

## Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.

Agosto 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos	<b>Categoría AA+</b>	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Tendencia	<b>Estable</b>	Analista	Andrés Silva P.
Otros instrumentos	<b>No hay</b>	Teléfono	56-2-433 5200
Clasificación Anterior <sup>1</sup>	<b>Categoría AAA</b>	Fax	56-2-433 5201
		Correo Electrónico	<a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a>
		Sitio Web	<a href="http://www.humphreys.cl">www.humphreys.cl</a>
EEFF base	30 de junio de 2009	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Estado de Resultados Consolidado *					
Cifras en MM \$a junio 2009	2005	2006	2007	2008	Jun-09
Ingreso Operacional	21.427	18.819	43.595	44.660	23.228
Costo Explotación	-8.714	-7.567	-15.644	-15.226	-7.602
Gasto Admin. y Venta	-2.869	-3.060	-4.860	-5.811	-2.805
Resultado Operacional	9.844	8.192	23.091	23.623	12.821
Resultado No Operacional	-9.571	-12.630	-20.793	-24.061	-9.644
Utilidad Neta	246	48	1.865	-416	2.431

Balance General Consolidado *					
Cifras en MM \$a junio 2009	2005	2006	2007	2008	Jun-09
Activo Circulante	38.035	39.453	56.566	60.906	51.128
Activo Fijo	245.997	236.222	228.329	220.134	216.854
Otros Activos	36.037	192.713	179.924	163.386	160.583
<b>Total Activos</b>	<b>320.069</b>	<b>468.388</b>	<b>464.820</b>	<b>444.426</b>	<b>428.565</b>
Pasivo Circulante	26.349	29.372	28.491	19.769	14.868
Pasivo Largo Plazo	246.900	380.111	375.579	364.315	350.910
Interés Minoritario	0	0	0	0	0
Patrimonio	46.819	58.906	60.750	60.341	62.787
<b>Total Pasivos</b>	<b>320.069</b>	<b>468.388</b>	<b>464.820</b>	<b>444.426</b>	<b>428.565</b>

<sup>1</sup> Clasificación vigente hasta Noviembre de 2008

## Opinión

### Fundamento de la Clasificación

La Concesión Internacional Sistema Oriente – Poniente, en adelante **Autopista Costanera Norte**, es una concesión otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP) que contempla dos ejes viales (Costanera Norte, Av. Pdte. Kennedy), los que totalizan 42,3 Km con vías de alta velocidad. El comienzo de sus operaciones, para los tramos habilitados, fue el 12 de abril de 2005.

La emisión de los bonos cuenta con la garantía del Banco Interamericano de Desarrollo (BID, quien cauciona el 15% las obligaciones derivadas de la emisión de los títulos de deuda. El 85% restante de la deuda está avalada por Ambac Assurance Corporation

Sin perjuicio de lo anterior, el debilitamiento financiero del garante principal (Ambac Assurance Corporation está clasificados en Caa2 en escala global), lleva a que la clasificación de los instrumentos de oferta pública se sustente exclusivamente en las características propias de la concesión y de su estructura financiera.

Dado lo anterior, la clasificación y categoría de riesgo asignada incorpora la fortaleza de los flujos de la concesión, en relación con el perfil de pago de los bonos, y las exigencias a las cuales se debe someter el emisor en lo que respecta a la administración de sus excedentes mientras se mantengan vigentes los título de deuda.

Dentro de las principales fortalezas del bono destaca el hecho que los ingresos mínimos garantizados por el Estado a la concesión (IMG) superan holgadamente las obligaciones generadas por la emisión de bonos. (en promedio más del 40%). Hasta la fecha, dado que los flujos de la sociedad han respondido satisfactoriamente en relación con las proyecciones originales, no han sido necesario que opere el sistema de ingresos mínimos garantizados.

Por otra parte, la estructura financiera en donde se encuadra la emisión de bonos, establece que el emisor sólo podrá autorizar el retiro de utilidades, la reducción de capital y/o el pago de deuda relacionada, si se mantiene un fondo de liquidez que garantice el pago de los próximos cupones anuales; asimismo, para los mismos efectos, se exige que sus flujos periódicos superen en un porcentaje preestablecido las amortizaciones de capital y el pago de intereses.

