



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

# Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.

Anual desde Envío Anterior

**ANALISTAS:**

Diego Salinas Barra

Ignacio Muñoz Quezada

diego.salinas@humphreys.cl

ignacio.munoz@humphreys.cl

**FECHA**

Junio 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	<b>AAA</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	Marzo 2023

#### Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Serie B1 (BANOR-B1)	N°360 de 12.11.03
Serie B2 (BANOR-B2)	N°360 de 12.11.03

Características Bonos Colocados en Chile					
Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual	Periodo de Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Fecha de Vencimiento
B1	700.000	5,75%	Semestral	241.888	2024
B2	6.900.000	5,75%	Semestral	2.384.320	2024

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Ingresos de actividades ordinarias	101.433.221	130.783.280	77.187.430	117.382.027	153.474.623	43.890.173
Otros gastos por naturaleza	-19.197.271	-20.560.884	-20.076.486	-23.103.501	-18.441.198	-6.685.331
Ingresos financieros	39.569.328	40.708.009	42.058.622	42.057.724	54.058.542	15.133.079
Costos financieros	-8.797.203	-10.268.856	-11.433.805	-10.486.318	-10.760.072	-2.983.779
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>83.310.525</b>	<b>99.042.456</b>	<b>87.735.761</b>	<b>87.745.546</b>	<b>139.376.123</b>	<b>48.718.638</b>

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Activos corrientes	136.149.995	206.446.067	204.205.352	281.321.236	318.405.124	347.284.527
Activos no corrientes	664.562.476	670.893.719	700.142.920	689.519.027	751.112.763	747.513.605
<b>Total activos</b>	<b>800.712.471</b>	<b>877.339.786</b>	<b>904.348.272</b>	<b>970.840.263</b>	<b>1.069.517.887</b>	<b>1.094.798.132</b>
Pasivos corrientes	65.037.357	56.762.425	79.201.166	85.522.437	92.822.681	95.282.961
Pasivos no corrientes	312.962.911	556.257.952	515.024.075	487.449.249	484.450.506	471.615.720
Patrimonio	422.712.203	264.319.409	310.123.031	397.868.577	492.244.700	527.899.451
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>800.712.471</b>	<b>877.339.786</b>	<b>904.348.272</b>	<b>970.840.263</b>	<b>1.069.517.887</b>	<b>1.094.798.132</b>

# 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.

Al cierre de 2022, **Costanera Norte** generó ingresos por actividades ordinarias de \$153.474 millones y mantenía una deuda financiera de \$397.416 millones. A la misma fecha, la compañía presentaba un patrimonio de \$492.244 millones.

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 2022, **Costanera Norte** tuvo un EBITDA igual a 1,65 veces el pago de sus obligaciones para ese año. A lo anterior se suman la vigencia de dos años que le restan a la deuda del bono (vencimiento en 2024) 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 al cierre de 2022, la relación entre deuda financiera del bono y EBITDA de la sociedad asciende a 1,2 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 cierre de 2022, la concesionaria mantiene en disponible y valores negociables la suma de \$60.012 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 con el 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

### Marzo 2023

Al cierre del primer trimestre de 2023, **Costanera Norte** tuvo un ingreso por actividades ordinarias de \$43.890 millones, lo que representa un aumento del 23,69% con respecto al mismo periodo del año anterior.

**Costanera Norte** presentaba a marzo de 2023, activos por \$1.094 mil millones, pasivos por \$566.898 millones y un patrimonio de \$527.889 millones. La deuda financiera de la compañía ascendió a \$381.376 millones.

# 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** presentó, al cierre de 2022 un aumento de un 15,56% con respecto a 2021, mostrando así una recuperación con respecto a los niveles de tráfico en tiempos de pandemia; superando el tráfico registrado previo a la pandemia.

Al cierre de 2022, se presentaba un tráfico total de 352 millones de vehículos, concentrándose un 94,34% en autos, camionetas con y sin remolque. A esta fecha, ya se alcanzan los niveles de tráfico prepandemia. La Ilustración 1 presenta la evolución del tráfico de **Costanera Norte**.

