



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Ximena Oyarce L.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ximena.oyarce@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.

Agosto 2019

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
Bonos	AAA
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo 2019

Características Bonos Colocados en Chile							
Identificación	Serie	Nemotécnico	Valor Nominal Inicial (M UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (M UF)	Fecha Vencimiento
Nº de inscripción 360 del 12.11.2003	B1	BANOR-B1	700	5,7%	Semestral	563	2024
	B2	BANOR-B2	6.900	5,7%	Semestral	5.552	2024

Balance General Individual - IFRS						
Cifras en Miles de \$	2014	2015	2016	2017	2018	Mar-2019
Activos Corrientes	129.636.606	136.711.172	127.882.684	152.294.312	136.149.995	160.657.971
Activos No Corrientes	478.005.283	541.919.612	598.464.831	650.460.125	664.562.476	659.086.026
Total de Activos	607.641.889	678.630.784	726.347.515	802.754.437	800.712.471	819.743.997
Pasivos Corrientes	29.303.602	45.964.799	39.839.428	65.600.289	65.037.357	61.872.930
Pasivos No Corrientes	336.169.922	338.457.248	332.725.076	315.752.470	312.962.911	313.158.262
Total de Pasivo	365.473.524	384.422.047	372.564.504	381.352.759	378.000.268	375.031.192
Patrimonio Neto Total	242.168.365	294.208.737	353.783.011	421.401.678	422.712.203	444.712.805
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	607.641.889	678.630.784	726.347.515	802.754.437	800.712.471	819.743.997

Estado de Resultados individual - IFRS						
Cifras en Miles de \$	2014	2015	2016	2017	2018	Mar-2019
Total ingresos por actividades ordinarias	55.549.870	67.048.910	74.763.022	89.509.512	101.433.221	30.603.435
Otros gastos por naturaleza	-8.515.210	-11.642.510	-11.367.107	-14.997.365	-19.197.271	-5.809.761
Ingresos Financieros	25.007.744	27.979.681	32.630.863	36.722.396	39.569.328	9.875.823
Costos financieros	-12.619.478	-12.383.645	-11.632.332	-10.274.563	-8.797.203	-2.160.646
Ganancia	43.808.319	52.040.372	59.574.274	67.618.667	83.310.525	22.000.602

Opinión

Fundamentos 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 y Avenida Presidente Kennedy, los que totalizan 43,78 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 de **Costanera Norte** cuenta con la garantía parcial del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), que cauciona el 15% de las obligaciones derivadas de la emisión de los títulos de deuda.

La categoría de riesgo asignada a los bonos emitidos por **Costanera Norte** en "Categoría AAA" se fundamenta principalmente en los elevados flujos esperados de la concesión, en relación con el perfil de pago de los bonos, sobre la base del nivel de EBITDA que ha logrado generar. A la fecha, **Costanera Norte** tiene un EBITDA igual a 2,8 veces el máximo cupón a pagar. A lo anterior se suman la vigencia de cinco años que tiene la deuda y que, a la fecha, no existen proyectos concretos que actúen como alternativas más eficientes, que afecten el tráfico de la concesión.

Dentro de las fortalezas del bono destaca el hecho de que los Ingresos Mínimos Garantizados (IMG) por el Estado a la concesión superan holgadamente, las obligaciones generadas por la emisión de bonos (en promedio un 50%). A la fecha no ha sido necesario que opere el sistema de IMG, dado que los flujos de la sociedad han respondido satisfactoriamente en relación con las proyecciones originales.

Según datos a diciembre de 2018, la relación entre deuda financiera y EBITDA de la sociedad asciende a 1,67 veces; el plazo remanente de la concesión es de 13 años.

La estructura financiera en la que se encuadra la emisión de los bonos establece que el emisor solo 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, se exige que los flujos periódicos superen en un porcentaje preestablecido las amortizaciones de capital y el pago de intereses. Según información a marzo de 2019, la concesionaria mantiene en disponible y valores negociables la suma de \$ 36.077 millones, equivalente al pago de tres cupones semestrales.