Cabe agregar que los resultados obtenidos por la sociedad en sus casi cinco años de operación son consistentes con las proyecciones tenidas en consideración en la etapa de ejecución de la autopista. También, como elemento de juicio a considerar, está el hecho que el plazo del bono es inferior al período de la concesión.

Asimismo, los datos históricos muestran una menor correlación del flujo vehicular con el ciclo económico en comparación con otras autopistas que poseen una mayor proporción de flujo asociado a transporte comercial

Según datos a junio de 2009, el resultado operacional y el ebitda anual de la compañía asciende a UF 1.172.000 y UF 1.613.000, respectivamente (años móviles). El pago de cupones por bonos para los 12 meses siguientes asciende a UF 650.000 aproximadamente.

La perspectiva de clasificación se considera "Estable" por cuanto no se visualizan en el corto plazo factores que puedan hacer variar de manera significativa la capacidad de pago de la compañía.

#### **Resultados Recientes**

De acuerdo a la última información disponible, durante el primer semestre de 2009, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 23.228 millones, lo que representa un incremento de 3,7% respecto al mismo período del año anterior.

En el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de \$ 7.602 millones, lo que significó una disminución de 0,4% respecto del primer semestre del año 2008.

Los gastos de administración y ventas, a junio del presente año, sumaron un total de \$ 2.805 millones, lo que representó una caída de 2,4% respecto de igual período del año anterior.

Dado lo anterior, el resultado operacional ascendió a \$ 23.821 millones, lo que significó un aumento de 7,7% respecto del resultado que hubo a junio de 2008.

El resultado final del primer semestre del año actual sumó una utilidad de \$ 2.431 millones, lo que representa un aumento significativo al comparar dicha utilidad con la obtenida a junio de 2008, donde se registró una ganancia de \$163 millones.

## 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 menor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Características de la Concesión

La Concesión tiene por objeto la construcción, mejoramiento, reparación, conservación, ampliación, remodelación, mantenimiento, administración y explotación de la Obra Pública por peaje de la red urbana de la Región Metropolitana de la República de Chile, denominada Sistema Oriente – Poniente (Costanera Norte y Avenida Kennedy).

La concesión vial está constituida por los siguientes dos ejes viales:

- **Costanera Norte:** longitud de 34,9 Km; recorre la ciudad de Oriente a Poniente por la rivera norte del Río Mapocho; atraviesa once comunas, entre el Puente La Dehesa en la Comuna de Lo Barnechea, y Américo Vespucio en la Comuna de Pudahuel. Además, conecta la avenida Américo Vespucio con la Ruta 68, la cual a su vez conecta Santiago con Valparaíso y Viña del Mar.
- **Avda. Presidente Kennedy:** longitud aproximada de 7,4 Km; divide las comunas de Las Condes y Vitacura en el sector Oriente, entre Estoril (altura Puente Tabancura) y Puente Lo Saldes.

El plazo de la concesión es por un período de 30 años (360 meses) contado desde el 1° de julio de 2003 finalizando la misma el 30 de junio de 2033.

El Decreto Supremo de adjudicación de la concesión fue publicado en febrero de 2000. En la actualidad está en operación la totalidad de la autopista.

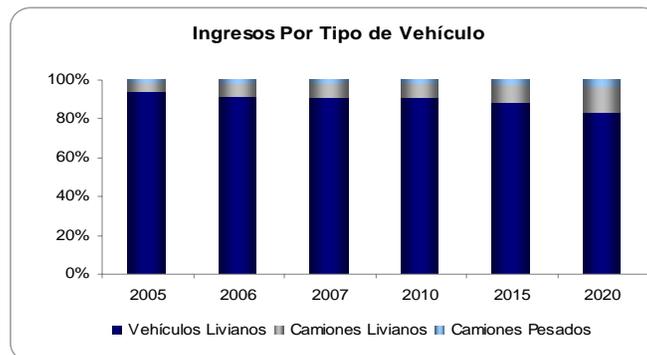
Dos de las características más innovadoras del proyecto son la construcción de parte de la carretera bajo el lecho del Río Mapocho y el Sistema de Cobro Electrónico de Peaje.

