



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.
Tel. 56 – 2 – 433 52 14
ratings@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.

Agosto 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos	AA+
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo 2010

Características Bonos Colocados en Chile						
Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (MUF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF) ¹	Fecha Vencimiento
360	A1	340	5,21%	Semestral	297	2016
	A2	1.560	5,21%	Semestral	1.560.000	2016
	B1	700	5,75%	Semestral	700	2024
	B2	6.900	5,75%	Semestral	6.900	2024

Estado de Resultados Individual				
Cifras en Miles de \$	2006	2007	2008	2009
de Mar-10				
Ingreso Operacional	19.154.422	44.371.261	45.454.741	49.725.977
Costo Explotación	-7.701.950	-15.922.701	-15.496.814	-15.436.256
Gasto Admin. y Venta	-3.114.199	-4.946.455	-5.914.013	-5.954.706
Resultado Operacional	8.338.273	23.502.105	24.043.915	28.335.015
Ebitda	13.168.353	32.719.024	33.417.521	37.752.214
Utilidad Neta	48.579	1.897.726	-423.476	6.336.053

¹ Valor par marzo de 2009, incluye intereses y capital.

Balance General Individual				
Cifras en Miles de \$	2006	2007	2008	2009
de Mar-10				
Activo Circulante	40.155.639	57.573.385	61.990.494	43.772.372
Activo Fijo	240.427.316	232.393.709	224.052.909	214.929.927
Otros Activos	196.143.270	183.126.916	166.294.055	159.822.877
Total Activos	476.726.225	473.094.010	452.337.458	418.525.175
Pasivo Circulante	29.894.497	28.997.877	20.121.200	14.444.757
Pasivo Largo Plazo	386.877.325	382.264.430	370.800.867	336.350.641
Patrimonio	59.954.403	61.831.703	61.415.392	67.729.777
Total Pasivos	476.726.225	473.094.010	452.337.458	418.525.175

Balance General Individual - IFRS		
Cifras en Miles de \$	Mar-10	Dic-09
de Mar-10		
Activos Corrientes	54.339.307	49.496.786
Activos No Corrientes	11.820.756	10.777.014
Total de Activos	479.653.559	475.289.811
Pasivos Corrientes	11.820.756	10.777.014
Pasivos No Corrientes	360.119.731	360.155.606
Total de Pasivo	371.940.487	370.932.620
Patrimonio Neto Total	107.713.072	104.357.191
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	479.653.559	475.289.811

Estado de Resultados Individual - IFRS		
Cifras en Miles de \$	Mar-09	Mar-10
de Mar-10		
Total ingresos por actividades ordinarias	9.378.826	7.932.737
Otros gastos por naturaleza	-2.013.428	-2.151.415
Costos financieros	-3.843.149	-3.589.568
Ganancia	3.355.881	5.666.472

Fundamento de la Clasificación

La Concesión Internacional Sistema Oriente–Poniente, en adelante **Autopista Costanera Norte o 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 kms. 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 parcial del Banco Interamericano de Desarrollo, BID, quien cauciona el 15% las obligaciones derivadas de la emisión de los títulos de deuda.

La clasificación y categoría de riesgo asignada se fundamenta principalmente por 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 títulos de deuda.

Dentro de las principales fortalezas del bono destaca el hecho de 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 no ha sido necesario que opere el sistema de ingresos mínimos garantizados, dado que los flujos de la sociedad han respondido satisfactoriamente en relación con las proyecciones originales.

Por otra parte, la estructura financiera en la que 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 de 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, esto, en comparación con otras autopistas que poseen una mayor proporción de flujo asociado a transporte comercial.

La perspectiva de la 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.

Definición de Categorías 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.

Hechos Recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2010, la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 6.847 millones, lo que representa un incremento real de 4,17% respecto al mismo período del año anterior. En el mismo lapso los otros gastos por naturaleza ascendieron a un monto de \$ 2.013 millones, lo que significó una disminución real de 6,41% respecto de los seis primeros meses de 2009.

Los costos financieros alcanzaron a \$ 3.843 millones, implicando un aumento real de 7,06% (a junio de 2009 esta cifra ascendió a \$ 3.589 millones).

