



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.
Tel. 56 – 2 – 433 52 00
ratings@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.

Agosto 2011

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 2011

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	269	2016
	A2	1.560	5,21%	Semestral	1.236	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-11				
Ingreso Operacional	19.375.271	44.882.858	45.978.831	50.299.314
Costo Explotación	-7.790.753	-16.106.289	-15.675.491	-15.614.235
Gasto Admin. y Venta	-3.150.105	-5.003.487	-5.982.201	-6.023.363
Resultado Operacional	8.434.413	23.773.082	24.321.139	28.661.715
Ebitda	13.320.183	33.096.271	33.802.822	38.187.494
Utilidad Neta	49.140	1.919.606	-428.358	6.409.107

¹ Junio de 2011

Balance General Individual				
Cifras en Miles de \$	2006	2007	2008	2009
de Mar-11				
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 \$ de Mar-11	Dic-10	Mar-11
Activos Corrientes	71.016.702	79.915.406
Activos No Corrientes	480.145.414	479.080.985
Total de Activos	551.162.116	558.996.391
Pasivos Corrientes	11.725.255	13.438.064
Pasivos No Corrientes	410.844.256	411.569.011
Total de Pasivo	422.569.511	425.007.075
Patrimonio Neto Total	128.592.605	133.989.316
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	551.162.116	558.996.391

Estado de Resultados Individual - IFRS		
Cifras en Miles de \$ de Mar-11	Mar-10	Mar-11
Total ingresos por actividades ordinarias	6.572.881	8.543.029
Otros gastos por naturaleza	-1.751.301	-1.762.988
Ingresos Financieros	4.430.867	4.824.530
Costos financieros	-3.843.149	-3.775.072
Ganancia	3.355.881	5.396.711

Fundamento de la Clasificación

La Concesión Internacional Sistema Oriente–Poniente, en adelante **Autopista Costanera Norte (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 esperados 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.

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 tres primeros meses de 2011, la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 8.543 millones, lo que representa un incremento de 29,9% respecto al mismo período del año anterior, este aumento se explica por la forma en que se valoriza en ingreso, el cual se desglosa en ingresos ordinarios e ingresos financieros, dado que la concesión es un activo financiero. Es así como el ingreso por peaje en marzo de 2011 alcanzó \$ 12.919 millones, un 24% mayor a los \$ 11.220 millones a la misma fecha del año anterior. En el mismo lapso los otros gastos por naturaleza ascendieron a un monto de \$ 1.751 millones, lo que significó un aumento de 0,67% respecto de los tres primeros meses de 2010.

Los costos financieros alcanzaron a \$ 3.775 millones, implicando una disminución de 1,77% (a marzo de 2010 esta cifra ascendió a \$ 3.843 millones); dentro del mismo lapso de tiempo la deuda financiera disminuyó desde \$ 242.238 millones hasta \$ 231.239 millones.

Con todo, la ganancia alcanzó \$ 5.396 millones, lo que significó un aumento de 60,81% en relación a igual fecha del año anterior, impulsado principalmente por el aumento en ingreso por tráfico.

A marzo de 2011 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 558.996 millones, con un total de pasivos de \$ 425.007 millones y un nivel de patrimonio de \$ 133.989 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.

