



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Camila Alvarado Yerkovic

Hernán Jiménez Aguayo

Tel. (56) 22433 5200

camila.alvarado@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.

Julio 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22 433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AAA
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo 2021

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	416	2024
	B2	BANOR-B2	6.900	5,7%	Semestral	4.107	2024

Balance General Individual - IFRS						
Cifras en Miles de \$	2016	2017	2018	2019	2020	Mar-2021
Activos Corrientes	127.882.684	152.294.312	136.149.995	206.446.067	204.205.352	216.936.461
Activos No Corrientes	598.464.831	650.460.125	664.562.476	670.893.719	700.142.920	696.600.187
Total de Activos	726.347.515	802.754.437	800.712.471	877.339.786	904.348.272	913.536.648
Pasivos Corrientes	39.839.428	65.600.289	65.037.357	56.762.425	79.201.166	79.175.153
Pasivos No Corrientes	332.725.076	315.752.470	312.962.911	556.257.952	515.024.075	505.166.475
Total de Pasivo	372.564.504	381.352.759	378.000.268	613.020.377	594.225.241	584.241.628
Patrimonio Neto Total	353.783.011	421.401.678	422.712.203	264.319.409	310.123.031	329.195.020
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	726.347.515	802.754.437	800.712.471	877.339.786	904.348.272	913.536.648

Estado de Resultados individual - IFRS						
Cifras en Miles de \$	2016	2017	2018	2019	2020	Mar-2021
Total ingresos por actividades ordinarias	74.763.022	89.509.512	101.433.221	130.783.280	77.187.430	24.829.605
Otros gastos por naturaleza	-11.367.107	-14.997.365	-19.197.271	-20.560.884	-20.076.486	-5.726.642
Ingresos Financieros	32.630.863	36.722.396	39.569.328	40.708.009	42.058.622	10.518.445
Costos financieros	-11.632.332	-10.274.563	-8.797.203	-10.268.856	-11.433.805	-2.661.707
Ganancia	59.574.274	67.618.667	83.310.525	99.042.456	87.735.761	26.959.701

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 y la deuda, sobre la base del nivel de EBITDA que ha logrado generar y que se espera que genere. Al cierre de 2020, **Costanera Norte** tiene un EBITDA igual a 1,82 veces el máximo cupón a pagar. A lo anterior se suman la vigencia de tres años que le restan a la deuda del bono 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 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 2020, la relación entre deuda financiera del bono y EBITDA de la sociedad asciende a 3,05 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 2021, la concesionaria mantiene en disponible y valores negociables la suma de \$36.399 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 (exceptuando la reducción de tráfico generado por la pandemia y cambios en la estructura de reajustes de las tarifas), en tanto que el plazo del bono es inferior al periodo de la concesión (facilita eventual e hipotética necesidad de refinanciamiento¹). Con todo, dado el acuerdo con el Ministerio de Obras Públicas en el que se elimina el reajuste real del 3,5% de las tarifas, limitándose sólo a la variación del índice de precios al consumidor (IPC), a futuro se espera un bajo crecimiento en los ingresos de la sociedad lo cual sería compensado al término de la concesión vía un pago por parte del ministerio o una extensión del plazo de la misma.

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 total.
- Estructura financiera que favorece la liquidez de la compañía.

Fortalezas complementarias

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

Riesgos considerados

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

¹ Considerando a su vez el crédito sindicado que posee la concesionaria.

Definición categoría de riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago de 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

Resultados primer trimestre 2021

Durante el primer trimestre de 2021, **Costanera Norte** generó ingresos por actividades ordinarias por \$24.829.605, equivalente a una disminución de un 19,92% 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 2021 el ingreso por peaje, considerando infractores, llega a \$31.681.895, lo que significa una disminución de un 15,52% con respecto al primer trimestre del año anterior. A la misma fecha los gastos por naturaleza ascendieron a un monto de \$5.726.642, reduciéndose un 0,44% en comparación al mismo periodo en 2020.