Con todo, la ganancia alcanzó \$ 3.355 millones, lo que significó una disminución real de 40,78% en relación a igual fecha del año anterior.

A junio de 2010 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 479.653 millones, con un total de pasivos de \$ 371.940 millones y un nivel de patrimonio de \$ 107.713 millones.

Con fecha 10 de junio de 2010 se materializó el cambio en la escritura de los bonos, aumentando la tasa de interés de los bonos serie A y B en un 0,21%. Lo anterior se enmarca en el acuerdo para terminar la relación contractual con AMBAC.

Antecedentes Generales

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 denominada Sistema Oriente–Poniente (Costanera Norte y Avenida Kennedy). La concesión vial está constituida por los siguientes dos ejes:

- **Costanera Norte:** Longitud de 34,9 kms.. 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 que a su vez conecta Santiago con Valparaíso y Viña del Mar.
- **Avda. Presidente Kennedy:** Longitud aproximada de 7,4 kms.. 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 1º de julio de 2003, finalizando 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.

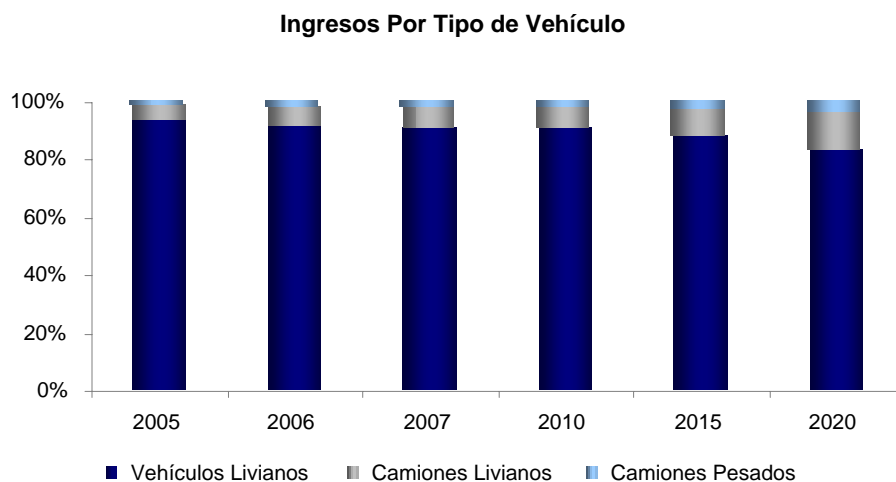
Dos de las características más innovadoras del proyecto son la construcción de parte de la carretera bajo el lecho del Río Mapocho y el Sistema de Cobro Electrónico de Peaje.

Tráfico

Los flujos de la concesión provienen, principalmente, del 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 el 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, 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

Patrocinadores

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A. pertenece en un 100% a 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 alrededor del 9% participación en las autopistas con peajes. La solvencia de la compañía está clasificada en Categoría A3 a escala global.

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

Garantes

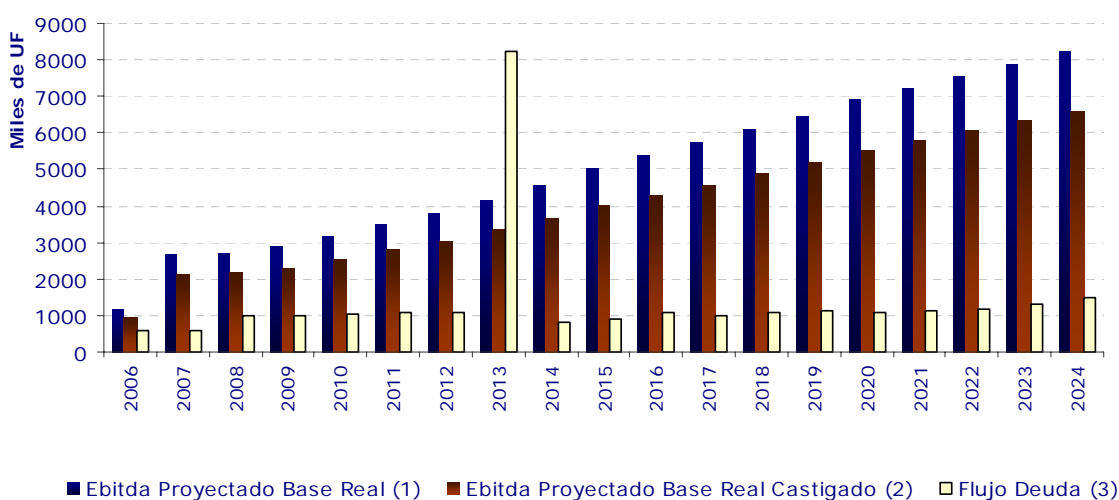
El pago oportuno del capital y los intereses de los bonos a su vencimiento, de conformidad con el calendario de pagos, es garantizado parcialmente por el BID en forma irrevocable e incondicional, en forma previa al acaecimiento de un Evento de Sindicación. La responsabilidad del BID se limitará al 15% de la deuda.