### Características de los Ingresos por Flujo Vehicular

Los flujos de la concesión provienen, principalmente, por el tráfico de vehículos livianos y, en segunda instancia, por la circulación de vehículos pesados. El tráfico en general se plantea con patrones bien definidos:

- Este-Sur: viajes de nexos entre sector residencial y comercial en el este con la zona de actividad comercial e industrias en el sector centro y sur de la ciudad. Además, conecta con el aeropuerto internacional y rutas hacia la V Región en el oeste.
- Mix de viajes de corta distancia locales.

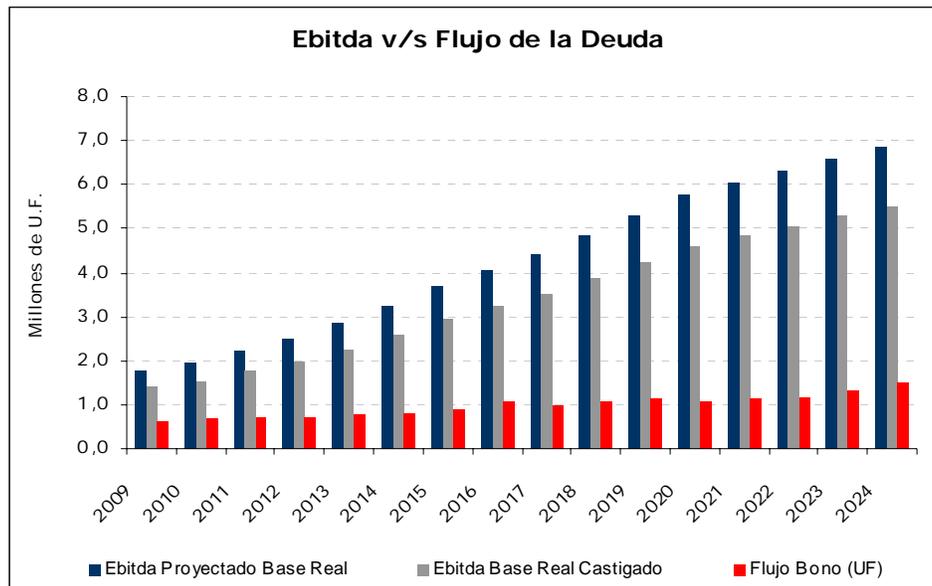
En el siguiente gráfico se puede observar las proyecciones del flujo vehicular desglosado por tipo de vehículo, en donde los principales ingresos, alrededor de un 90%, vienen dados por el flujo de los vehículos livianos



Fuente: Traffic and revenue projections for the Concesión Sistema Oriente Poniente in Santiago, Steer Davies Gleave

### Proyecciones de EBITDA v/s Pago de Bonos

Como se aprecia, de acuerdo a las proyecciones de Saldo de Caja Disponible basadas en estudios de tráfico, existe un alto nivel de holgura para el pago del bono. Incluso castigando de manera conservadora el Ebitda proyectado de la compañía (en un 20%), la compañía posee un margen holgado para el pago de sus obligaciones financieras.



A continuación se muestra la capacidad de cobertura proyectada del Ebitda de la empresa sobre los pagos correspondientes a la deuda:

	<b>Costanera Norte</b>
Tasa Promedio Deuda (UF)	5,4%
VP Ebitda (UF)	40.789.691
Saldo Insoluto Deuda (UF)	15.587.034
ICG	2,6

Como se aprecia, de acuerdo a las proyecciones de Ebitda, los flujos futuros de los bonos se pagarían, ya que a junio de 2009, el valor actual del Ebitda (descontado a la tasa promedio de la deuda), es 2,6 veces aproximadamente el saldo insoluto de toda la deuda financiera (incluyendo el monto por pagar a empresa relacionada). Es importante mencionar que este índice es mejor comparativamente que el resto de los proyectos de infraestructura clasificados por **Humphreys**, los que alcanzan en promedio las 1,7 veces.