A marzo de 2021, los costos financieros alcanzaron los \$2.662 millones, los que mostraron una disminución de un 8,30% respecto a marzo 2020. A la misma fecha, la deuda financiera ascendió a \$415.102 millones. **Costanera Norte** finalizó el primer trimestre con una ganancia de \$19.071 millones, lo que representa una disminución del 14,96% con respecto a lo obtenido en 2020.

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. A finales de 2020 se ha habilitado para el tránsito la extensión de la autopista desde el Puente de La Dehesa hasta la calle Padre Arteaga, con lo cual se sumaron 700 metros de longitud.

- **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 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, sin embargo, el impacto del Covid-19 ha producido una caída en el flujo vehicular. Al cierre del 2020, la autopista presentó una disminución del 36,0% con respecto al tráfico alcanzado el 2019. Comparando el primer trimestre del 2020 con el primer trimestre del 2021 podemos ver que la tendencia persiste, aunque en menor magnitud, ya que se observa una caída del 7,4% en el flujo vehicular. Sin embargo, cuando se analiza el flujo acumulado para abril de 2021 con el flujo acumulado de abril 2020, se observa un aumento del tráfico de un 2,26%. Si se hace el mismo ejercicio para el acumulado de mayo, se observa un aumento del 16,56%, mostrando una clara tendencia al alza en comparación con el 2020. Los flujos de la concesión provienen principalmente del tráfico de vehículos livianos, los cuales representaron el 92,8% del tráfico total, seguido por buses y camiones, equivalentes al 4,4% de éste. La *Ilustración 1* presenta la evolución del tráfico de la compañía en los últimos años.

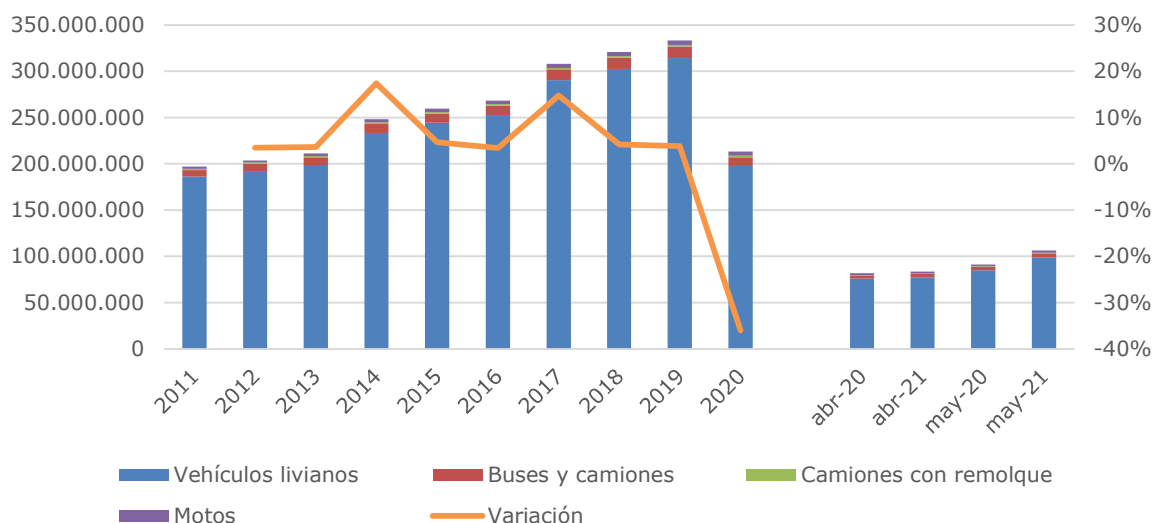


Ilustración 1: Tráfico Costanera Norte

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 Pensión 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 SSRL, comprando la participación a SIAS y Mediobanco 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 Pensión 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 proyectado, tomando como base los ingresos efectivos registrados, el acuerdo con el MOP (año 2019) en cuanto a la eliminación en el reajuste del 3,5% de las tarifas (los incrementos solo serán de acuerdo con el IPC) y ajustando la tasa de crecimiento esperada, según el estudio de tráfico (salvo 2020 donde se introduce el efecto de la pandemia), se observa una holgura razonable entre los flujos esperados y el pago de la deuda. La *Ilustración 2* presenta el comportamiento de los flujos proyectados frente al pago de la deuda emitida por la empresa.