Cabe agregar que los resultados obtenidos por la sociedad en sus años de operación son relativamente consistentes, con las proyecciones estimadas en la etapa de ejecución de la autopista, en tanto que el plazo del bono es inferior al periodo de la concesión (facilita eventual e hipotética necesidad de refinanciamiento).

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.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Niveles de tráfico crecientes y consolidados.
- Flujo de caja adecuado en relación al pago de la deuda.
- Estructura financiera que favorece la liquidez de la compañía.

Fortalezas complementarias

- Adecuada conectividad con otras autopistas concesionadas.
- Estabilidad institucional y legal.

Fortalezas de apoyo

- Proyecto de conexión entre Puente La Dehesa – Padre Arteaga (no se considera en los flujos).

Riesgos considerados

- Disminuciones en el tráfico vehicular (baja probabilidad).
- Incumplimientos de obligaciones asumidas con el MOP (baja probabilidad).

Definición de categoría de riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.

Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante el primer trimestre de 2019 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$30.603 millones, equivalente a un crecimiento de 29,9% con respecto al mismo periodo del año anterior. Sin embargo, este ítem no incorpora los ingresos financieros, en los cuales se incluyen los IMG por el MOP (y que se descuentan del ingreso operacional).

Realizando los ajustes correspondientes, se obtiene que a marzo de 2019 el ingreso por peaje, considerando infractores, llegara a \$ 36.879 millones, lo que significa un incremento de 25,9% con respecto al primer trimestre del año anterior. En el mismo lapso, los gastos por naturaleza ascendieron a un monto de \$ 5.810 millones, creciendo un 18,3% en los primeros tres meses de 2019 frente a igual período de 2018.

A marzo de 2019 los costos financieros alcanzaron los \$ 2.161 millones, presentando una disminución de un 4,1% respecto del mismo período de 2018. Dentro del mismo lapso, la deuda financiera aumentó en \$ 25.540 millones, quedando en \$ 221.041 millones.

Con todo, la ganancia de la sociedad alcanzó los \$ 22.000 millones en el período enero-marzo de 2019, lo que representa un alza de 18,6% con respecto a igual trimestre del año anterior, impulsado por una mayor recaudación por tráfico e ingresos provenientes del MOP.

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 35,96 km. Recorre la ciudad de oriente a poniente por la rivera norte del río Mapocho y 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 7,82 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 y finalizando el 30 de junio de 2033. Sin embargo, bajo el Convenio Ad-Referendum 2 existe la posibilidad de extender el plazo en tres años bajo circunstancias particulares.

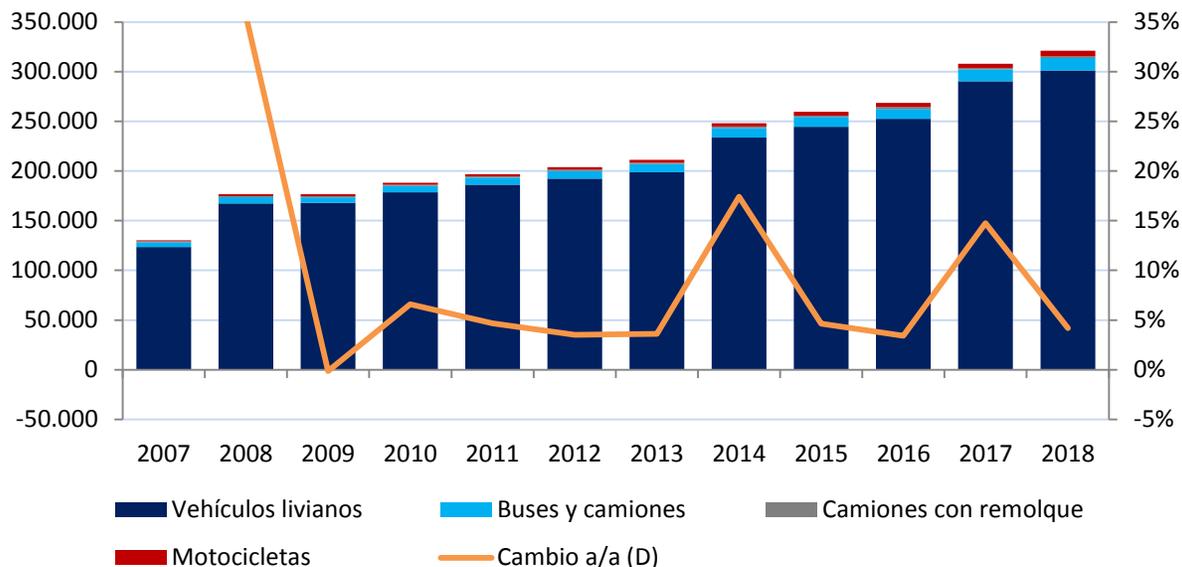
El Decreto Supremo de adjudicación de la concesión fue publicado en febrero de 2000. En la actualidad, está en operación la totalidad de la autopista.

