



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Ignacio Muñoz Q.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ignacio.munoz@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.

Julio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono (56) 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AAA
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo 2020

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bonos serie B1 (BANOR-B1)	N° 360 de 12.11.2003
Bonos serie B2 (BANOR-B2)	N° 360 de 12.11.2003

Características Bonos Colocados en Chile					
Bonos	Valor Nominal Inicial (M UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (M UF)	Fecha Vencimiento
Serie B1	700	5,7%	Semestral	489	2024
Serie B2	6.900	5,7%	Semestral	4.821	2024

Balance General Individual - IFRS						
Cifras en Miles de \$	2015	2016	2017	2018	2019	Mar-2020
Activos Corrientes	136.711.172	127.882.684	152.294.312	136.149.995	206.446.067	241.110.220
Activos No Corrientes	541.919.612	598.464.831	650.460.125	664.562.476	670.893.719	669.547.255
Total de Activos	678.630.784	726.347.515	802.754.437	800.712.471	877.339.786	910.657.475
Pasivos Corrientes	45.964.799	39.839.428	65.600.289	65.037.357	56.762.425	77.759.131
Pasivos No Corrientes	338.457.248	332.725.076	315.752.470	312.962.911	556.257.952	546.153.809
Total de Pasivo	384.422.047	372.564.504	381.352.759	378.000.268	613.020.377	623.912.940
Patrimonio Neto Total	294.208.737	353.783.011	421.401.678	422.712.203	264.319.409	286.744.535
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	678.630.784	726.347.515	802.754.437	800.712.471	877.339.786	910.657.475

Estado de Resultados individual - IFRS						
Cifras en Miles de \$	2015	2016	2017	2018	2019	Mar-2020
Total ingresos por actividades ordinarias	67.048.910	74.763.022	89.509.512	101.433.221	130.783.280	31.004.955
Otros gastos por naturaleza	-11.642.510	-11.367.107	-14.997.365	-19.197.271	-20.560.884	-5.701.209
Ingresos Financieros	27.979.681	32.630.863	36.722.396	39.569.328	40.708.009	10.003.717
Costos financieros	-12.383.645	-11.632.332	-10.274.563	-8.797.203	-10.268.856	-2.903.217
Ganancia	52.040.372	59.574.274	67.618.667	83.310.525	99.042.456	22.425.126

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 42,81 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. Al cierre de 2019, **Costanera Norte** tiene un EBITDA igual a 2,86 veces el máximo cupón a pagar. A lo anterior se suman la vigencia de cuatro 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.

En relación con la contingencia, asociada a la crisis producto del COVID-19; se considera positivo que **Costanera Norte** presenta una adecuada liquidez; además de que los flujos proyectados de la concesión, considerando una drástica caída en sus ingresos por concepto de la disminución en el tráfico vehicular, le permiten hacer frente al perfil de pago de los bonos.

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 2019, la relación entre deuda financiera y EBITDA de la sociedad asciende a 1,26 veces; el plazo remanente de la concesión es de 12 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 2020, la concesionaria mantiene en disponible y valores negociables la suma de \$33.908 millones, equivalentes al pago de dos 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 con el 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).

Hechos recientes

Resultados primer trimestre 2020

Durante el primer trimestre de 2020, **Costanera Norte** generó ingresos por actividades ordinarias por \$31.004.955, equivalente a un crecimiento de 1,31% 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.

Realizando los ajustes correspondientes, se obtiene que a marzo de 2020 el ingreso por peaje, considerando infractores, llegara a \$37.502 millones, lo que significa un incremento de 1,69% con respecto al primer trimestre del año anterior. A la misma fecha, los gastos por naturaleza ascendieron a un monto de \$5.701 millones, reduciéndose un 1,87% en comparación al mismo período en 2018.

A marzo de 2020, los costos financieros alcanzaron los \$2.903 millones, los que mostraron un incremento del 34,37% respecto a marzo 2019. A la misma fecha, la deuda financiera ascendió a \$438.248 millones. **Costanera Norte** finalizó el primer trimestre con una ganancia de \$22.425 millones, lo que representa un aumento del 1,93% con respecto a lo obtenido en 2018.