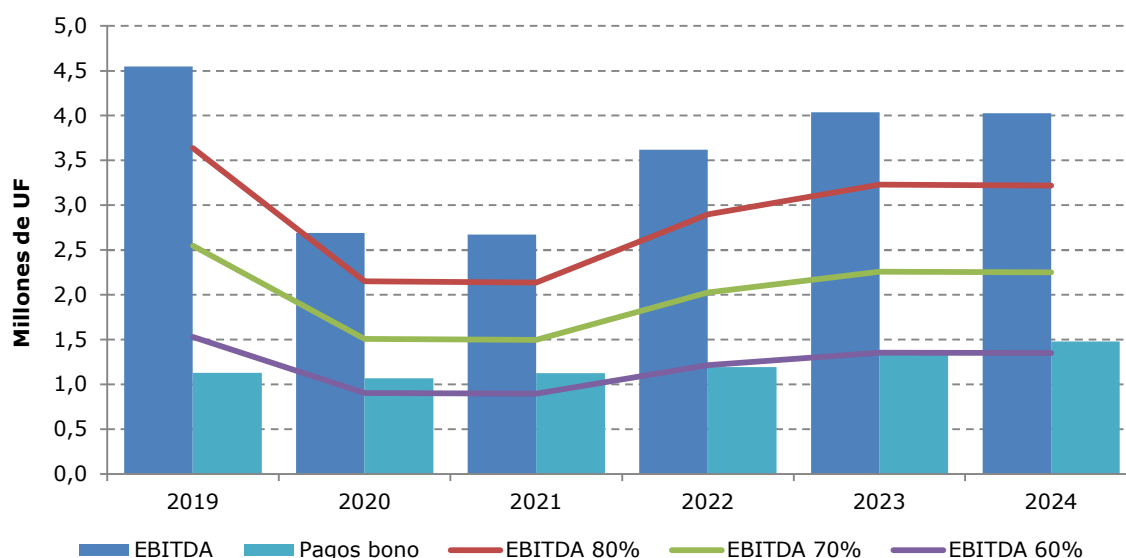


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

La evolución del margen EBITDA de **Costanera Norte** ha sido creciente a lo largo del tiempo, no obstante, sufre una caída en el 2020 producto de la pandemia, pasando de 84,84% a 78,34%. Se espera que a futuro vuelva a aumentar y 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*.

