



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Sociedad Concesionaria

Costanera Norte S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Savka Vielma
Hernán Jiménez
savka.vielma@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA
Junio 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Bonos **AAA**
 Tendencia **Estable**

EEFF base 31 de marzo de 2022

Número y fecha de inscripción de emisores de deuda	
Serie B1 (BANOR-B1)	N° 360 del 12.11.2003
Serie B2 BANOR-B2)	N° 360 del 12.11.2003

Características Bonos Colocados en Chile					
Serie	Valor Nominal Inicial (M UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período de Capitalización	Valor Nominal Vigente (M UF)	Fecha de Vencimiento
B1	700	5,75%	Semestral	334	2024
B2	6900	5,75%	Semestral	3.298	2024

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Ingresos de actividades ordinarias	89.509.512	101.433.221	130.783.280	77.187.430	117.382.027	35.482.908
Otros gastos por naturaleza	-14.997.365	-19.197.271	-20.560.884	-20.076.486	-23.103.501	-6.136.876
Ingresos financieros	36.722.396	39.569.328	40.708.009	42.058.622	42.057.724	12.645.603
Costos financieros	-10.274.563	-8.797.203	-10.268.856	-11.433.805	-10.486.318	-2.508.145
Utilidad del ejercicio	67.618.667	83.310.525	99.042.456	87.735.761	87.745.546	28.726.157

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Activos corrientes	152.294.312	136.149.995	206.446.067	204.205.352	281.321.236	306.302.171
Activos no corrientes	650.460.125	664.562.476	670.893.719	700.142.920	689.519.027	689.938.224
Total activos	802.754.437	800.712.471	877.339.786	904.348.272	970.840.263	996.240.395
Pasivos corrientes	65.600.289	65.037.357	56.762.425	79.201.166	85.522.437	88.198.312
Pasivos no corrientes	315.752.470	312.962.911	556.257.952	515.024.075	487.449.249	481.447.349
Patrimonio	421.401.678	422.712.203	264.319.409	310.123.031	397.868.577	426.594.734
Total patrimonio y pasivos	802.754.437	800.712.471	877.339.786	904.348.272	970.840.263	996.240.395

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 2021, **Costanera Norte** tuvo un EBITDA igual a 1,58 veces el pago de sus obligaciones para ese año. 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.

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 2021, la relación entre deuda financiera del bono y EBITDA de la sociedad asciende a 1,01 veces; el plazo remanente de la concesión es de 10 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 2022, la concesionaria mantiene en disponible y valores negociables la suma de \$ 41.750 millones.

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). También, cabe señalar, que el plazo del bono es inferior al periodo de la concesión lo que facilita una eventual e hipotética necesidad de refinanciamiento.

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 solo a la variación del índice de precios al consumidor (IPC), a futuro se espera un menor crecimiento en los ingresos de la sociedad. La diferencia entre las tarifas con y sin reajuste

real, será compensado por el MOP al término de la concesión, de acuerdo al mecanismo establecido en el Convenio Ad-Referéndum N°3, vía pago directo o extensión del plazo de concesión.

La tendencia de clasificación en el corto plazo se mantiene en “Estable”, ya que no se visualizan modificaciones en los factores relevantes que puedan incidir desfavorablemente en la clasificación de riesgo de la compañía.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- 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)

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 marzo 2022

Durante el primer trimestre de 2022, la empresa generó ingresos por tráfico de \$ 42.595 millones, presentando un aumento nominal de 34,5% respecto al mismo periodo de 2021. Con respecto a los ingresos por actividades ordinarias, estos se incrementaron un 35,4% respecto al año anterior, pasando de \$ 26.211 millones a \$ 35.482 millones, debido a la recuperación del flujo vehicular por el levantamiento de las restricciones y medidas establecidas a raíz de la pandemia.

En el mismo periodo, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 6.136 millones, equivalente a un aumento nominal del 7,2%. De esta manera, **Costanera Norte** exhibió una ganancia de \$ 28.726 millones, lo que representa un aumento de 50,6% respecto a lo obtenido en 2021.

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 ribera norte del río Mapocho y atraviesa 11 comunas, desde Calle Padre Arteaga, en la comuna de Lo Barnechea y hasta la Ruta 68, en la comuna de Pudahuel, ruta que 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 finalizando el 30 de junio de 2033. Sin embargo, bajo el Convenio Ad-Referendum N° 2 existe la posibilidad de extender el plazo en tres años bajo circunstancias particulares.