Definición 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.

Antecedentes generales

Características de la concesión

Costanera Norte 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 35,41 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 7,4 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 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 tráfico de **Costanera Norte** ha mostrado un crecimiento sostenido a lo largo de los años. Al cierre de 2019, presentó un crecimiento del 3,83% con respecto al tráfico alcanzando el 2018. Los flujos de la concesión provienen principalmente del tráfico de vehículos livianos, los cuales representaron el 94,32% del tráfico total, seguido por buses y camiones, equivalentes al 3,68% de éste. Durante el primer semestre de 2020, se observa una caída del 39,61% en el tráfico total en comparación al mismo período en 2019. La Ilustración 1 presenta la evolución del tráfico de la compañía en los últimos años.

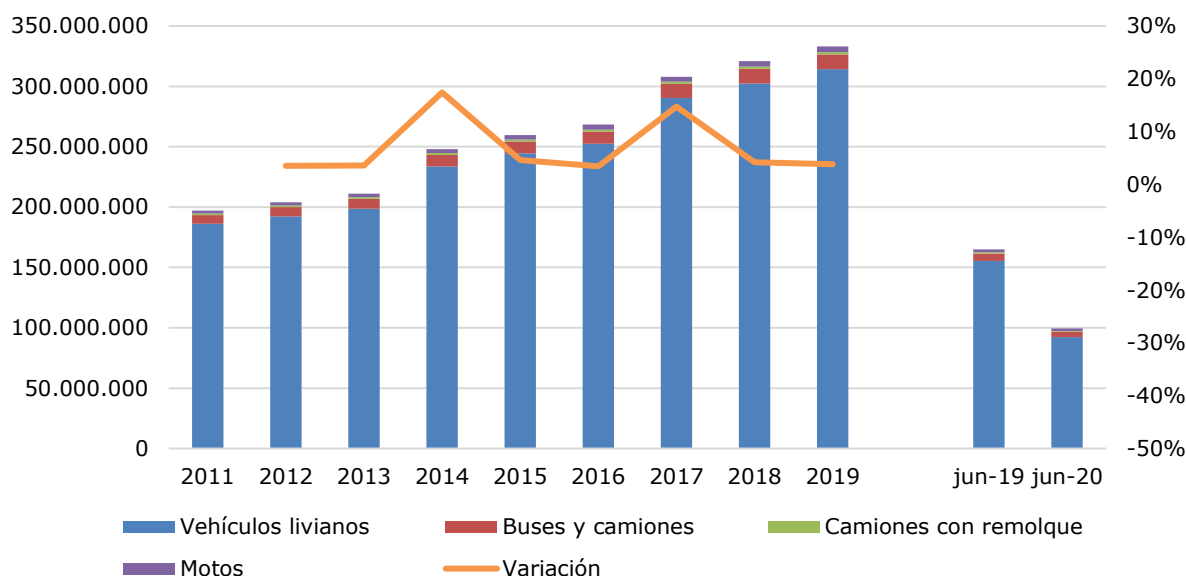


Ilustración 1: Tráfico **Costanera Norte**

Patrocinadores

Costanera Norte 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\$ 383.766 millones de activos al cierre de marzo de 2020. 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 las emisiones de bonos, soportando en el largo plazo niveles de estrés elevados. La Ilustración 2 presenta el comportamiento de los flujos proyectados frente al pago de la deuda emitida por la empresa.

