



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

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

**Clasificación de un Nuevo Instrumento**

### ANALISTAS:

Diego Tapia Zárate

Ignacio Muñoz Quezada

diego.tapia@humphreys.cl

ignacio.munoz@humphreys.cl

### FECHA

Noviembre 2024

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

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl



Humphreys Clasificadora De Riesgo



@humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos **AAA**  
 Tendencia **Estable**

EEFF base Junio 2024

Características de línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	15 años
Monto Máximo	UF 20.000.000
Moneda de emisión	UF
Uso de Fondos	Fines corporativos generales del emisor.
Garantías	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prenda sobre concesión.</li> <li>• Prenda sobre acciones.</li> <li>• Prenda sobre dineros.</li> <li>• Prenda sobre Dineros CAR.</li> <li>• Mandato de cobro.</li> </ul>

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Ingresos de actividades ordinarias	130.783	77.187	117.382	153.475	182.604	102.805
Otros gastos por naturaleza	-20.561	-20.076	-23.104	-24.782	-29.678	-20.014
Ingresos financieros	40.708	42.059	42.058	54.059	59.962	25.096
Costos financieros	-10.269	-11.434	-10.486	-10.760	-12.036	-4.860
<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>73.420</b>

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Activos corrientes	206.446	204.205	281.321	318.405	305.130	290.161
Activos no corrientes	670.894	700.143	689.519	751.113	745.325	782.211
<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>1.072.372</b>
Pasivos corrientes	56.762	79.201	85.522	92.823	129.556	84.965
Pasivos no corrientes	556.258	515.024	487.449	484.451	402.980	396.066
Patrimonio	264.319	310.123	397.869	492.245	517.920	591.340
<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>1.072.372</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.

Al cierre de junio de 2024, **Costanera Norte** generó ingresos por actividades ordinarias de \$ 102.805 millones y mantenía una deuda financiera de \$ 271.165 millones. A la misma fecha, la compañía presentaba un patrimonio de \$ 591.340 millones.

El objetivo de este informe es la clasificación de una nueva línea de bonos por parte de **Costanera Norte**, por un monto máximo de UF 20.000.000. Los recursos captados en la colocación de los títulos de deuda se destinarán, según se señala explícitamente en el contrato de emisión, a fines corporativos generales del emisor, incluyendo distribuciones a sus accionistas y refinanciamiento de su deuda actual. El pago de los títulos de deuda estará asociado a los ingresos por actividades ordinarias y a los ingresos que recibiría la sociedad por las cuentas de compensación establecidas en el Convenio Ad Referéndum N°2 (CAR N°2) y Convenio Ad Referéndum N°3 (CAR N°3) suscrito con el MOP.

La clasificación de la línea de bonos de **Costanera Norte** en “*Categoría AAA*” obedece a la madurez y consolidación de tráfico de la autopista, la cual ya cuenta con 21 años de operación bajo la modalidad de concesión; así como al hecho que los flujos esperados por concepto de peaje se estiman como muy elevados en relación con el perfil de pago de los bonos. Lo anterior se ve reflejado en el Indicador de Cobertura Global (ICG) del emisor que, ante la eventual colocación de deuda, alcanzaría las 3,27 veces<sup>1</sup>, el cual se mantendría sobre la unidad, inclusive asumiendo castigos al nivel de EBITDA de un 60%.

La clasificación de riesgo valora también la zona concesionada, con una alta concentración urbana, la cual permite suponer que se mantendrá el dinamismo del tráfico en la autopista. Durante 2023 se contabilizaron un total de 357,8 millones transacciones de vehículos.

Dentro de los riesgos asociados, aunque debidamente mitigados, se encuentra que la vigencia de la deuda se extiende por sobre el término inicial de la concesión, puesto que se asume que el MOP prolongaría la duración de esta (alternativa de compensación por haber acordado modificaciones en la concesión original y por eliminar la facultad de la sociedad para incrementar en 3,5% anual las tarifas de los peajes, CAR N°2 y CAR N°3 respectivamente). Sin embargo, el contrato de emisión cuenta con un mecanismo de prepago en caso de no extenderse el plazo de concesión. En la eventualidad que no se extienda el plazo de la concesión, el saldo insoluto remanente de la deuda sería pagado con los recursos provenientes de la cuenta de compensación que tiene **Costanera Norte** con el MOP. Cabe señalar que las cuentas de compensación estimadas es más que suficiente para hacer un pago anticipado del bono, destacando que actualmente la cuenta del CAR N°2 acumula cerca UF 16 millones siendo más del 75% de la deuda que se busca adquirir, quedando sólo expuesto a la oportunidad de recibir los recursos por parte del MOP, riesgo que puede ser gestionado por la capacidad de acceso a un crédito puente. Adicionalmente, la estructura de financiamiento cuenta con una reserva para el servicio de la deuda, equivalente al monto de un cupón.

---

<sup>1</sup> El ICG se construyó en base a las estimaciones de tasa de los bonos por parte del emisor.

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

- Niveles de tráfico consolidados.
- Flujo de caja adecuado en relación con el pago de la deuda.

##### Fortalezas complementarias

- Adecuada conectividad con otras autopistas concesionadas.
- Estabilidad institucional y legal.
- Cuenta de reserva para el servicio de la deuda.

##### Riesgos considerados

- Disminuciones en el tráfico vehicular (baja probabilidad).
- Incumplimiento 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 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.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Hechos recientes

### Resultados junio 2024

Al cierre del segundo trimestre de 2024, **Costanera Norte** tuvo un ingreso por actividades ordinarias de \$ 102.805 millones, lo que representa un aumento del 14,24% con respecto al mismo periodo del año anterior.