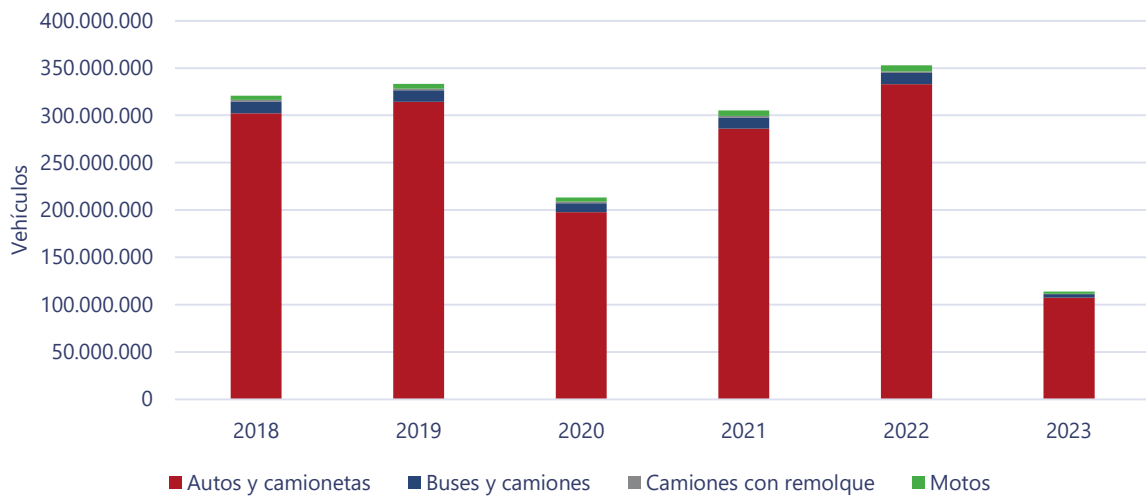


Ilustración 1: Tráfico Costanera Norte

## Patrocinadores

**Costanera Norte** pertenece en un 99,998% a Grupo Costanera S.p.A. que a su vez es controlada por el grupo Mundys, 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 Mundys 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, Mundys vendió el 49,99% de Grupo Costanera S.p.A. a CPPIB.

Mundys, es el nuevo nombre de la sociedad antes conocida como 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 Canadá Pensión Plan. La institución administraba un patrimonio de CAD\$ 536 mil millones al cierre de marzo de 2022. Su clasificación de solvencia es “Categoría Aaa” a escala global.

## Garantías

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, 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.