Análisis Financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo a las proyecciones estimadas por *Humphreys*, el EBITDA generado por la concesionaria, bajo condiciones equivalentes a las definidas como escenario normal en el estudio de tráfico, sería más que suficiente para cubrir las obligaciones de la emisión, soportando en el largo plazo, niveles de estrés elevados. En 2013 se presenta un pago importante para **Costanera Norte**, consecuencia de una deuda subordinada con los accionistas de la sociedad, la que paga todo su capital ese año (bajo el cumplimiento de ciertas condiciones en cuanto a liquidez y nivel de operación).

Flujos de Caja Vrs Pago de Deuda



(1): Corresponde a las proyecciones de EBITDA que hace *Humphreys*, tomado como base los resultados reales y asumiendo un crecimiento de acuerdo a los estudios de tráfico.

(2): Corresponde a (2) castigado en un 20%.

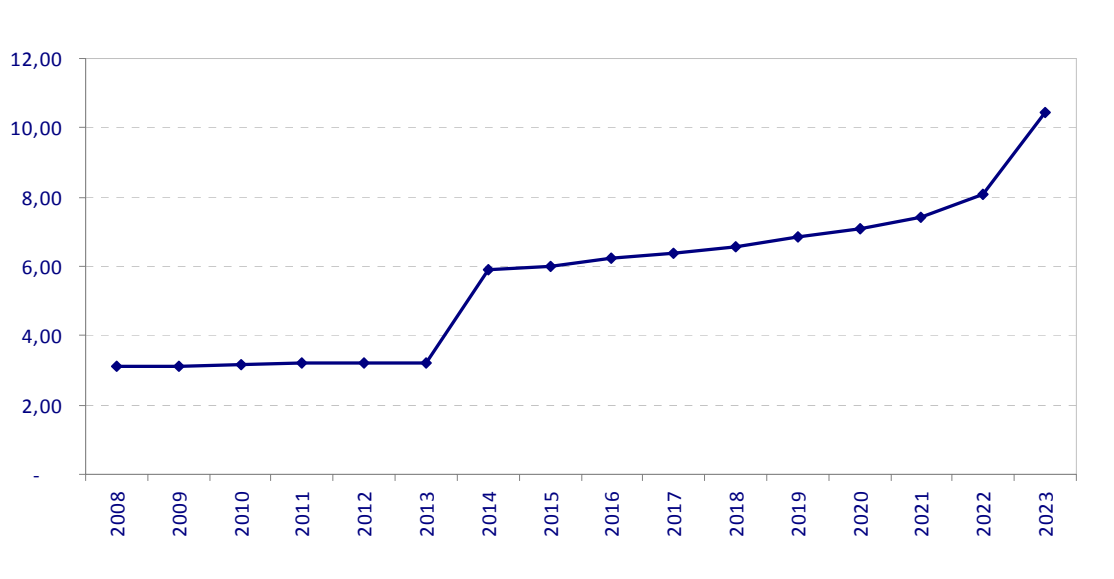
(3): Corresponde a los pagos anuales de la deuda.

Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como el coeficiente entre el valor presente del EBITDA proyectado durante el periodo de vigencia del bono, descontado a la tasa del mismo, y el saldo insoluto de la deuda financiera que mantiene la sociedad concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a 1, entonces la compañía no debiera tener problemas en pagar o conseguir la caja suficiente para cubrir los pagos de los bonos.

En el caso de **Costanera Norte**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre 2,5, (siendo esta característica única dentro de las concesiones analizadas por **Humphreys**) y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años y la mantención de los flujos. Adicionalmente, en términos de sensibilización, cabe señalar que de acuerdo a los distintos escenarios proyectados por la clasificadora, **Costanera Norte** presenta niveles de soporte de estrés elevados, por lo cual una caída leve en sus flujos no afecta mayormente la solvencia de la concesión.

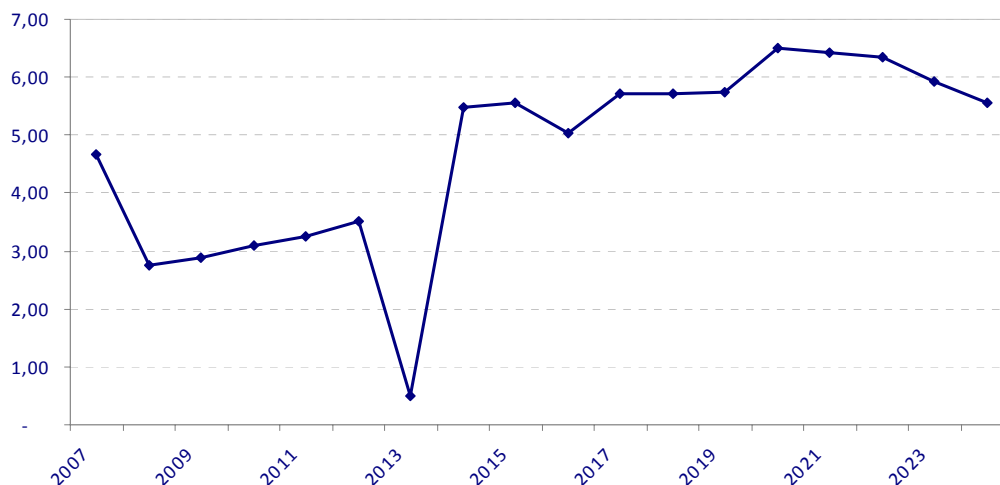
Indice de Cobertura Global



Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda² (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el servicio de la deuda con el EBITDA generado. La evolución y proyección de este indicador se ilustra en el gráfico que sigue. En particular, para **Costanera Norte** este indicador muestra holgura para los periodos proyectados (con las proyecciones actuales) al momento del pago de la deuda. El indicador y su proyección se muestran a continuación:

² Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

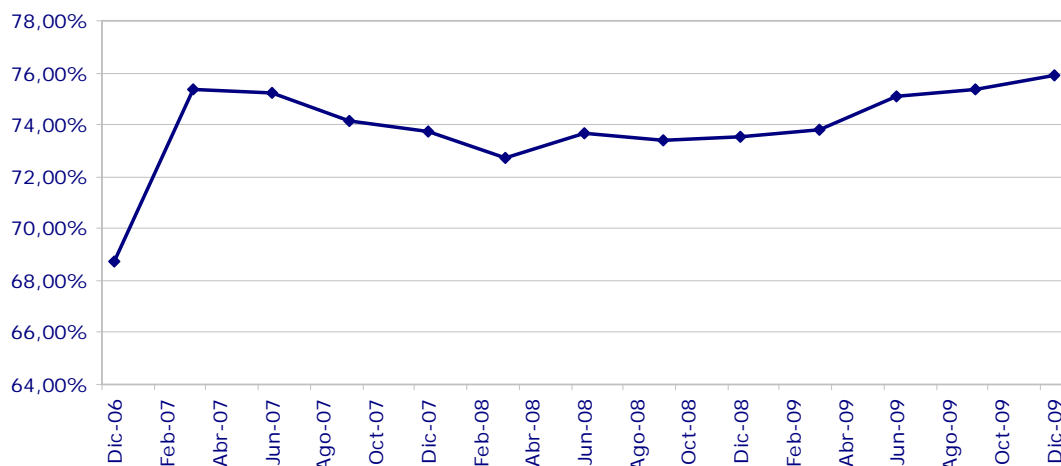
Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda



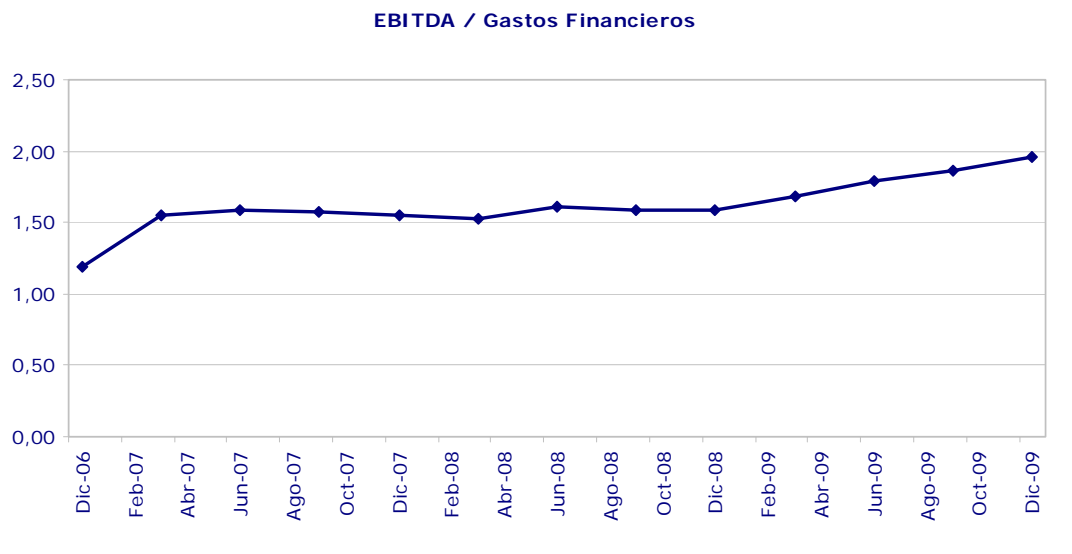
EBITDA

El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Podemos observar que desde diciembre de 2007 la relación EBITDA/ingresos exhibe un alza sostenida. Lo anterior se explica por la mayor madurez de la autopista concesionada, lo que ha llevado a un aumento en el tráfico y, por ende a mejores relaciones de ingresos en relación con los costos y gastos. Cabe señalar que las relaciones entre EBITDA e ingreso en las autopistas va mejorando, puesto que el mayor tráfico no necesariamente eleva los costos y gastos de la sociedad concesionaria, por lo cual este ingreso adicional se traduce casi directamente en flujo de caja.