Tráfico

El siguiente gráfico muestra las estadísticas de tráfico para los años 2007-2018, en el cual se aprecia un crecimiento sostenido a lo largo de los años, alcanzando una tasa de variación de 4,2% en 2018, mientras que para el año anterior fue de 14,8%.

Los flujos de la concesión provienen principalmente del tráfico de vehículos livianos (93,9%) y, en segunda instancia, por vehículos pesados, siendo estos buses y camiones (3,9%).

Ilustración 1: Tráfico de la autopista



Patrocinadores

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A. pertenece en un 99,998% a Grupo Costanera S.p.A., que a su vez es controlada por el grupo Atlantia, a través de Autostrade dell'Atlantico S.r.L., e Inversiones Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) Chile Ltda. El 0,002% restante pertenece al grupo Gestión Vial S.A.

Esta estructura societaria se estableció luego que Atlantia se hiciera del 100% de las acciones de Autostrade Sud America SRL, comprando la participación a SIAS y Mediobanca el 18 de junio de 2012. Posteriormente, el 2 de agosto de ese mismo año, Atlantia vendió el 49,99% de Grupo Costanera S.p.A. a CPPIB.

Atlantia es una compañía italiana operadora de autopistas, con concesiones en Italia, Chile, India y Polonia. La solvencia de la compañía está clasificada en "Categoría Baa3" a escala global.

CPPIB es una organización de manejo de inversiones con base en Toronto, Canadá. Su propósito es invertir los fondos depositados en el *Canada Pension Plan*. La institución administraba US\$ 392 mil millones de activos al cierre de marzo de 2019. Su clasificación de solvencia es "Categoría Aaa" a escala global.

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 Banco Interamericano de Desarrollo (BID) de forma irrevocable e incondicional, de manera previa al acaecimiento de un evento de sindicación. La responsabilidad del BID se limita al 15% de la deuda.

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo con 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 de bonos, soportando en el largo plazo niveles de estrés elevados.

A marzo de 2019 la empresa presenta un pasivo con un saldo insoluto de UF 959 mil en favor del Grupo Costanera S.p.A., consecuencia de una deuda subordinada con los accionistas de la sociedad, compromiso que se deberá ir pagando a medida que haya holgura financiera (bajo el cumplimiento de ciertas condiciones en cuanto a liquidez y nivel de operación). Cabe señalar que parte de este pago está provisionado en el balance y que se han realizado pagos parciales en los años anteriores. La Ilustración 2 presenta el comportamiento de los flujos proyectados frente al pago de la deuda emitida por **Costanera Norte**.

La evolución del EBITDA ha sido positiva a lo largo del tiempo en **Costanera Norte**. La relación EBITDA sobre ingreso presenta alzas sostenidas desde 2009, pasando de 78,0% a 83,8% al cierre de 2018. Este comportamiento responde a la madurez de la concesión, aumentando el tráfico y los ingresos frente a un menor crecimiento de los costos y gastos de la operación.