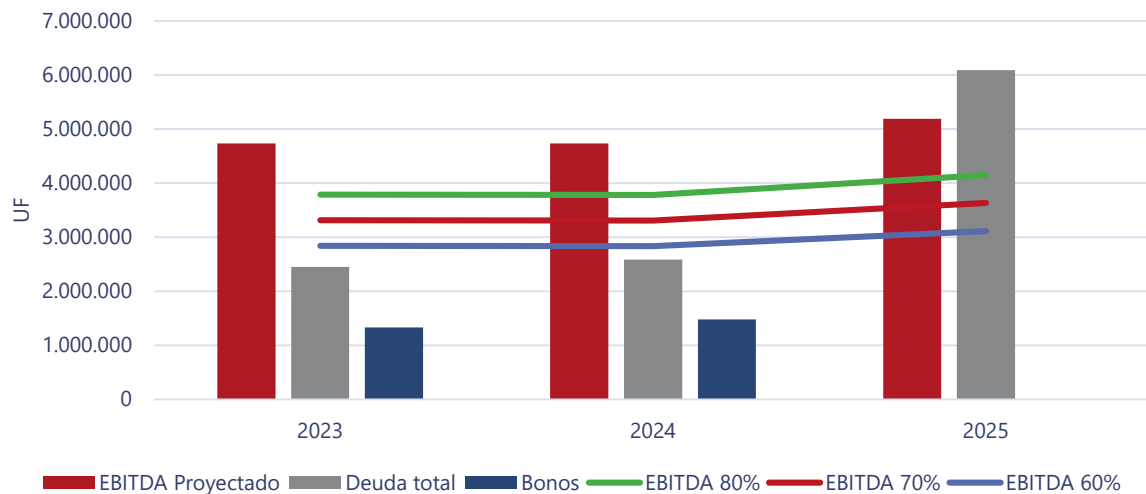


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

En relación con el margen EBITDA de **Costanera Norte**, este ha mostrado una tendencia creciente a lo largo del tiempo, presentando una caída en 2020 producto de la pandemia; sin embargo, muestra una recuperación tras el levantamiento de las restricciones sanitarias, alcanzando en 2021 un 82,78%, cerrando el año 2022 con un margen EBITDA de 85,8%. Se espera que a futuro se mantenga más estable con niveles en torno al 80%. La evolución del margen EBITDA se presenta en la Ilustración 3.

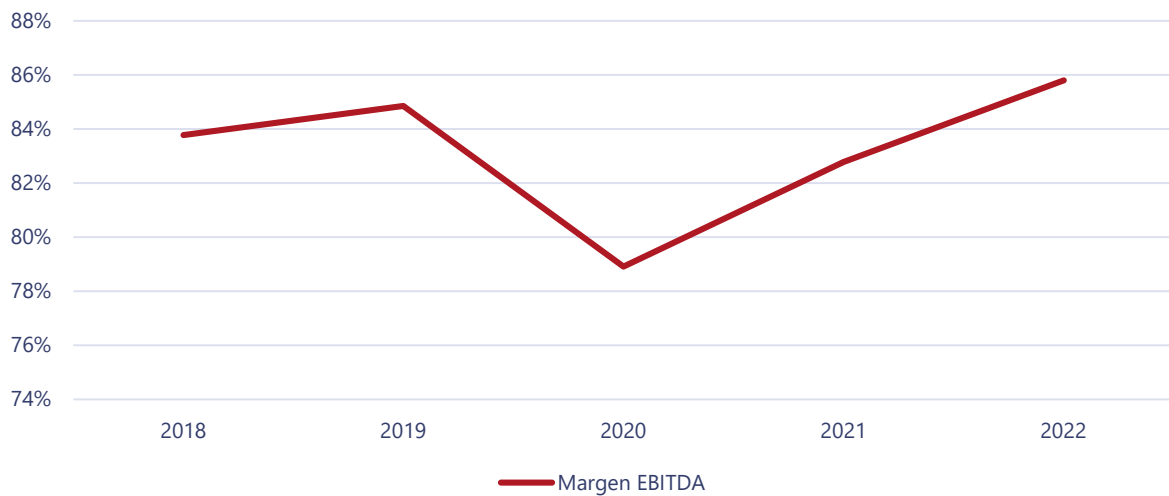


Ilustración 3: Margen EBITDA

## Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD)

La razón de cobertura de servicio de la deuda muestra para cada período cuán holgado es el EBITDA generado por la sociedad en relación con el pago de los pasivos. En particular, para **Costanera Norte** este indicador permite anticipar que no debería presentar problemas (con las proyecciones actuales) al momento del servicio de la deuda, puesto que cuenta con una cobertura elevada para el cumplimiento de sus obligaciones. El indicador actual y su proyección se muestran en la Ilustración 4.

## 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 5 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). 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%.



