



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.**

Anual desde Envío Anterior

**ANALISTAS:**  
Diego Segovia C.  
Ignacio Muñoz Q.  
[diego.segovia@humphreys.cl](mailto:diego.segovia@humphreys.cl)  
[ignacio.munoz@humphreys.cl](mailto:ignacio.munoz@humphreys.cl)

**FECHA**  
Junio 2024

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

Humphreys Clasificadora De Riesgo • @humphreyschile



Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AAA
Tendencia	Estable
EEFF base	Marzo 2024 <sup>1</sup>

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

Serie	Características bonos colocados en Chile				
	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual	Periodo de Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Fecha de Vencimiento
B1	700.000	5,71%	Semestral	131.053	2024
B2	6.900.000	5,71%	Semestral	1.291.806	2024

<b>Estados de resultados IFRS</b>	<b>MM\$ de cada año</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>mar-24</b>
Ingresos de actividades ordinarias	130.783	77.187	117.382	153.475	182.604	50.279	
Otros gastos por naturaleza	-20.561	-20.076	-23.104	-24.782	-29.678	-10.941	
Ingresos financieros	40.708	42.059	42.058	54.059	59.962	12.808	
Costos financieros	-10.269	-11.434	-10.486	-10.760	-12.036	-2.697	
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>99.042</b>	<b>87.736</b>	<b>87.746</b>	<b>139.376</b>	<b>145.675</b>	<b>33.985</b>	

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2023. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2024, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

<b>Estados de situación financiera IFRS</b>						
<b>M\$ de cada año</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>mar-24</b>
Activos corrientes	206.446	204.205	281.321	318.405	305.130	341.868
Activos no corrientes	670.894	700.143	689.519	751.113	745.325	760.466
<b>Total activos</b>	<b>877.339.786</b>	<b>904.348.272</b>	<b>970.840.263</b>	<b>1.069.518</b>	<b>1.050.456</b>	<b>1.102.334</b>
Pasivos corrientes	56.762	79.201	85.522	92.823	129.556	142.960
Pasivos no corrientes	556.258	515.024	487.449	484.451	402.980	407.469
Patrimonio	264.319	310.123	397.869	492.245	517.920	551.905
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>877.339.786</b>	<b>904.348.272</b>	<b>970.840</b>	<b>1.069.518</b>	<b>1.050.456</b>	<b>1.102.334</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 2023, **Costanera Norte** generó ingresos por actividades ordinarias de \$ 182.604 millones y mantenía una deuda financiera de \$312.485 millones. A la misma fecha, la compañía presentaba un patrimonio de \$517.920 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 concluir el año 2023, **Costanera Norte** reportó un EBITDA que representaba 3,1 veces el servicio del bono correspondiente a ese periodo (esta relación se reduce a 1,69 veces si se considera, adicionalmente, el servicio de la deuda subordinada). A lo anterior, se suma el hecho de que el vencimiento del bono figura para diciembre de 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 2023, la relación entre saldo insoluto del bono y el EBITDA obtenido en tal periodo asciende a 2,72 veces; el plazo remanente de la concesión es de nueve 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 la 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 2023, la concesionaria mantiene en caja la suma de \$ 24.691 millones y presenta otros activos financieros, tanto corrientes como no corrientes, por \$ 665.414 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.

En términos de ESG<sup>2</sup>, la empresa cumple con los lineamientos establecidos en las bases de licitación, los estudios ambientales del proyecto y las resoluciones de calificación ambiental.

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.

<sup>2</sup> Lineamientos medioambientales, sociales y de gobernanza por sus siglas en inglés.

## Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

# Hechos recientes

## Diciembre 2023

Al cierre de 2023, **Costanera Norte** tuvo un ingreso por actividades ordinarias de \$ 182.604 millones, lo que representa un aumento del 19% con respecto al mismo periodo del año anterior.