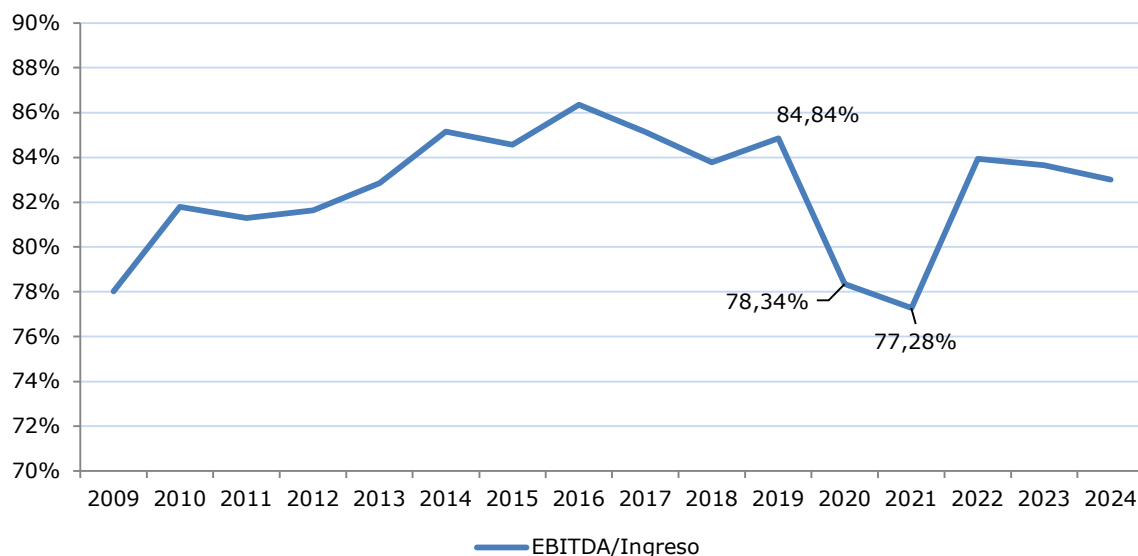


Ilustración 3: Evolución y proyección del margen EBITDA

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 calce en los flujos. La *Ilustración 4* presenta el comportamiento del ICG de **Costanera Norte**, en donde se muestran dos versiones de este indicador; en primer lugar, con flujos hasta el término del bono (ICG) y con flujos hasta el término de la concesión (ICG ajustado); sin embargo, ambos contabilizan solamente la deuda del bono (no incluyen la deuda subordinada). Adicionalmente, cabe destacar que ambas versiones del indicador se muestran sin incorporar los flujos que la sociedad tendrá derecho a recibir al término de la concesión como compensación de no reajustar sus tarifas anualmente en 3,5%.

Costanera Norte presenta indicadores de cobertura global elevados, siendo éste al cierre de 2019 de 3,08 veces. La proyección presenta una caída en 2021 debido a los efectos de la pandemia en el tráfico vehicular; sin embargo, el indicador sigue mostrando un buen nivel y es bastante estable en el tiempo, llegando a 2,84 veces. Además, la concesión tiene holgura entre el plazo de pago de la deuda y el término de la concesión; de esta forma, si para efectos de la determinación del indicador se incluye los flujos de todo el período de la concesión, sin incluir la estimación de lo que debiera pagar el MOP a la sociedad como compensación por no ajustar sus tarifas, se obtiene un índice de 6,67 veces para el 2020.