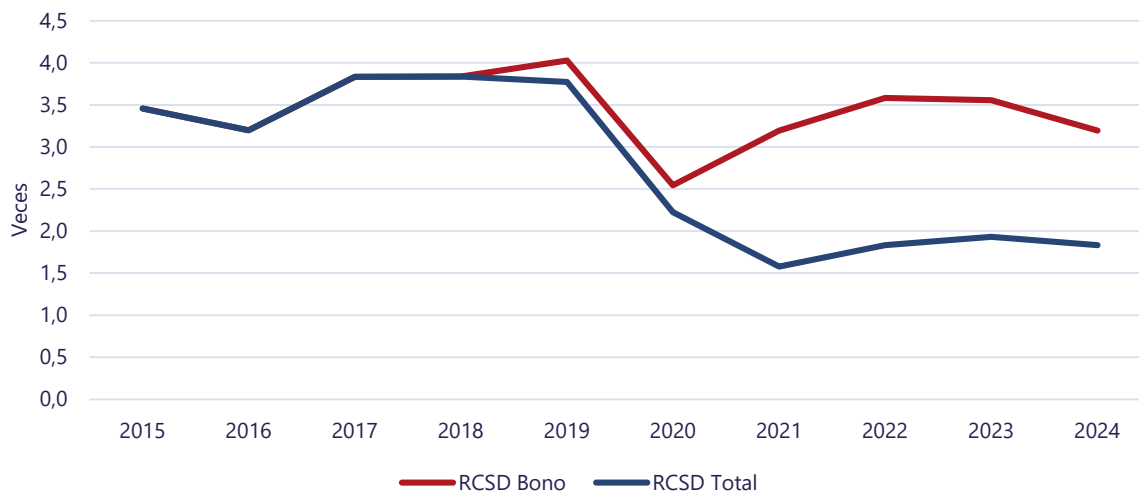


Ilustración 4: Razón de cobertura del servicio de la deuda

Es posible observar que **Costanera Norte** presenta indicadores de cobertura elevados, siempre por sobre la unidad, alcanzando al cierre de 2022 las 4,78 veces considerando los flujos hasta el término del bono y las 12,41 veces al incluir los flujos hasta el término de la concesión. Adicionalmente si se considera la deuda total y los flujos hasta el final de la concesión, el indicador alcanza las 3,09 veces.

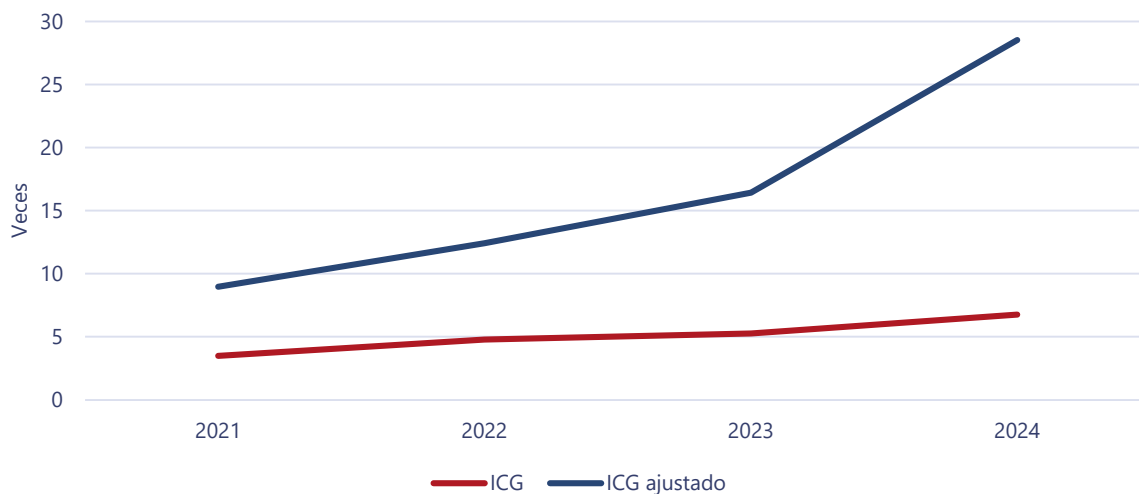


Ilustración 5: Índice de Cobertura Global

## Endeudamiento

El endeudamiento de **Costanera Norte**, medido como pasivo exigible sobre patrimonio muestra una disminución al cierre de 2022, pasando de las 1,44 veces en 2021 a 1,17 veces en 2022, explicado por un aumento de un 0,751% en el total de pasivos de la compañía y un incremento de un 23,72% en su patrimonio por aumento en las ganancias acumuladas, sin presentar pago de dividendos. Al cierre de

marzo de 2023, el indicador de endeudamiento alcanza las 1,07 veces, mostrando una baja con respecto al mismo periodo en 2022. La evolución del endeudamiento de la compañía se presenta en la Ilustración 6.