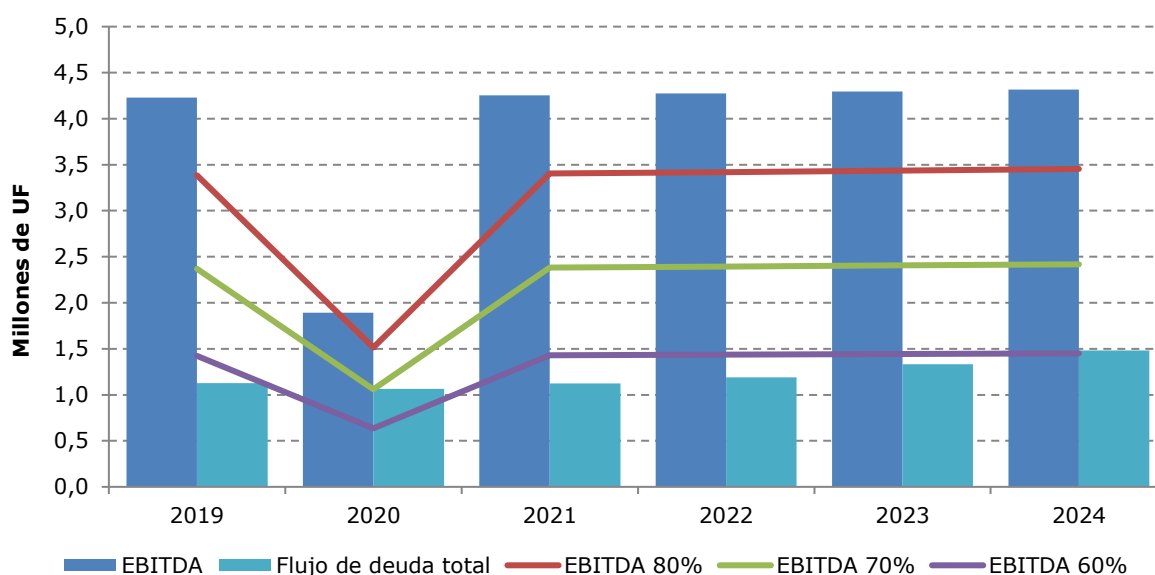


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

La evolución del EBITDA de **Costanera Norte** ha sido creciente a lo largo del tiempo, no obstante, se espera que a futuro se mantenga más estable, pero siempre con margen EBITDA en torno al 80%. La evolución del indicador de margen EBITDA y las proyecciones de éste se presentan en la Ilustración 3.

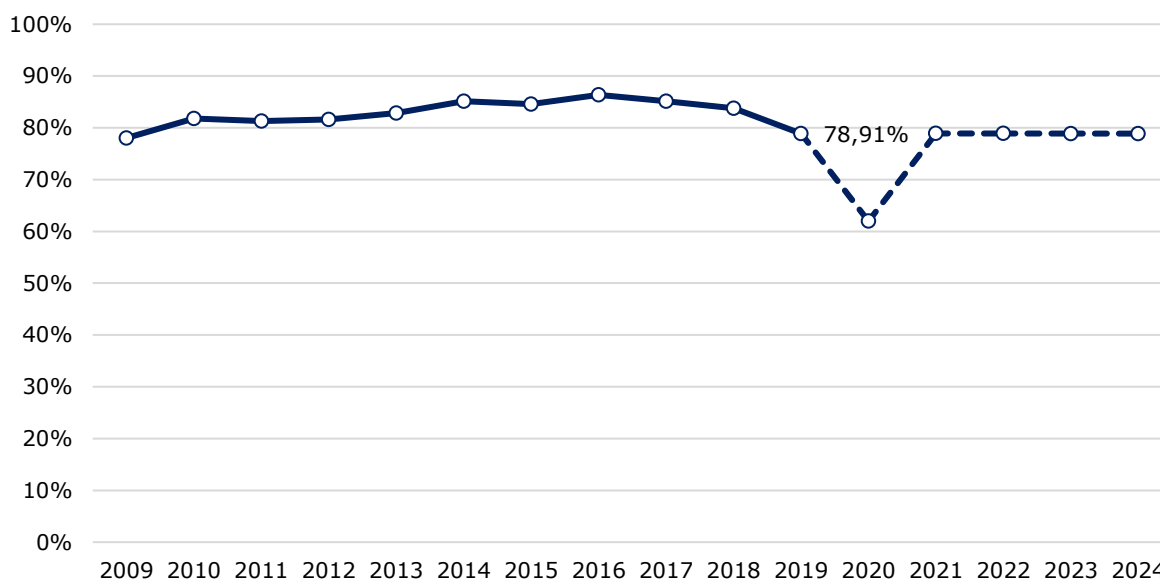


Ilustración 3: Evolución y proyección del margen EBITDA

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. 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 comportamiento del ICG de **Costanera Norte**.