A partir del 1 de enero de 2020, y en los años sucesivos, se elimina el reajuste del 3,5%, quedando sujeta la tarifa solamente al reajuste por IPC. No obstante lo anterior, el MOP podrá instruir, cada año, la aplicación de un reajuste real anual, lo que deberá ser informado a la Sociedad Concesionaria a más tardar el 31 de octubre del año anterior al del inicio de su aplicación. La diferencia entre las tarifas con y sin reajuste real, multiplicadas por los tránsitos asociados a las transacciones cobrables, será contabilizada de forma mensual en una cuenta de compensación, devengando un interés real anual de 4%. Al término de la concesión el MOP tendrá la opción de realizar un pago directo por lo registrado en la cuenta de compensación o bien, otorgar una nueva extensión al plazo de la concesión.

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.

Características del flujo vehicular

El tráfico de **Costanera Norte** ha mostrado un crecimiento sostenido a lo largo de los años sin embargo, el año 2020, hubo una disminución de 36,0% con respecto al total de tráfico de 2019, producto de las medidas sanitarias por la pandemia de Covid-19.

A pesar de lo anterior, la autopista ha demostrado tener una buena recuperación, así, comparando el cierre de 2020 con el cierre de 2021, se puede observar un aumento del 43,18% con respecto al total del tráfico registrado durante esos años.

Con respecto al primer trimestre de 2022, en la Ilustración 1 es posible observar un comportamiento muy similar al primer trimestre de 2019, corroborando así la recuperación de tráfico respecto a los números pre-pandemia.

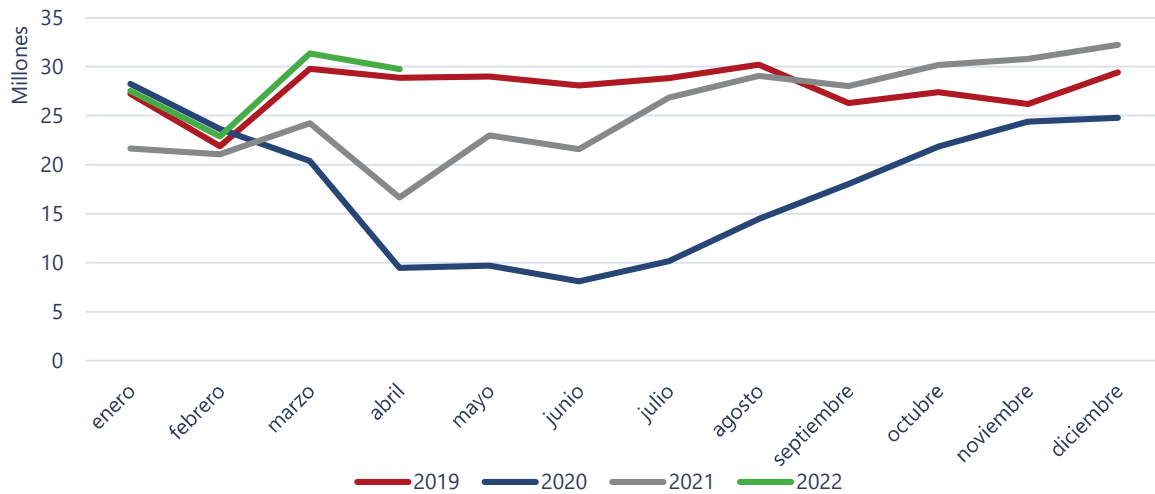


Ilustración 1: Tráfico Costanera Norte

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., y el fondo de pensiones Canada Pension Plan Investment Board a través de Inversiones 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 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 sociedad italiana líder mundial en el sector de infraestructuras de transporte de autopistas y aeropuertos, con presencia en 25 países, en Europa, Latinoamérica e India. 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 Pensi3n Plan. La instituci3n administraba CAD\$ 539,4 mil millones de activos al cierre de marzo de 2022. Su clasificaci3n 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 alcanza una holgura razonable para cubrir los vencimientos anuales tanto de los bonos como de la deuda total. La Ilustración 2 presenta el comportamiento de los flujos proyectados frente al pago de la deuda emitida por la empresa.