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

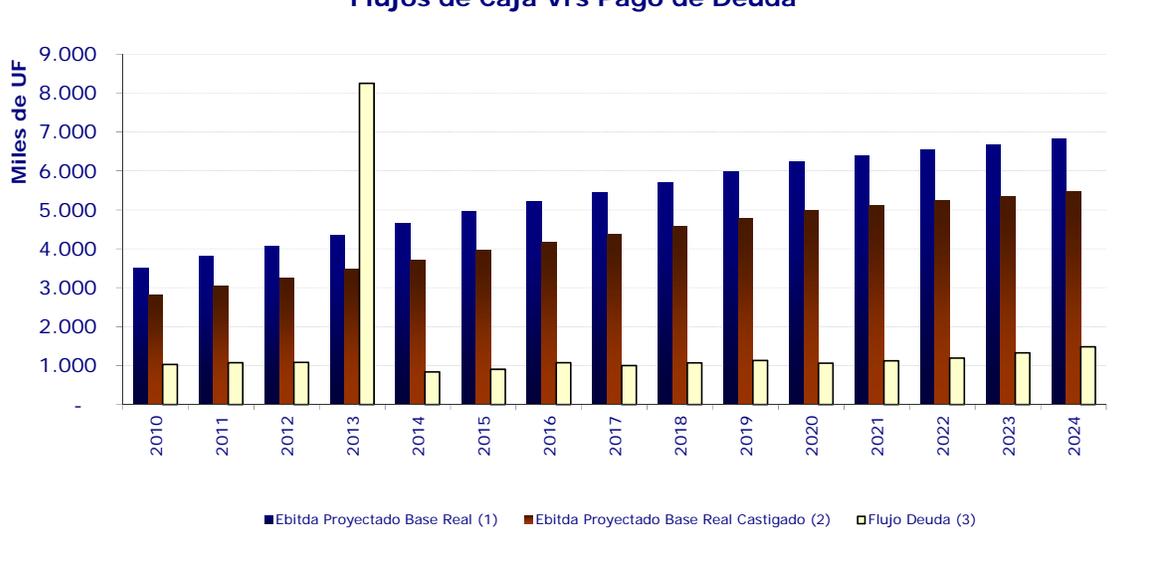
El pago oportuno del capital y los intereses de los bonos a su vencimiento, de conformidad con el calendario de pagos, es garantizado parcialmente por el BID en forma irrevocable e incondicional, en forma previa al acaecimiento de un Evento de Sindicación. La responsabilidad del BID se limitará al 15% 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), cabe señalar que parte de ese pago esta provisionado en el balance.

Flujos de Caja Vrs Pago de Deuda



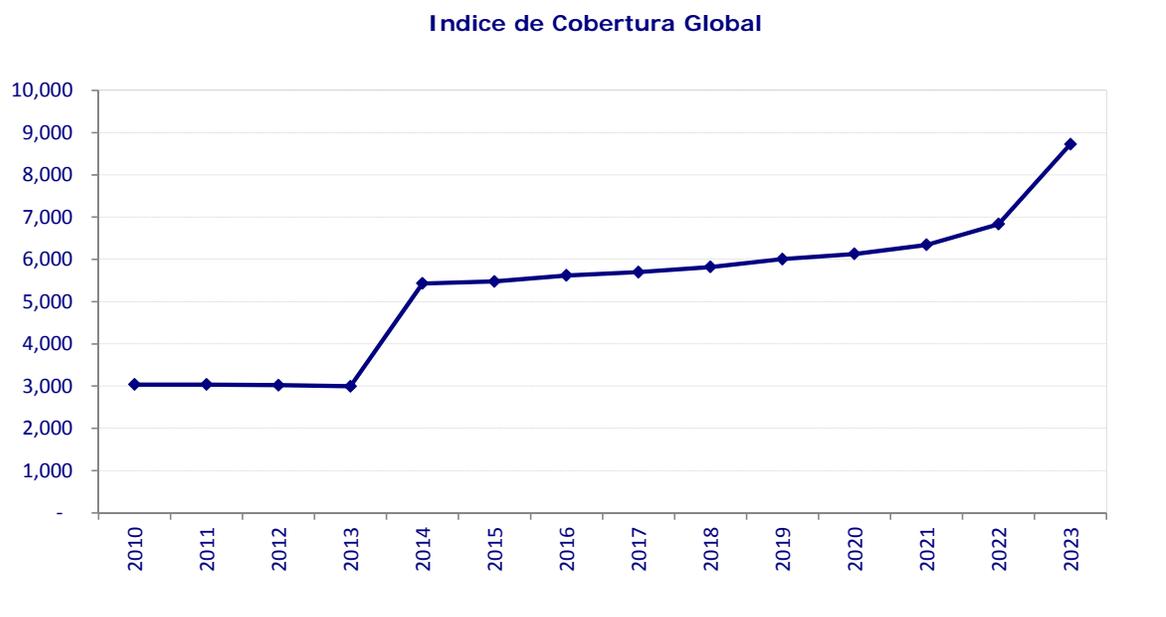
(1): Corresponde a las proyecciones de EBITDA que hace **Humphreys**, tomado como base los resultados reales y asumiendo un crecimiento de acuerdo a los estudios de tráfico.