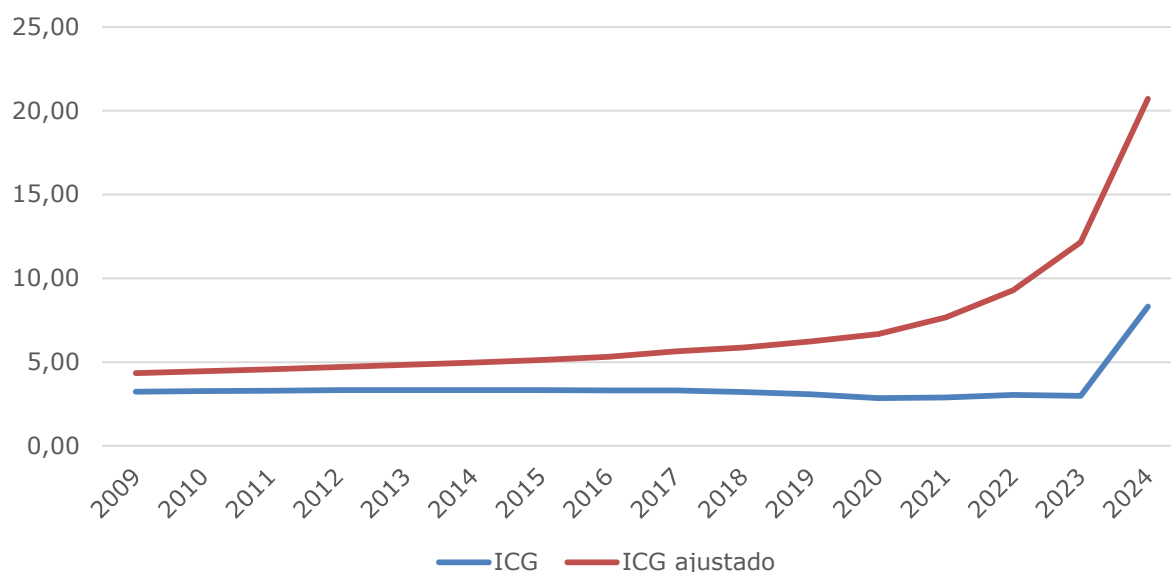


Ilustración 4: Proyección del Índice de Cobertura Global

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio muestra una baja sostenida hasta el 2018, pasando a niveles de 3,29 veces en 2010 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; debido principalmente al aumento del 213,95% en el total de dividendos distribuidos en 2019 en comparación al año anterior. Al cierre del 2020 el endeudamiento vuelve a bajar a un nivel de 1,92 veces, lo que se explica por una parte en una leve disminución del total de pasivos en un 3,07% y por otra en un aumento del patrimonio de un 17,33%; este último influenciado principalmente por una disminución del 97,71% en el total de dividendos distribuidos en 2020 en comparación al año anterior. La *ilustración 5* muestra la evolución del nivel de endeudamiento de **Costanera Norte**.

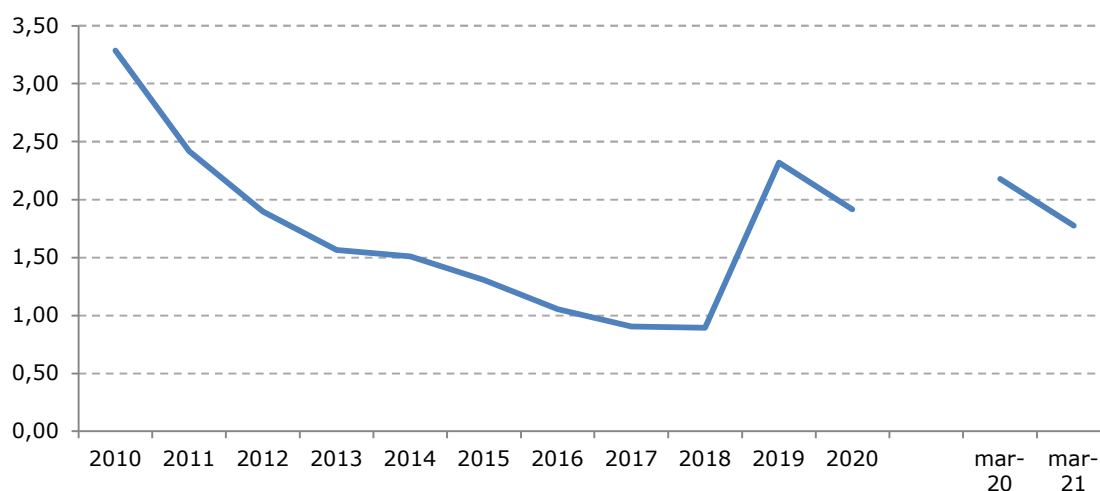


Ilustración 5: Endeudamiento

Al analizar el ratio de deuda financiera del bono sobre EBITDA, es posible observar una tendencia a la baja hasta el 2019, sin embargo, producto del Covid-19 este indicador aumenta al doble en el 2020 debido a la disminución en el EBITDA, pasando de 1,26 a 3,05. A pesar de esto, es de esperar que el ratio se estabilice y vuelva a su trayectoria a la baja. En cuanto al ratio de la deuda financiera total sobre EBITDA, podemos ver un aumento en 2019 hasta 3,62 producto de la emisión de deuda subordinada en ese año. Este sigue aumentando hasta 2020 luego de lo cual sigue una trayectoria a la baja. La *Ilustración 6* presenta la evolución de este indicador, tanto de la deuda financiera del bono como de la deuda financiera total para **Costanera Norte**.