EBITDA / Ingresos

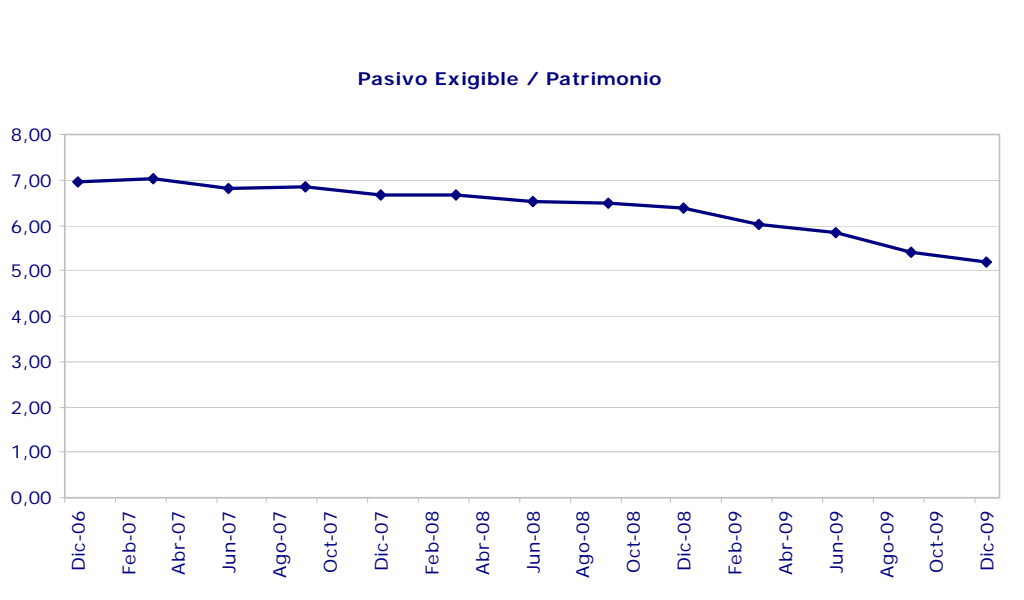


En relación con los gastos financieros, el EBITDA muestra también una relación relativamente variable, llegando a un indicador de 2,0 veces. Este indicador, en términos comparativos, es inferior a los presentados por otras autopistas, incidiendo en forma importante en esta relación los gastos asociados al pago de la deuda con los accionistas.

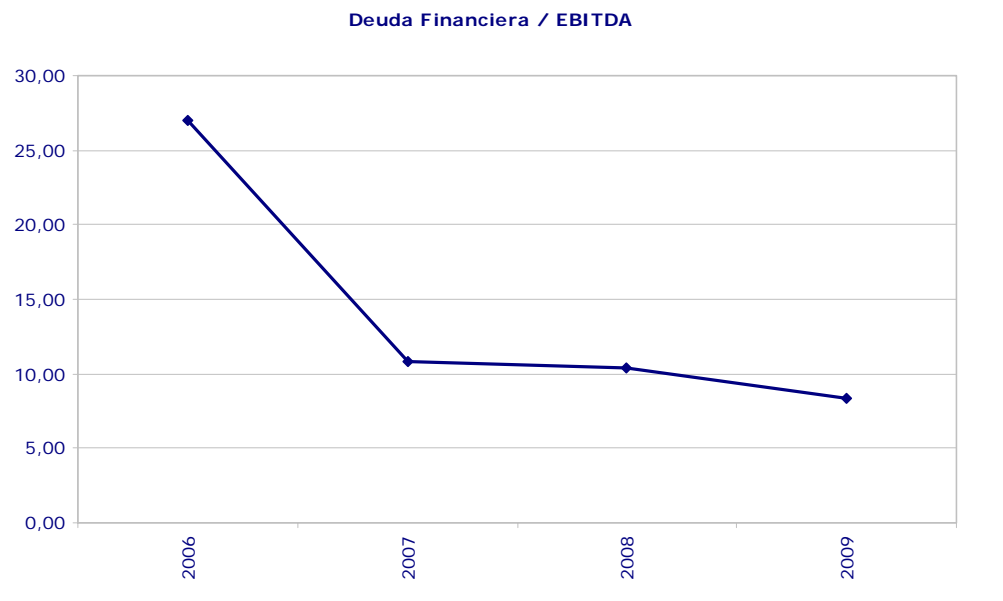


Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, muestra una baja sostenida. Esta tendencia se debe principalmente a la disminución de las cuentas por pagar a empresas relacionadas, lo que corresponde a un préstamo subordinado otorgado por los accionistas de la sociedad.



La deuda financiera, medida sobre el EBITDA, muestra una clara tendencia a la baja año tras año. Esto se debe principalmente al aumento real sostenido que ha tenido el EBITDA en los años de operación.



“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”

Anexo 1

Aspectos Legales

Dadas las características del emisor, sociedad que administra obras públicas concesionadas, uno de los cuerpos legales más relevantes para ella dice relación con el D.F.L. MOP N° 164 de 1991 “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

Decreto con Fuerza de Ley N° 164

Las normas que regulan las concesiones de obras públicas están contenidas principalmente en el DFL N° 164 de 1991 del MOP, “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

De acuerdo con las disposiciones legales, el ente adjudicatario de la concesión debe constituirse como sociedad anónima y con el objeto exclusivo de la ejecución y explotación de la obra concesionada, salvo que las bases de licitación dispongan la ampliación del giro de la sociedad.