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

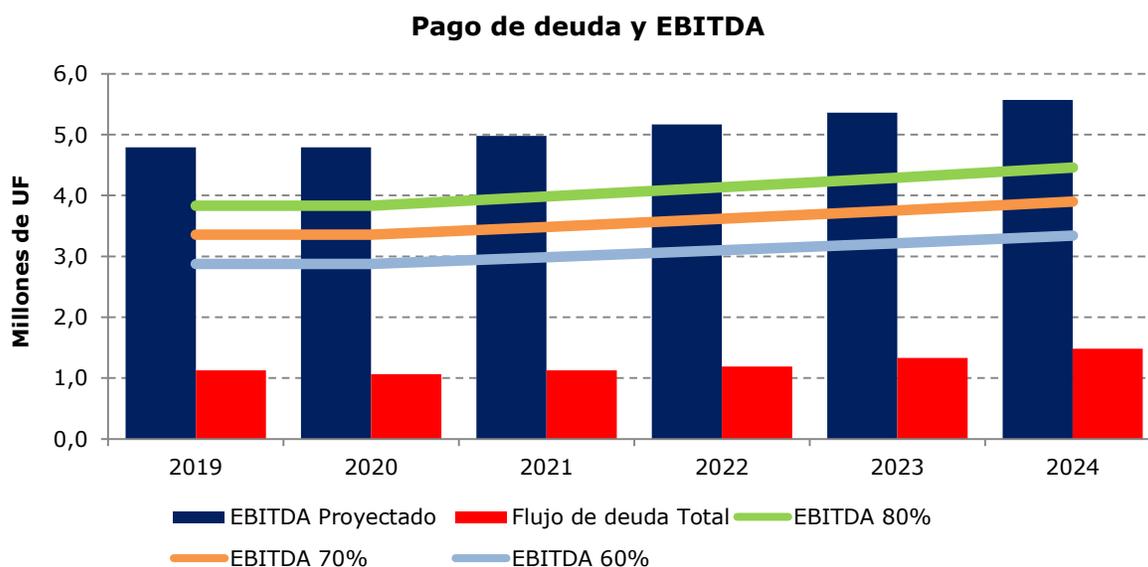
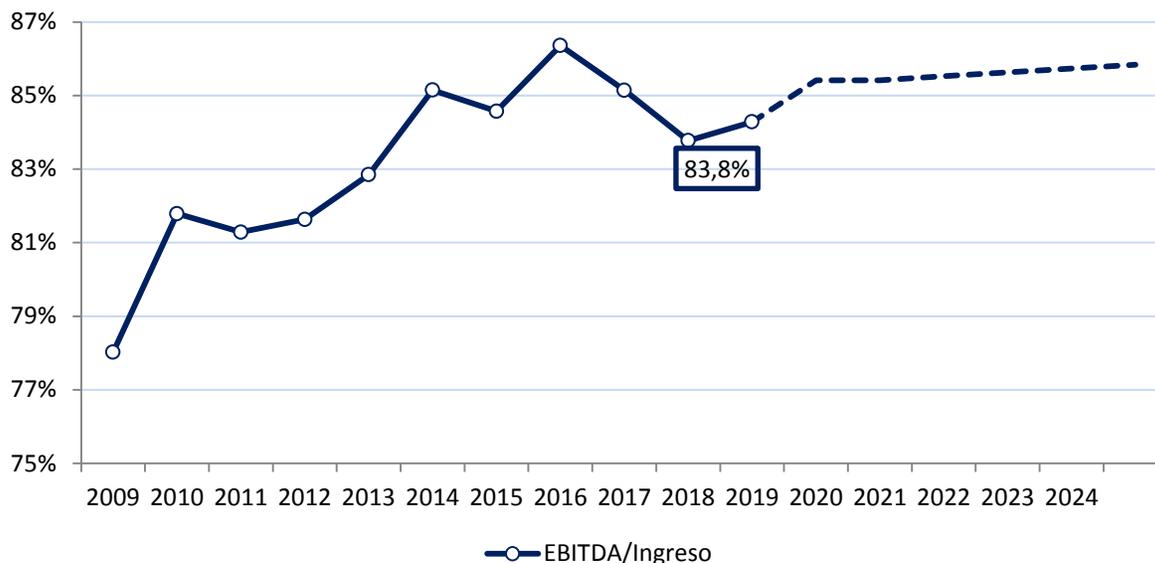