**Costanera Norte** presentaba a diciembre de 2023, activos por \$ 1.050.456 millones, pasivos por \$ 532.536 millones y un patrimonio de \$ 517.920 millones. La deuda financiera de la compañía ascendió a \$ 312.485 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 once 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 sujetas 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 2023 un aumento de un 1,42% con respecto a 2022, denotando una cierta estabilización en los flujos en contraste a los grandes crecimientos obtenidos los dos últimos periodos posterior al paso de la crisis sanitaria.

Al cierre de 2023, se presentaba un tráfico total de 357,8 millones de vehículos, concentrándose un 94,7% en autos, camionetas con y sin remolque. A esta fecha, se han sobrepasado los niveles de tráfico prepandemia. La Ilustración 1 presenta la evolución del tráfico de **Costanera Norte**.

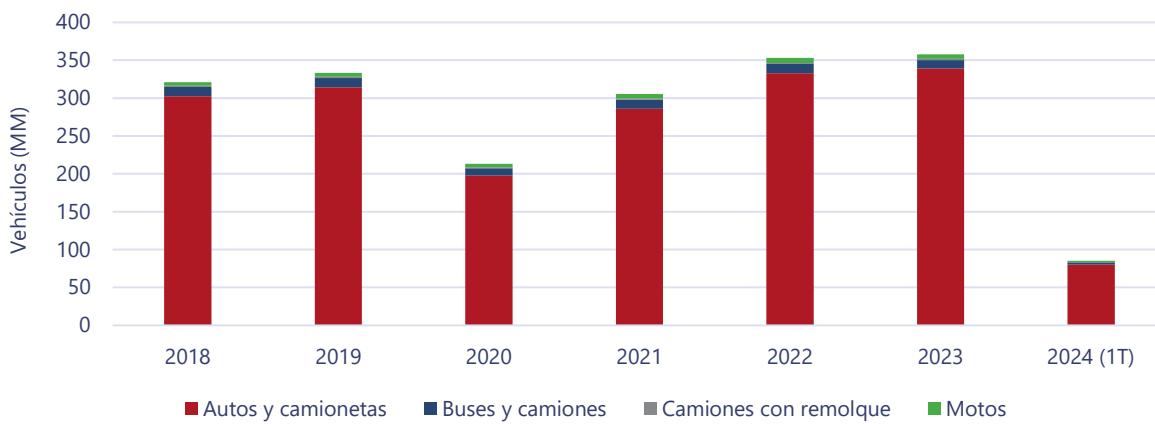


Ilustración 1: Tráfico Costanera Norte

## Estructura societaria

**Costanera Norte** pertenece en un 99,998% a Grupo Costanera S.p.A. que a su vez es controlada por el grupo Mundys y el fondo de pensiones Canada Pension Plan Investment Board a través de Inversiones CPPIB Chile SpA. 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 Ba1" 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\$ 575 billones al cierre de diciembre de 2023. 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 del reajuste de 3,5% a 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 el vencimiento del bono clasificado y el pago del principal de la deuda subordinada correspondientes al año 2024. Adicionalmente, con respecto al vencimiento de esta última en el año 2025, si bien el EBITDA proyectado no es suficiente para dar cobertura al pago, se ha de tener presente los altos niveles de caja, los montos disponibles en otros activos financieros corrientes, los saldos de las cuentas de compensación y la duración de la concesión (2033), factores que dan un fuerte sustento al pago oportuno de los compromisos financieros ya sea por su naturaleza o por las posibilidades de refinanciamiento que estas otorgan.

La Ilustración 2 presenta el comportamiento de los flujos proyectados frente al pago de la deuda emitida por la empresa.