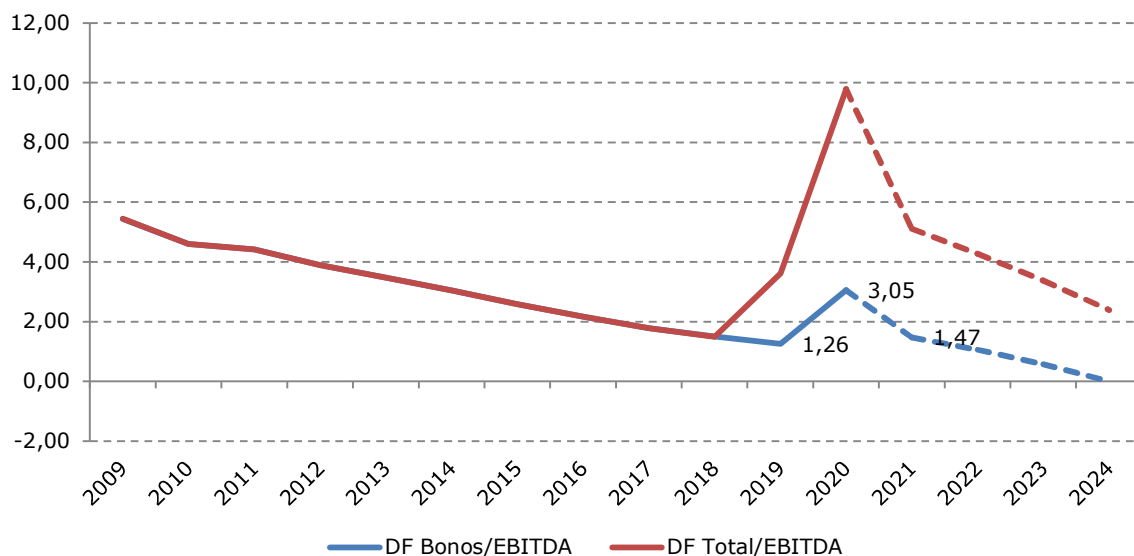


Ilustración 6: Relación deuda financiera sobre EBITDA

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 del 2018. En 2020 la liquidez disminuye a 2,58 veces, debido principalmente al aumento de los pasivos corrientes en un 39,53% y una leve disminución en los activos corrientes de 1,09%, con respecto al 2019. Realizando una comparación entre el primer trimestre de 2021 con el primer trimestre de 2020 vemos que el indicador disminuye de 3,10 veces a 2,74 veces, debido a una disminución de los activos corrientes en un 10,03%. Se puede ver que, si bien existe dispersión, el indicador varía desde el 2015 entre el rango 2,0 a 4,0 veces.

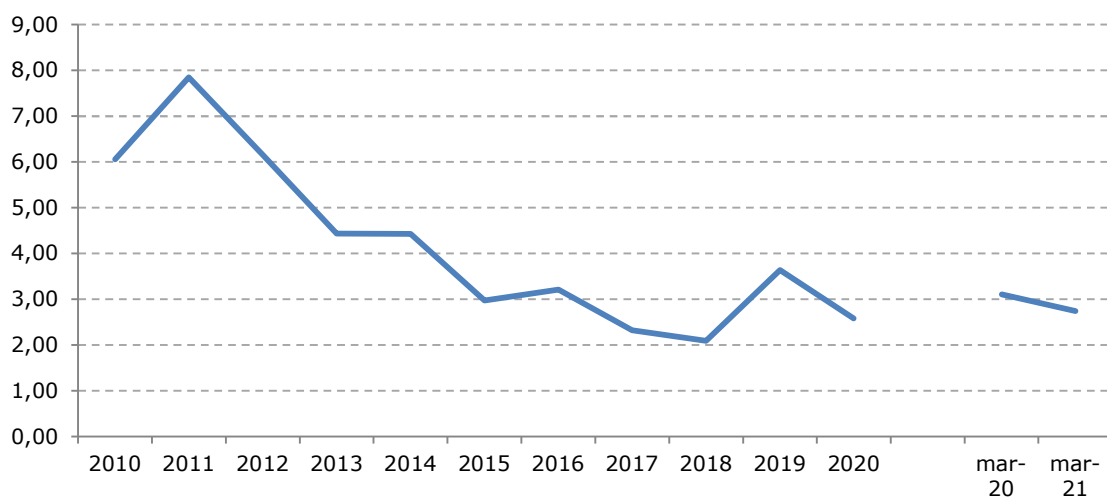


Ilustración 7: Liquidez

"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."