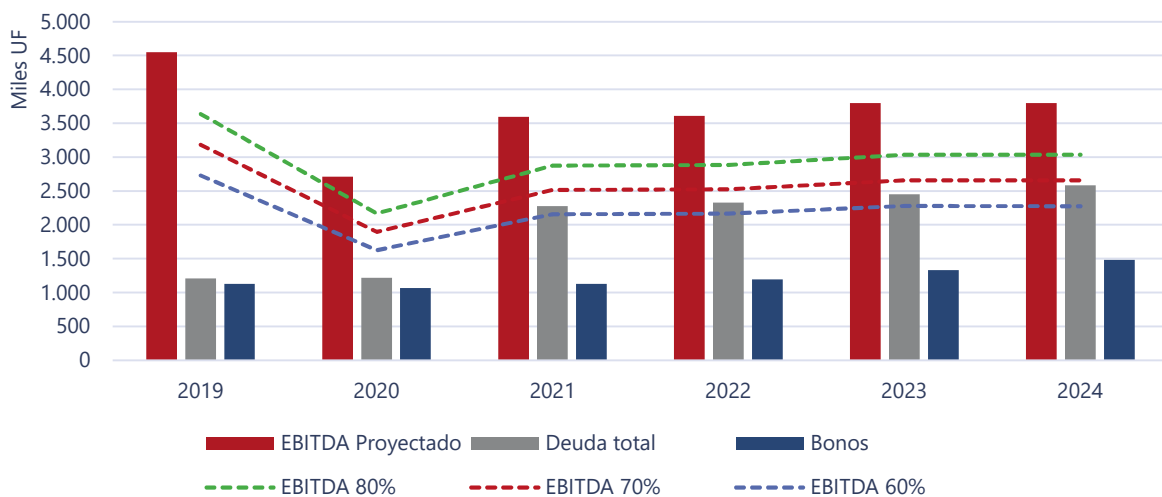


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

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%, para luego aumentar en 2021 a 82,66% debido a la eliminación de las medidas sanitarias. 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.

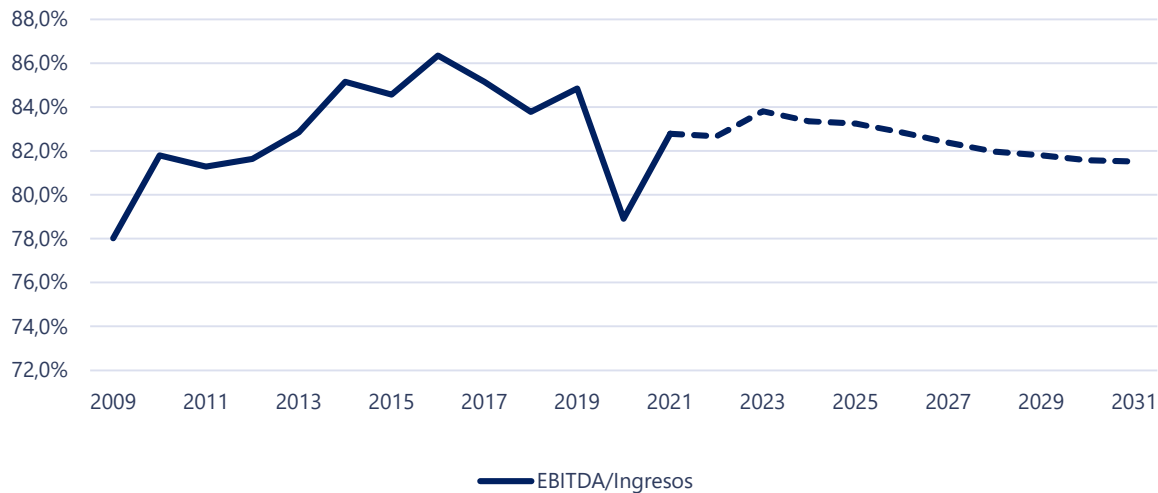


Ilustración 3: Evolución y proyección del margen EBITDA

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 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 2020 de 2,93 veces. En 2021 presenta un leve aumento debido a la recuperación en el tráfico vehicular, llegando a 3,01 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 7,39 veces para el 2021.