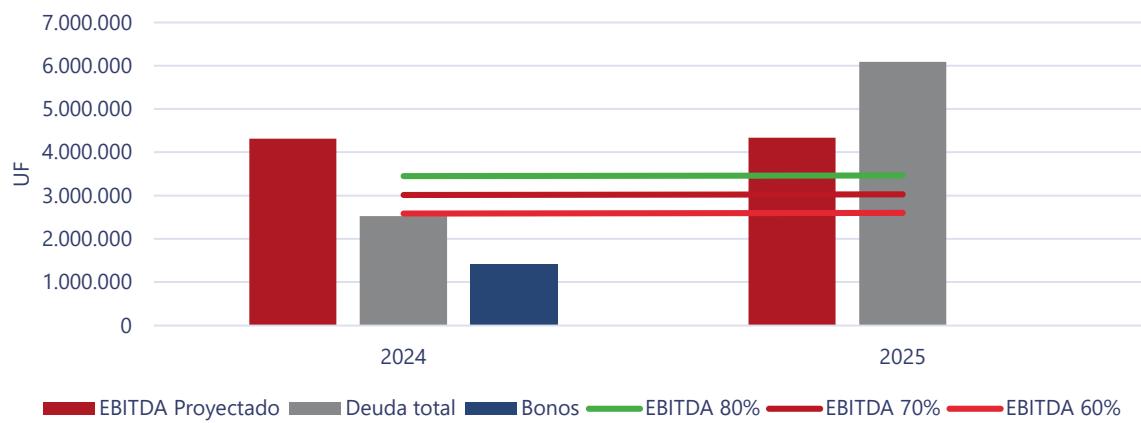


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

En relación con el margen EBITDA de **Costanera Norte**, este ha mostrado una tendencia creciente en los últimos períodos, pero por debajo a lo obtenido el año 2019, con una considerable caída en el año 2020

producto de la pandemia; recuperándose posteriormente tras el levantamiento de las restricciones sanitarias, alcanzando en 2022 un 78,6% y cerrando el año 2023 con un margen EBITDA de 78,1%. La evolución del margen EBITDA se presenta en la Ilustración 3.

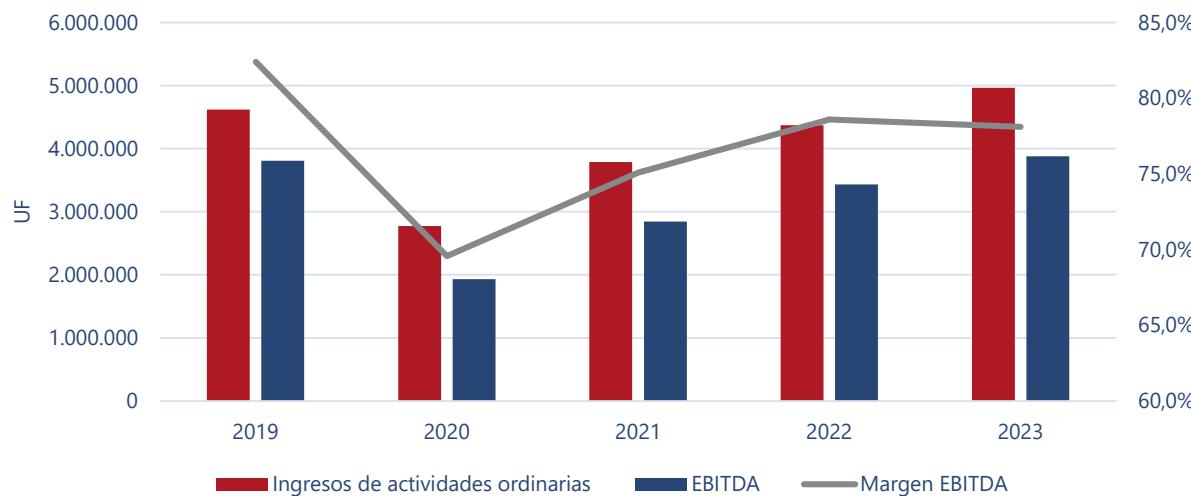


Ilustración 3: Margen EBITDA

### 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 del vencimiento del bono y la amortización de la deuda subordinada para el año 2024, puesto que cuenta con una cobertura elevada para el cumplimiento de sus obligaciones. Como fue mencionado con antelación, para el año 2025 si bien se presenta un indicador bajo la unidad, se debe tener en cuenta que el ratio no rescata aquellas partidas más líquidas y flujos futuros a generar por la concesión, los cuales mitigan el riesgo de descalce. En la Ilustración 4 se presenta la evolución de la RCSD de **Costanera Norte**.