### **Ingreso Mínimo Garantizado Estatal**

El contrato de concesión define un rango de valores donde se aplica la garantía de ingresos mínimos garantizados por el Estado. Si los ingresos observados están por debajo del límite

inferior del rango, el MOP (Ministerio de Obras Públicas) pagará al concesionario el diferencial hasta ese límite. Cuando los ingresos reales están por encima del límite superior, el gobierno y la concesionaria compartirán el monto excedido.

#### **Propiedad de la Sociedad**

**Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.**, es propiedad en un 100% de la Sociedad Autopista do Pacífico S.A., que a su vez es controlada por las sociedades italianas Atlantia S.P.A. (45%), SIAS (45%) y Mediobanca (10%).

Atlantia es una compañía italiana, importante operador de autopistas a nivel europeo, donde posee el 9% de participación en las autopistas con peajes. La solvencia de la compañía está clasificada en Categoría A3, escala global.

Por su parte, SIAS (Società Iniziative Autostradali e Servizi) es también un *holding* italiano de Autopistas entre las que destacan Autostrada Liguria Toscana y Autostrada Torino-Milano. El holding transa en bolsa desde el año 1986.

#### **Empresas Garantes: Garantía Financiera**

El pago oportuno del capital y los intereses de los bonos a su vencimiento, de conformidad con el calendario de pagos, es garantizado por el **BID** en forma irrevocable e incondicional, en forma previa al acaecimiento de un Evento de Sindicación. A partir de esta fecha la responsabilidad del BID se limitará al 15% de la deuda, correspondiendo la garantía del 85% restante a **Ambac Financial Group Inc.**, la que actúa como co-garante.

La operatividad de la póliza de seguros es relativamente simple. En la práctica, en caso que el banco pagador (Banco Santander Chile) no reciba doce días antes a la fecha de pago un aviso del agente de garantías (Banco Santander Chile), señalando que los fondos necesarios para dar cumplimiento al pago del bono serán transferidos al banco pagador cinco días antes a la fecha de pago, el banco pagador deberá informar al garante de esta situación al día siguiente de producido el hecho, el que deberá aportar los fondos faltantes en la oportunidad más tardía entre las 9 A.M. de la respectiva fecha de pago, o las 11 A.M. del 12° día hábil bancario después de recibido el respectivo aviso de cobro.

La omisión o retardo del banco pagador en enviar el aviso de cobro de la manera señalada, no liberará a los garantes de sus obligaciones de efectuar los pagos establecidos en la garantía.

Las garantías financieras se rigen e interpretan de conformidad con las leyes del Estado de Nueva York, Estados Unidos de Norteamérica. Cualquier conflicto en virtud de la interpretación de las garantías financieras se someterá a un tribunal con jurisdicción sobre el garante respectivo.

#### **Ambac Assurance Corporation (AAC)**

Ambac Assurance Corporation (AAC) es una compañía de seguros de garantías financieras con sede en Wisconsin, clasificada en "Caa2" en escala global. Actualmente, ofrece sus servicios a emisores de los mercados de financiamiento municipal y estructurado, dentro y fuera de los Estados Unidos. La tendencia actual de la clasificación se encuentra "En Desarrollo".

La disminución gradual de la clasificación asignada a la fortaleza financiera de AAC, se basa en el deterioro de su cartera de inversiones, producto del debilitamiento del mercado a raíz de la crisis *subprime*.

#### **Banco Interamericano de Desarrollo (BID)**

El **Banco Interamericano de Desarrollo** fue fundado en 1959 con el objeto de apoyar el financiamiento de programas y proyectos de desarrollo económico y social en América Latina y el Caribe, ya sea por medio de instituciones públicas o privadas. Los países miembros son 46, conformados por 26 países latinoamericanos, Canadá, Estados Unidos, 16 países europeos, Israel y Japón.

Las obligaciones del BID han clasificada en "AAA", escala global,, atendiendo principalmente a la existencia de una estructura de capital conservadora, fuerte compromiso de los accionistas no regionales, a la clasificación de riesgo de su principal accionista (Estados Unidos), a una política de crédito diversificada y a una capacidad de gestión eficiente.

*"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".*