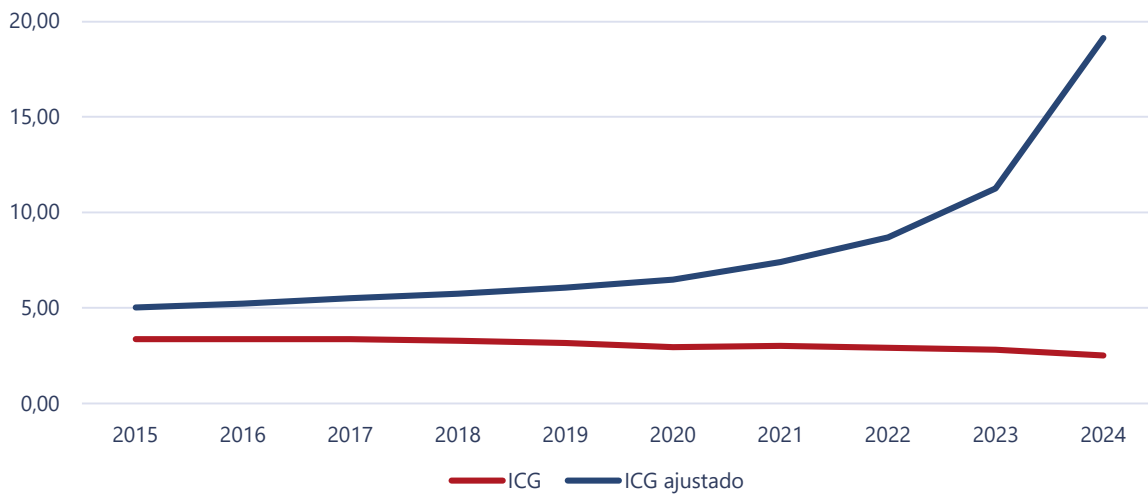


Ilustración 4: Proyección del Índice de Cobertura Global

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 a la suscripción de un préstamo bancario en julio de 2019 y al aumento de un 213,95% en el total de dividendos distribuidos en 2019 en comparación al año anterior que implicó un monto por sobre las utilidades del ejercicio.

Al cierre del 2020 el endeudamiento vuelve a bajar a un nivel de 1,92 veces, lo que se explica, por una parte, por una leve disminución del total de pasivos, en un 3,07%. Y, por otra, por un aumento del patrimonio en un 17,33%; este último influenciado por la retención de utilidades.

Por último, a cierre del 2021 el endeudamiento sigue a la baja, con un indicador de 1,44 veces, explicado por un aumento en las ganancias acumuladas, sin presentar pago de dividendos al cierre del ejercicio. La Ilustración 5 muestra la evolución del nivel de endeudamiento de **Costanera Norte**.