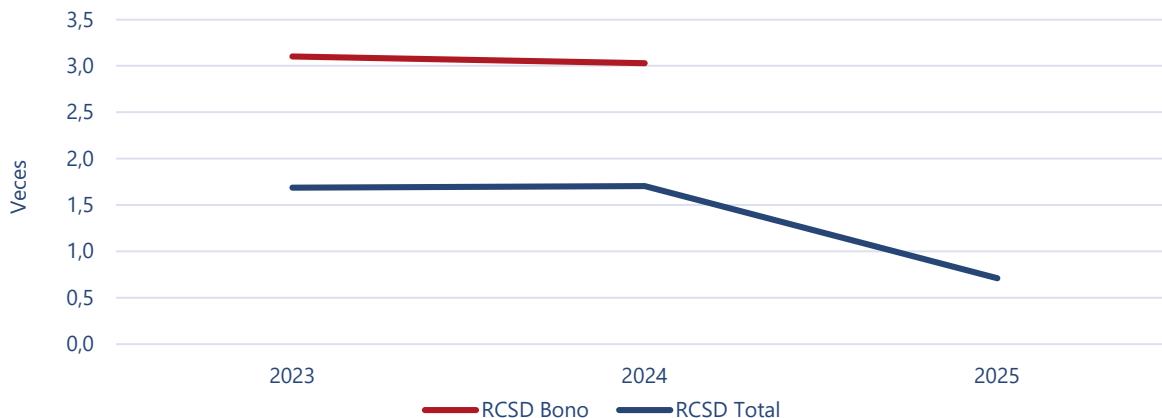


Ilustración 4: Razón de cobertura del servicio de la deuda

## 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 y el saldo insoluto de la deuda financiera que mantiene la sociedad concesionaria, descontado a la tasa de esta. 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.

Este indicador cuenta con dos aproximaciones; 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 (dado el grado de subordinación de la deuda bancaria). Cabe destacar que la versión del ICG hasta el fin de la concesión incorpora los flujos proyectados que la sociedad tendrá derecho a recibir como compensación de no reajustar sus tarifas anualmente en un 3,5%.

De esta forma, es posible observar que **Costanera Norte** presenta indicadores de cobertura elevados, siempre por sobre la unidad, alcanzando al cierre de 2024 las 3,03 veces considerando los flujos hasta el término del bono y las 39,83 veces al incluir los flujos hasta el término de la concesión. Si se considera, adicionalmente, la deuda subordinada, para el año 2024 el ICG alcanzaría las 0,99 veces y el ICG ajustado las 6,73 veces.

## Endeudamiento

El endeudamiento de **Costanera Norte**, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, muestra una disminución en el último periodo de análisis, pasando de las 1,17 veces en 2022 a las 1,03 veces en 2023. Lo anterior, se explica por una disminución de 7,7% en los pasivos totales de la compañía dada las amortizaciones de la deuda financiera y un incremento de un 5,2% en su patrimonio por un aumento en las ganancias acumuladas, aun presentando pago de dividendos. El indicador presenta una tendencia a la baja en todos los periodos de análisis, cuya evolución se presenta en la Ilustración 5.

