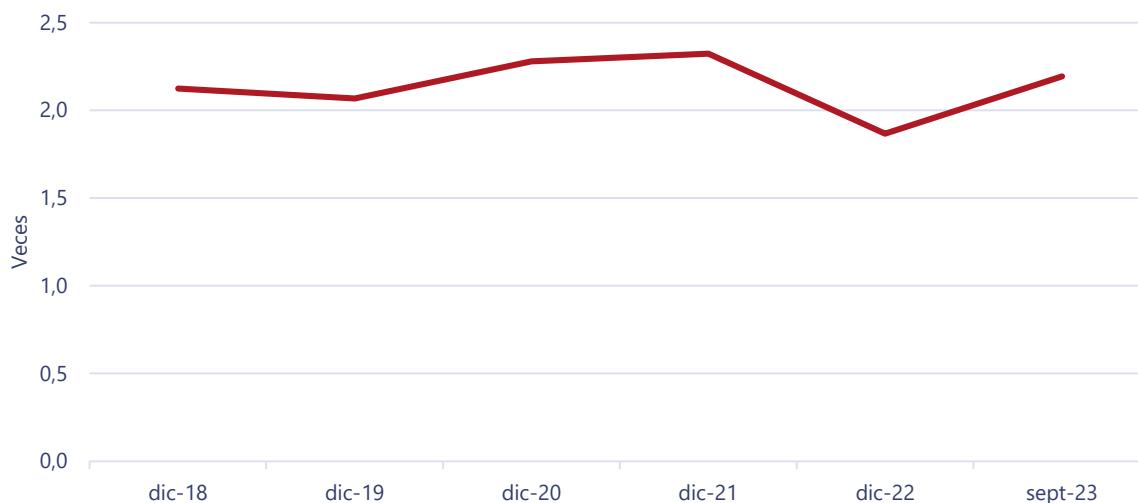


Ilustración 7: Liquidez

*"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 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."*