Costanera Norte presenta indicadores elevados, siendo éste al cierre de 2019 de 3,29 veces el valor actual de los flujos sobre el saldo insoluto. La proyección presenta una caída para el indicador en 2020 debido a los efectos de la pandemia en el tráfico vehicular; sin embargo, el indicador sigue mostrando un nivel sobre las tres veces, llegando hasta las 3,03 veces en 2024. Además, la concesión tiene holgura entre el plazo de pago de la deuda y el término de concesión; de esta forma, si para efectos de la determinación del indicador se incluye los flujos durante de todo el período de la concesión, incluyendo la estimación de lo que debiera pagar el MOP a la sociedad como compensación por no ajustar sus tarifas, se obtiene un índice de 6,65 veces.

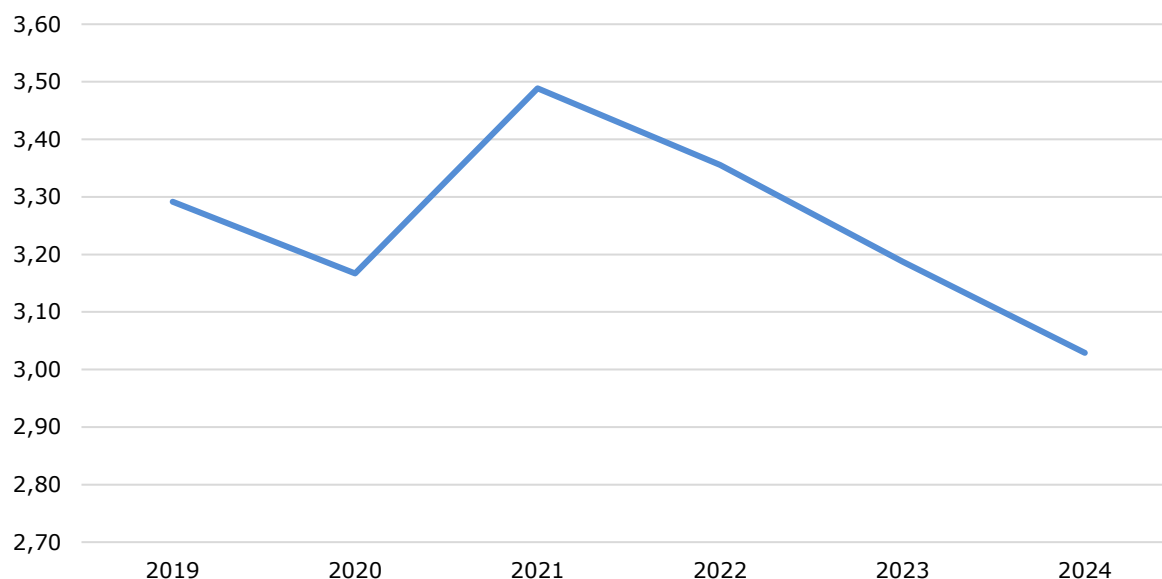


Ilustración 4: Proyección del Índice de Cobertura Global

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio muestra una baja sostenida hasta el 2018, pasando de niveles de 3,29 veces en 2009 a 0,89 veces en 2018. Al cierre de 2019, este indicador muestra un aumento respecto al año anterior, donde alcanza las 2,32 veces; lo que se explica por el alza en un 62,17% del total de pasivos de **Costanera Norte** y la reducción del 37,47% en su patrimonio; este último se explica principalmente por el aumento del 213,95% en el total de dividendos distribuidos en 2019 en comparación a los del año anterior. A marzo de 2020, el endeudamiento de la compañía alcanzo las 2,18 veces. La *Ilustración 5* muestra la evolución del nivel de endeudamiento **Costanera Norte**.