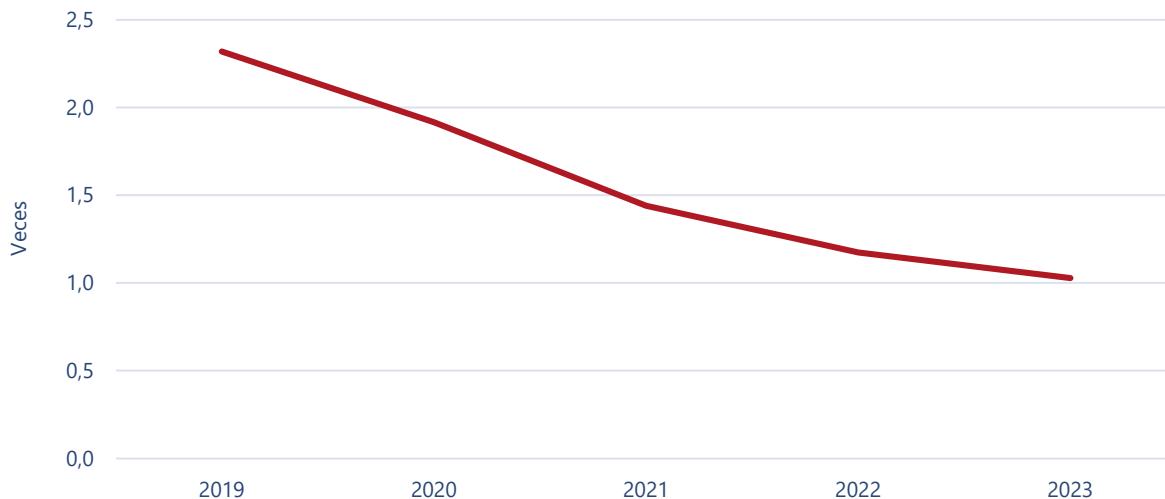


Ilustración 5: Endeudamiento

## Liquidez

El indicador de liquidez de **Costanera Norte**, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, muestra un cierto deterioro en el último periodo de análisis, pasando de las 3,43 veces en 2022 a las 2,36 veces en 2023, pero con una razón que se ha mantenido sobre las 2,0 veces en los últimos cinco años. Lo anterior, se justifica en los vencimientos próximos (junio y diciembre de 2024) del bono de la entidad junto con provisiones del impuesto a la renta. La evolución de la liquidez de la compañía se presenta en la Ilustración 6.

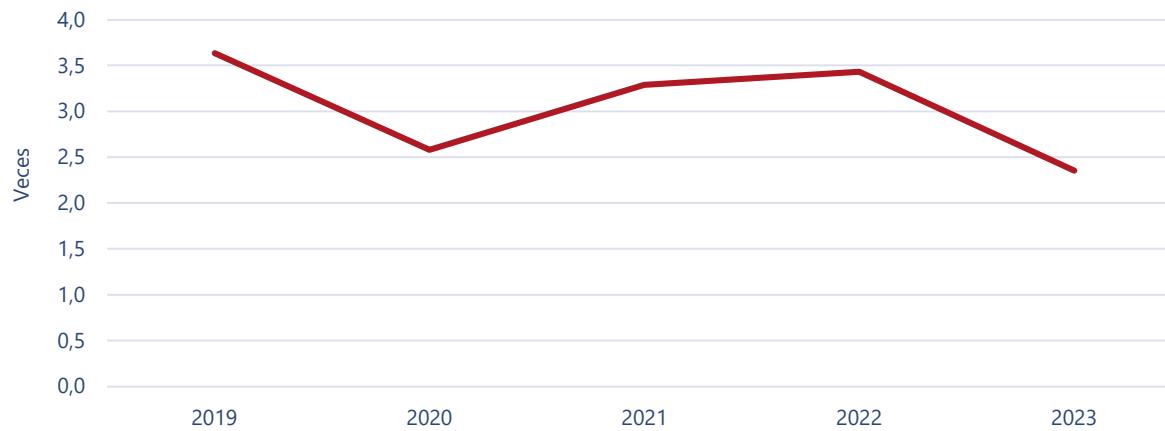


Ilustración 6: Liquidez

"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."