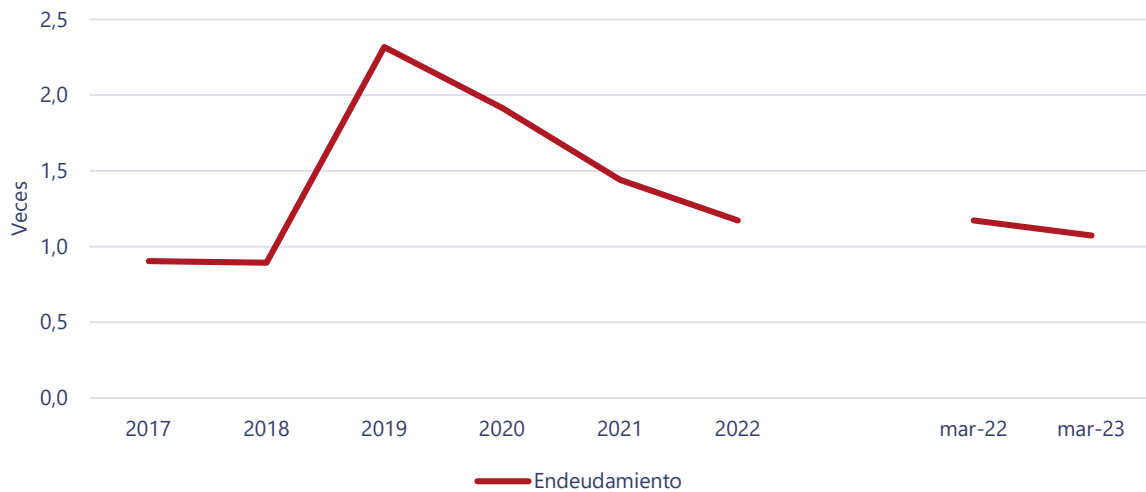


Ilustración 6: Endeudamiento

## Liquidez

El indicador de liquidez de **Costanera Norte**, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, muestra un aumento en los últimos años, a excepción de 2020 debido a la pandemia; alcanzando al cierre de 2021 las 3,29 veces. Al cierre de 2022, la liquidez alcanzó las 3,43 veces. A marzo de 2023 la liquidez alcanzo las 3,65 veces. La evolución de la liquidez de la compañía se presenta en la Ilustración 7.

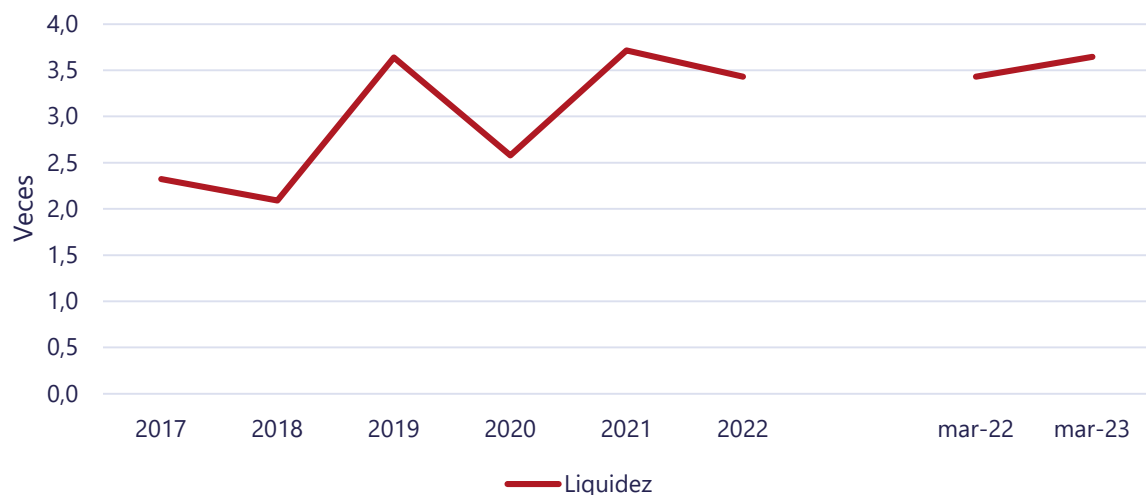


Ilustración 7: Liquidez

*"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."*