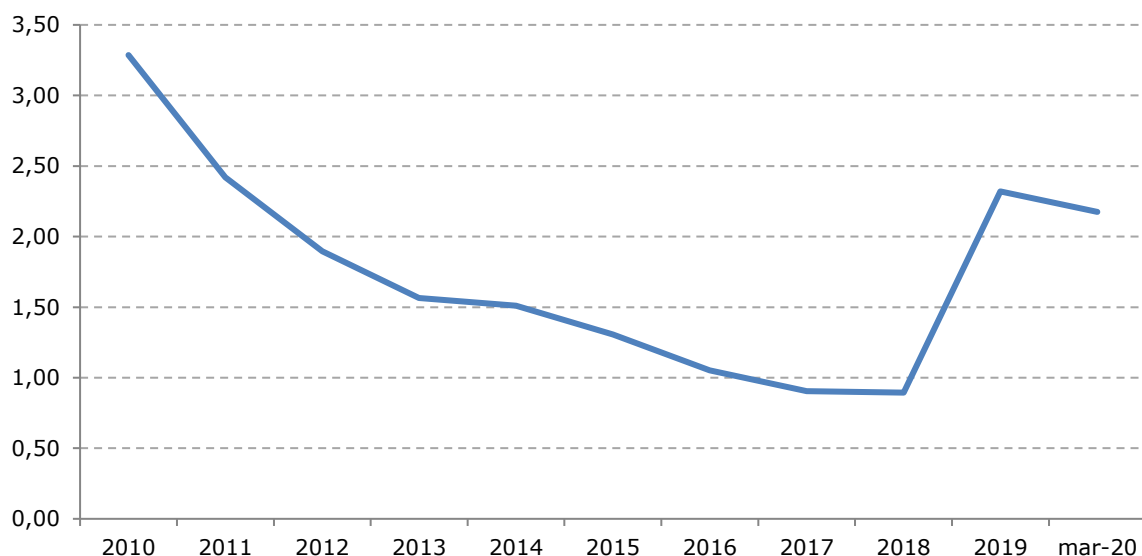


Ilustración 5: Endeudamiento

Al analizar el ratio de deuda financiera sobre EBITDA, es posible observar una clara tendencia a la baja, debido al incremento del EBITDA y una reducción de la deuda financiera a través de los años. El indicador pasó de presentar niveles de las 5,44 veces en 2009 a las 1,26 veces al cierre de 2019. La *Ilustración 6* presenta la evolución de este indicador para **Costanera Norte**.