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

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

Índice de cobertura global

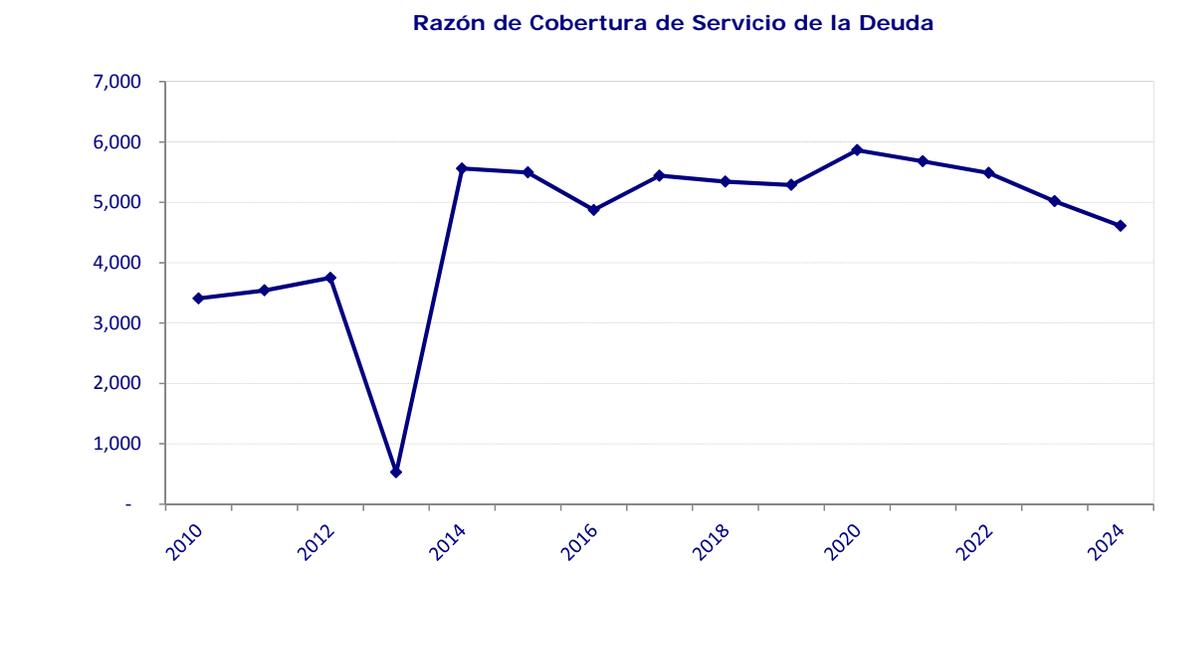
El indicador de cobertura global es calculado como el coeficiente entre el valor presente del EBITDA proyectado durante el periodo de vigencia del bono, descontado a la tasa del mismo, y el saldo insoluto de la deuda financiera que mantiene la sociedad concesionaria. Así, si el indicador muestra una 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 2,99, (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.

Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda

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:

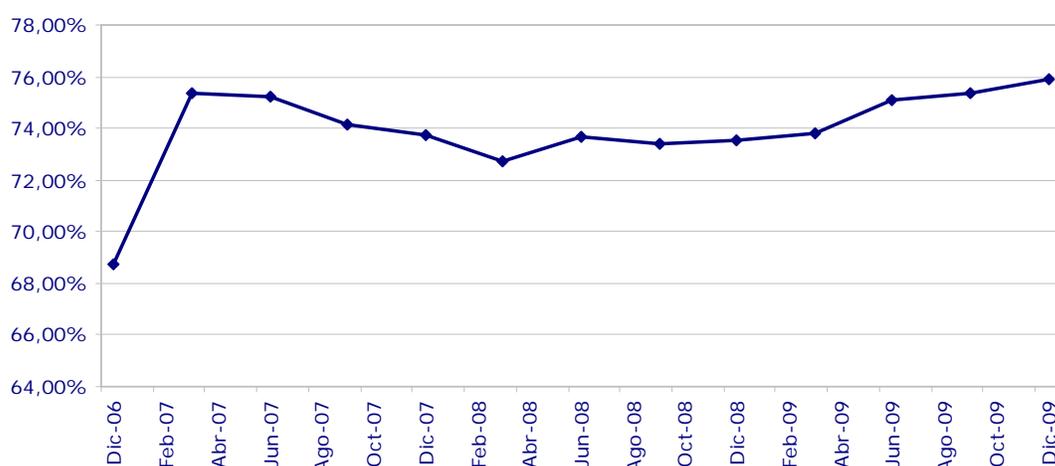


² Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

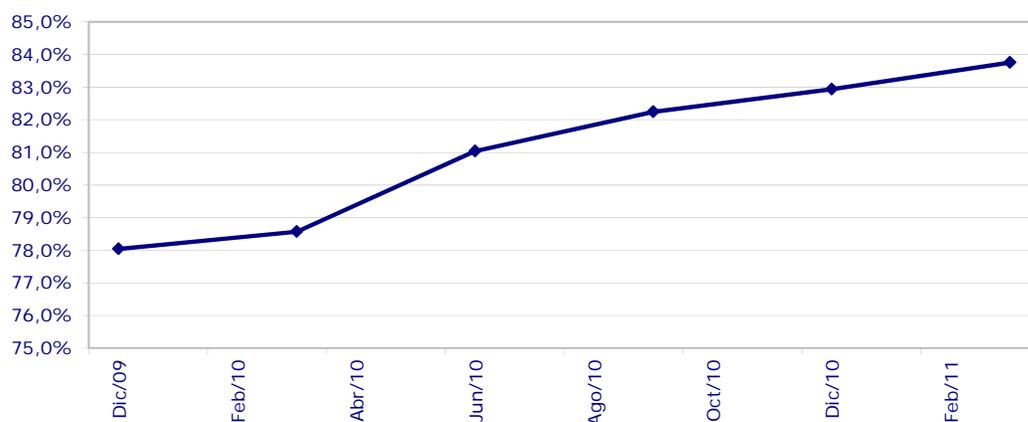
EBITDA

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

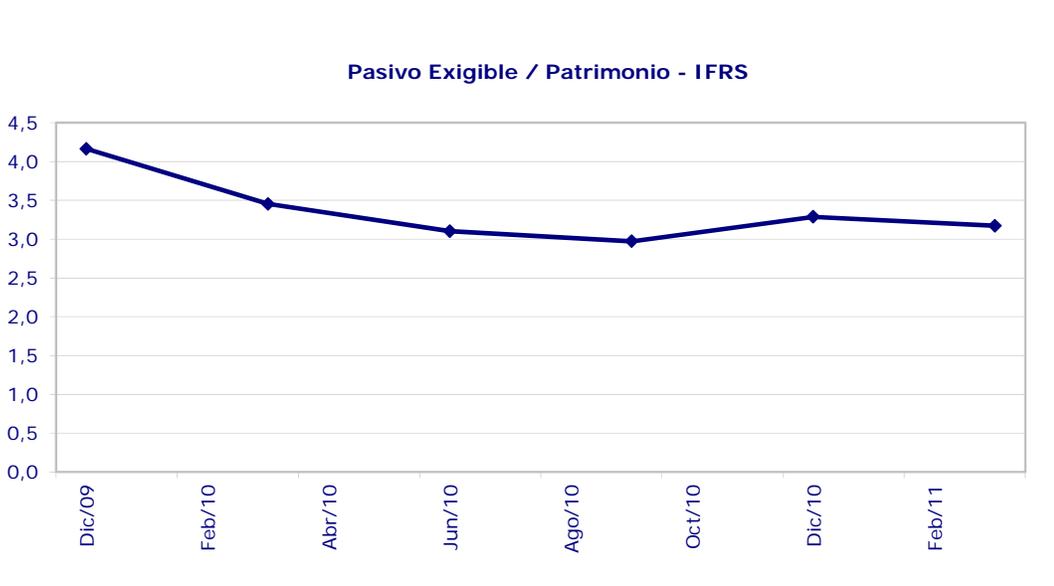
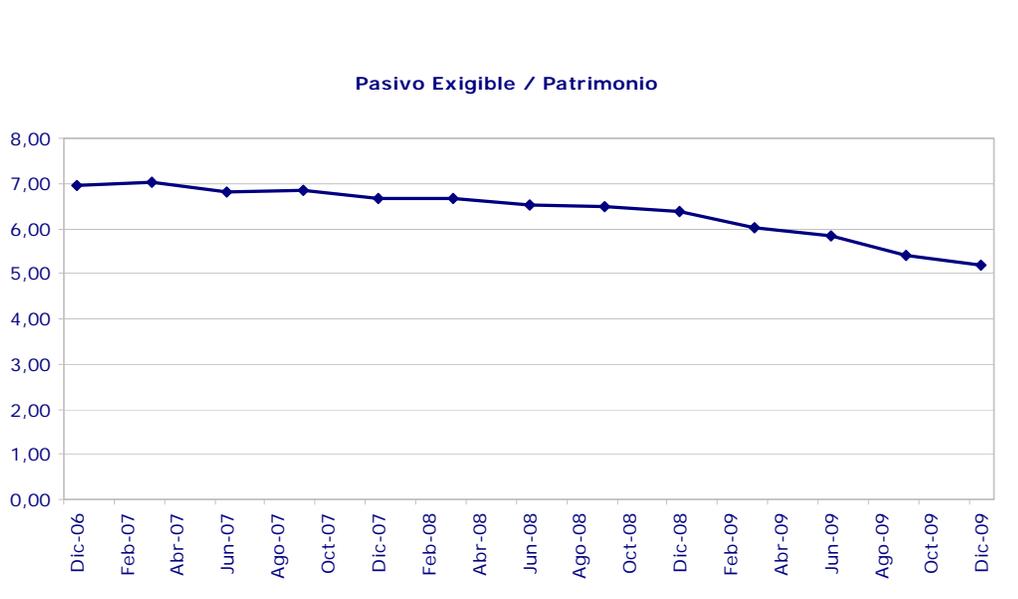


EBITDA / Ingresos - IFRS



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.