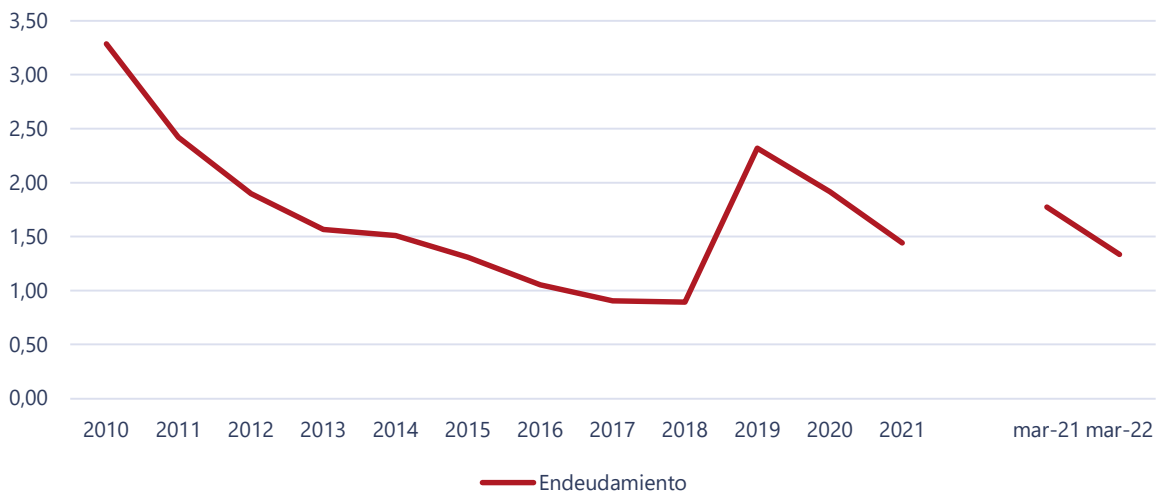


Ilustración 5: Endeudamiento

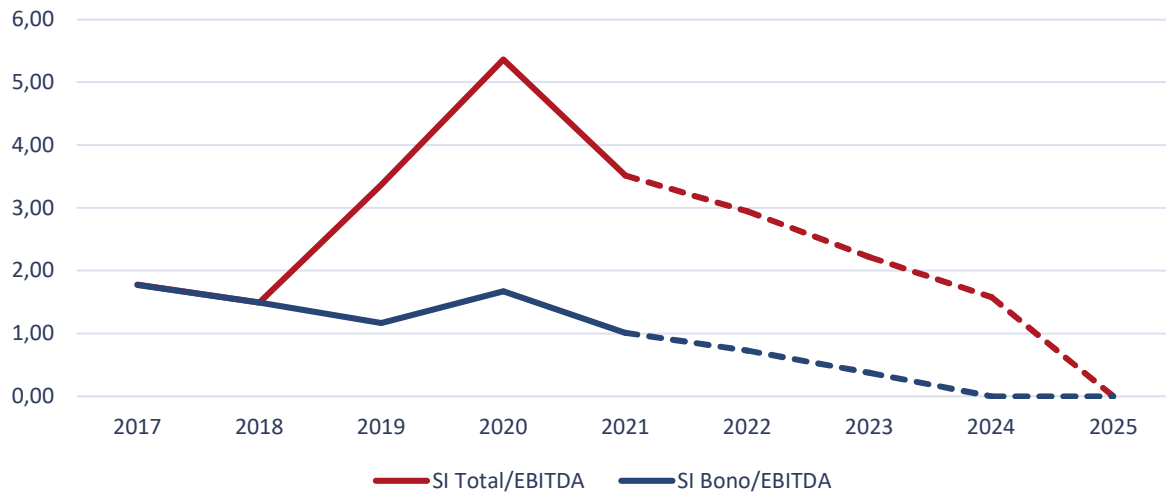


Ilustración 6: Relación deuda financiera sobre EBITDA

Al analizar el ratio de deuda financiera del bono sobre EBITDA, es posible observar una tendencia a la baja hasta el 2019, luego, producto de la pandemia este indicador aumenta por la disminución en el EBITDA, sin embargo, por la menor restricción en el desplazamiento en 2021, el indicador vuelve a bajar pasando de 1,67 a 1,01. Por lo mismo, se espera que el ratio se estabilice y continúe a su trayectoria a la baja.

En cuanto al ratio de la deuda financiera total sobre EBITDA, se puede ver un aumento en 2019 hasta 3,37 veces producto de la emisión de deuda subordinada en ese año. Este sigue aumentando en 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**.

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.

Con respecto a 2021, la liquidez aumenta a 3,29 veces, lo que se explica por el aumento de sus activos corrientes en un 37,7% en comparación con 2020. Se puede ver que, si bien existe dispersión, el indicador varía desde el 2015 entre el rango 2,0 a 4,0 veces.

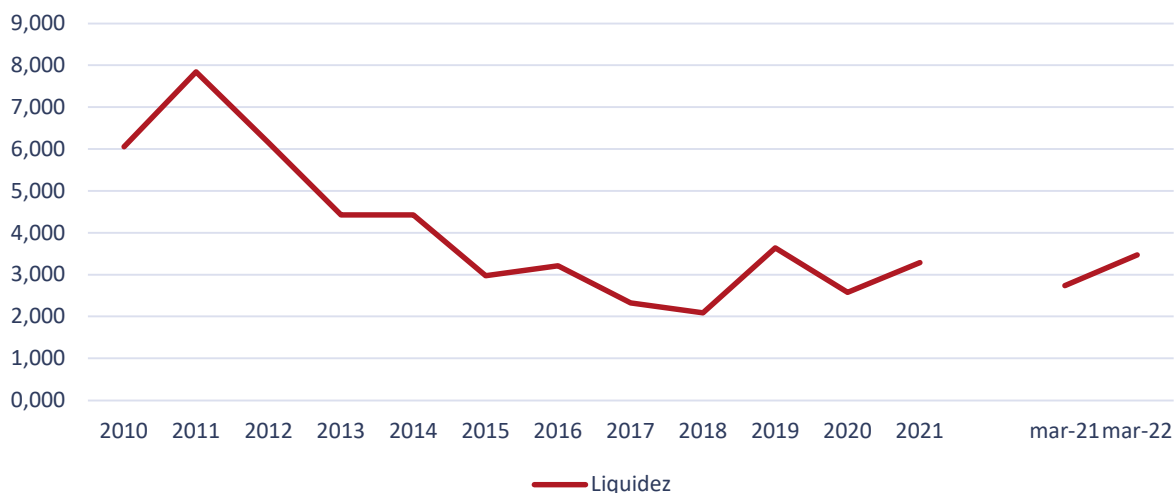


Ilustración 7: Liquidez

"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."