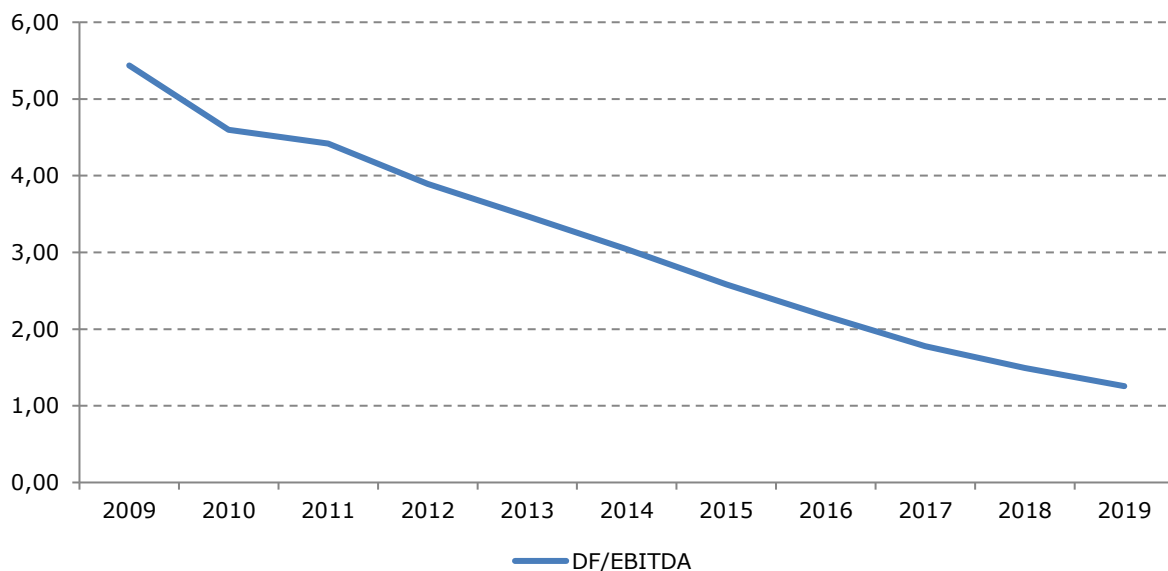


Ilustración 6: Relación deuda financiera sobre EBITDA

Liquidez

La liquidez de **Costanera Norte**, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, si bien ha sido constantemente elevada, ha mostrado una reducción sostenida desde el año 2011 hasta el cierre de 2018, pasando desde 7,84 veces a 2,09 veces respectivamente. En 2019, la liquidez mostró un aumento, alcanzando las 3,64 veces; lo que se explica por el incremento en un 51,63% de los activos corrientes y la reducción del 12,72% de los pasivos corrientes en comparación a los 2018. El indicador de liquidez a marzo de 2020 es de 3,10 veces. La Ilustración 7 presenta la evolución de la liquidez de la compañía.

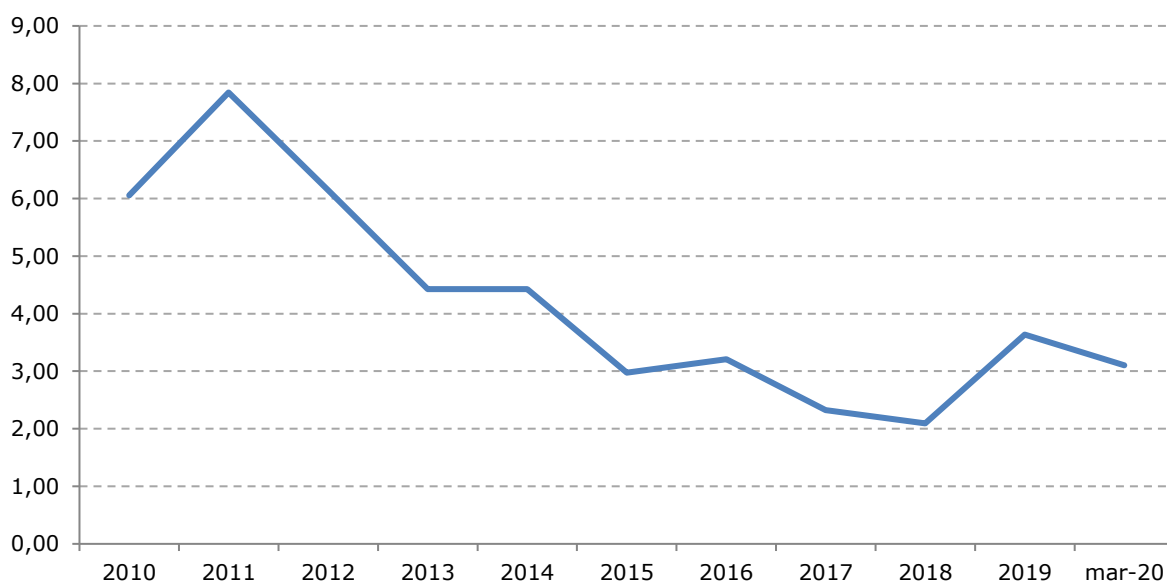


Ilustración 7: Liquidez

"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."