Ilustración 3: Evolución y proyección del margen EBITDA

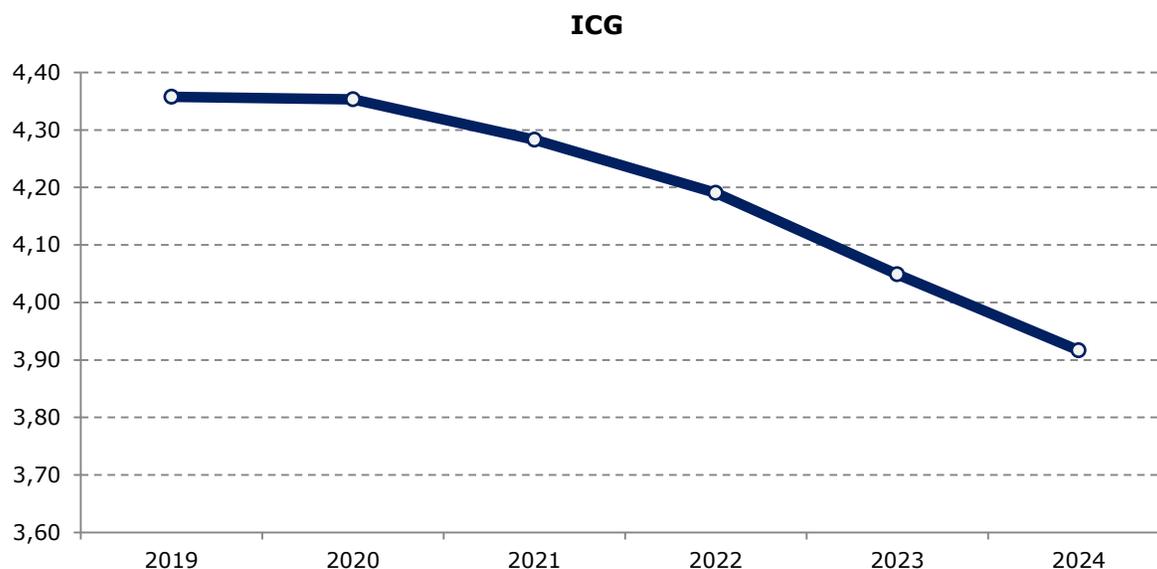


Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global (ICG) 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, sin considerar la deuda subordinada. Así, si el indicador muestra una relación mayor a la unidad (corrigiendo el efecto del pago de impuestos futuros), se asume que la compañía está en condiciones de responder a sus obligaciones, bajo el supuesto de un adecuado calce en los flujos. La Ilustración 4 presenta la trayectoria del indicador.

Costanera Norte presenta indicadores elevados, que se mantienen sobre las tres veces el valor actual de los flujos sobre el saldo insoluto. La proyección del indicador se mantiene relativamente estable hasta el año 2020, luego de esto presenta una leve disminución, dado que el indicador presenta flujos hasta el término de la deuda, sin embargo, el indicador sigue mostrando un nivel sobre las tres veces. Además, la concesionaria tiene holgura entre el plazo de pago de la deuda y el término de concesión.