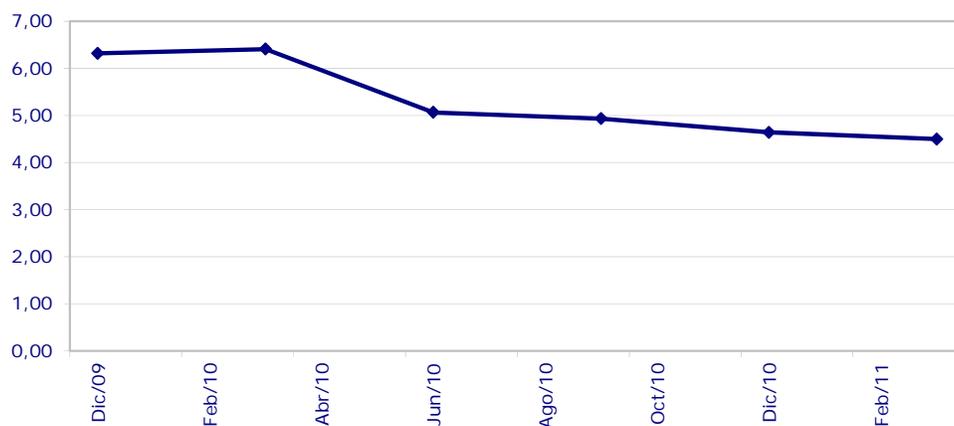


La deuda financiera, medida sobre el EBITDA, muestra una clara tendencia a la baja año tras año. Esto se debe principalmente al aumento real sostenido que ha tenido el EBITDA en los años de operación.

Deuda Financiera / EBITDA



Deuda Financiera / EBITDA - IFRS



“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”