Derivado del contrato de concesión, la sociedad concesionaria queda obligada a constituir garantías de construcción y de explotación de acuerdo con los montos establecidos en la licitación; junto a ello corresponde la contratación de seguros de responsabilidad civil y de riesgos catastróficos que permitan la reconstrucción de la obra.

Para garantizar el cumplimiento de los estándares definidos para la obra en ejecución, el MOP debe nombrar un inspector fiscal que actuará como fiscalizador de la misma, ello sin perjuicio de las atribuciones propias del Director General de Obras Públicas. En esta etapa, en caso de controversia entre las partes, puede intervenir la Comisión Conciliadora, entidad creada para resolver los conflictos entre los firmantes del convenio de concesión.

Otro aspecto relevante de la ley dice relación con el proceso de expropiación de bienes, el cual se efectúa mediante la declaración de utilidad pública de los mismos. El costo de las expropiaciones es de cargo del concesionario. Sin embargo, el Fisco – como así ocurre en la realidad – puede limitar el valor máximo a pagar asumiendo una porción del total de los desembolsos a efectuar. En la eventualidad que el proceso de expropiación retrase la ejecución de la obra, el MOP debe compensar al concesionario por los perjuicios que tuviere.

En cuanto a los bienes y derechos que la sociedad concesionaria adquiera con motivo del contrato de concesión, no podrán ser enajenados separados a ésta última, hipotecadas o gravadas sin consentimiento del MOP y deben pasar a propiedad del Fisco al término de la concesión. Con todo, en caso de transferencia de la concesión, ésta sólo podrá ser cedida a una persona que cumpla con los requisitos que se hubiesen exigido previamente a los licitantes; asimismo, la concesión podrá ser entregada en prenda con el objeto de financiar la ejecución del proyecto.

Dentro de los derechos de los concesionarios está el percibir los ingresos por el cobro de tarifas en las plazas de peajes circunscritas al área de concesión y otros ingresos derivados de servicios complementarios menores (eje. Publicidad). El cobro de peaje está limitado por el precio máximo establecido en la licitación; no obstante existe un ajuste tarifario periódico equivalente al IPC acumulado en dicho lapso.

El régimen económico del contrato de concesión además puede establecer incentivos por seguridad vial y compensaciones por las obras complementarias que pudiere exigir el MOP, adicionales a las estipuladas en el contrato original.

La duración de la concesión será la establecida en el respectivo contrato y sus complementaciones, si correspondiere. No obstante, la concesión también podrá extinguirse por acuerdo entre las partes, grave incumplimiento del concesionario o por cualquier causal previamente establecida en las bases de licitación.

En caso de acuerdo entre las partes para poner término a la concesión, ésta sólo podrá realizarse si los acreedores alzaren las prendas de obras públicas constituidas en su favor o, en su defecto, si aceptaren por escrito el término anticipado del contrato.

Finalmente, cabe destacar que la ley establece una Comisión Conciliadora cuyo propósito es atender las controversias que se susciten entre las partes por interpretación del contrato de concesión (ejemplo, cuantificación de las compensaciones por obras complementarias o determinación de incumplimientos graves por parte del concesionario). La Comisión la conforman tres profesionales, dos elegidos por cada una de las partes y un tercero de común acuerdo o designado por el Presidente de la Corte de Apelaciones en caso de falta de acuerdo. Su constitución se debe formalizar al inicio de la concesión.

En caso que alguna de las partes recurra a la Comisión, ésta tendrá como función conseguir la conciliación entre los contendientes. De no producirse acuerdo dentro de los 30 días, éstos podrán en el plazo de cinco días solicitar una comisión arbitral o recurrir a la Corte de Apelaciones de Santiago. En el primer caso la comisión arbitral tendrá un plazo de 30 días para resolver, en cuyo período quedarán suspendidas las resoluciones del MOP. La decisión de la comisión no podrá ser objeto de recurso alguno.