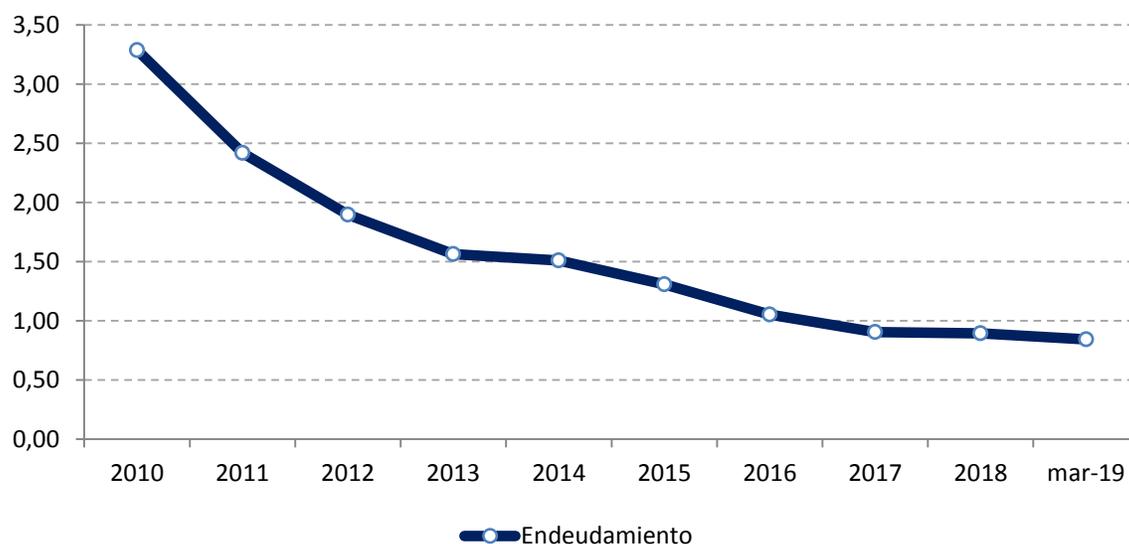
Ilustración 4: Proyección del Índice de Cobertura Global



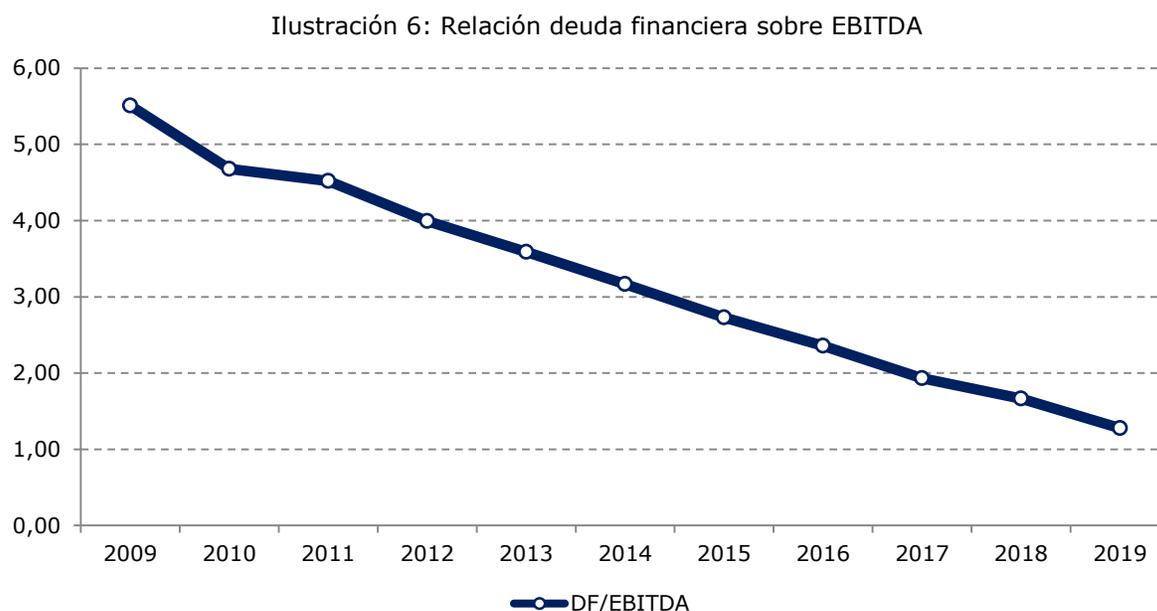
Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, muestra una baja sostenida, pasando de niveles cercanos a tres veces en 2009 a una relación de 0,84 vez a marzo del 2019, manteniéndose levemente un poco más bajo que el año anterior para este mismo trimestre (0,9 a marzo de 2018). Ello responde a un aumento en el patrimonio, mientras que el pasivo exigible se ha reducido a medida que se paga la deuda, tanto emitida por **Costanera Norte** como la subordinada con su grupo controlador. La Ilustración 5 presenta la evolución de este indicador.

Ilustración 5: Evolución de la razón de endeudamiento



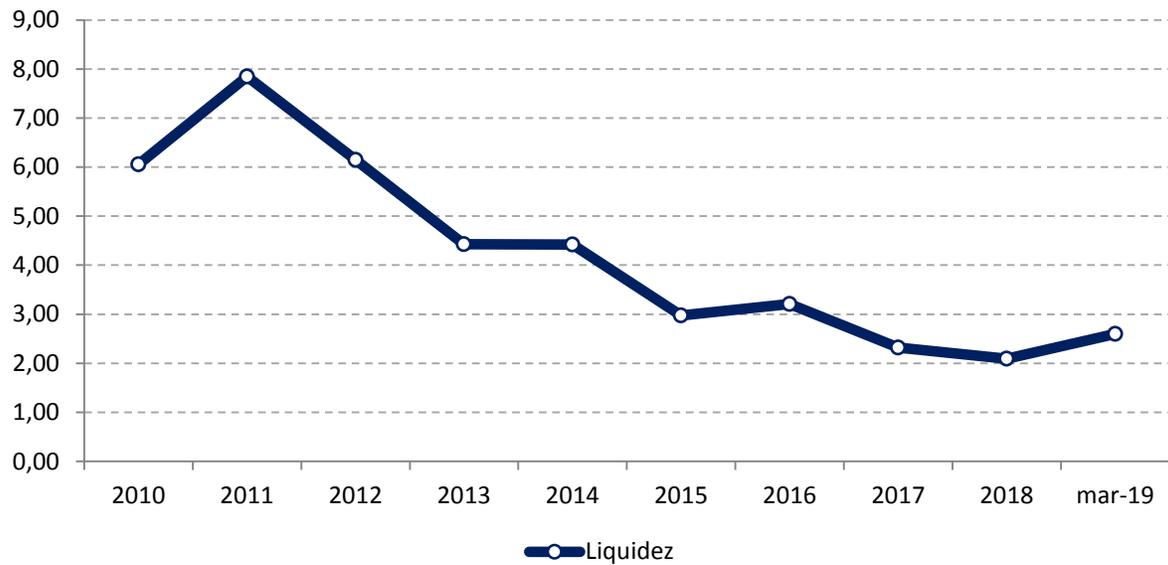
Por otro lado, la deuda financiera medida sobre el EBITDA también muestra una tendencia a la baja, debido al incremento del EBITDA y una reducción de la deuda financiera a través de los años. Este comportamiento se puede observar en la Ilustración 6.



Liquidez

La liquidez, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, se ha contraído después del año 2010, aunque manteniéndose elevada,, pasando desde 7,8 veces en 2011 a 2,1 veces en 2018. En el último trimestre analizado, ha exhibido una leve mejora, debido al incremento de los activos corrientes y la disminución de los pasivos corrientes, lo cual ocasionó que el indicador de liquidez alcanzara en marzo de 2019 las 2,6 veces.

Ilustración 7: Evolución del indicador de 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 este 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."