**Costanera Norte** presentaba a junio de 2024, activos por \$1.072.372 millones, pasivos por \$ 481.031 millones y un patrimonio de \$ 591.340 millones. La deuda financiera de la compañía ascendió a \$ 271.165 millones.

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

## 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 Salles.

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, descrito más adelante, existe la posibilidad que la concesión se extienda por tres años. De forma similar, tras la decisión del MOP respecto al CAR N°2, existe la posibilidad de extender la concesión bajo el Convenio Ad-Referendum N°3, el cual se detalla más adelante, se estima que esta posible extensión podría durar hasta el año 2040<sup>3</sup>, momento en el cual se espera que el saldo de la cuenta de compensación asociada a este convenio esté completamente saldado.

### Convenios complementarios

#### Convenio Ad Referendum N°2:

El convenio Ad-Referendum N°2, por una cuestión de interés público, tuvo como objeto efectuar inversiones que permitiesen ampliar y mejorar los estándares de los servicios de la concesión. El convenio implicó que las obras requeridas fuesen financiadas por la sociedad concesionaria, siendo obligación del MOP compensar a **Costanera Norte** por el monto de la inversión efectuada. Para estos efectos se generó una cuenta en donde, por un lado, se registran los montos invertidos más los costos de operación y de mantenimiento y, por otro, parte de los ingresos de los nuevos pódicos asociados al convenio. Estos importes se actualizan mensualmente con una tasa real compuesta de UF+7% anual.

El MOP, de acuerdo con el convenio suscrito, debe pagar el saldo de la cuenta de Inversión mediante pagos directos o, en su defecto, mediante la extensión de la concesión por un período de hasta tres años a partir de junio de 2033.

Al 30 de junio de 2024, el saldo de la cuenta era de UF 15.360.338,44 (UF 15.023.535,10 al cierre de 2023).

#### Convenio Ad Referendum N°3:

En las bases de la licitación del contrato de la concesión se establece, entre otras materias, que el valor de la tarifa se reajustará anualmente en virtud de la variación del IPC y más un reajuste máximo real anual de un 3,5%. 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 puede instruir cada año la aplicación de un reajuste

---

<sup>3</sup> Bajo el supuesto de que se realizó una primera extensión de tres años por el CAR N°2.

anual real de hasta un 3,5%, lo que debe ser informado a la Sociedad Concesionaria a más tardar el 31 de octubre del año anterior a su aplicación.

La diferencia entre la tarifa efectivamente aplicada y la que hubiese resultado con un reajuste real del 3,5% anual, multiplicada por el tránsito del período respectivo, se contabiliza de forma mensual en una cuenta de compensación que devenga un interés anual real de 4,0%. Al término de la concesión el MOP tiene la opción de realizar un pago directo por los eventuales saldos no compensados o bien, otorgar una extensión de plazo de concesión.

## 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 con los elevados crecimientos obtenidos los dos últimos periodos posteriores a la crisis sanitaria.

Al cierre de 2023, se presentaba un tráfico total de 357,8 millones de transacciones, 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**.

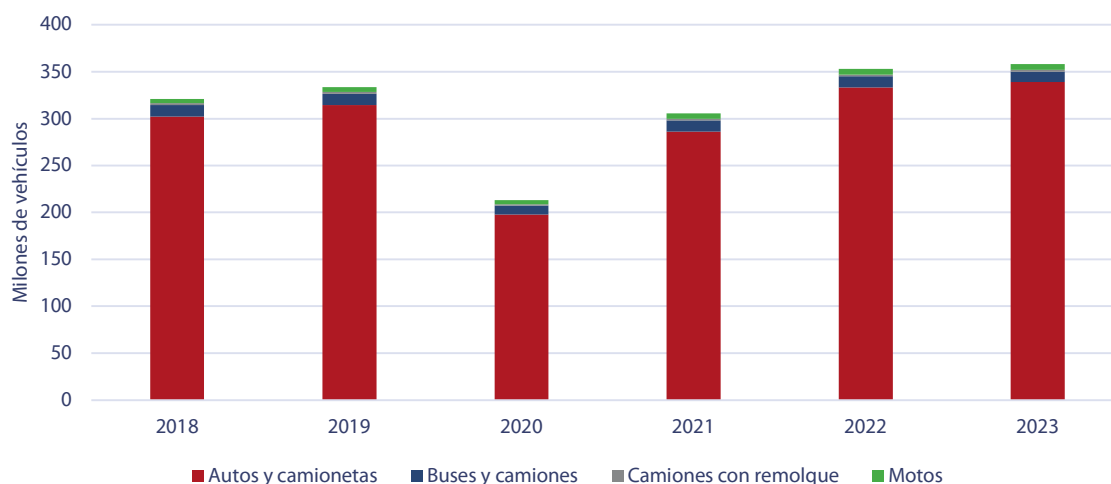


Ilustración 1: Tráfico Costanera Norte

## 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.

## Análisis financiero

### Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

Al proyectar el EBITDA, según estimaciones efectuadas por **Humphreys**, tomando como base los ingresos efectivos registrados, el acuerdo con el MOP en cuanto a la eliminación del reajuste del 3,5% de las tarifas (los incrementos solo serán de acuerdo al IPC), ajustándolos a la tasa de crecimiento esperada, según los tráficos históricos y considerando el pago de la cuenta de compensación por parte del MOP (CAR N°2 Y CAR N°3) al final de la concesión, se observa una holgura muy elevada entre los flujos esperados y el monto del pago de los bonos, tal como se puede apreciar en la Ilustración 2.

El flujo de deuda presentado refleja los pagos correspondientes a las amortizaciones e intereses asociados a la posible emisión de bonos de las series A y B, vinculados a la nueva línea previamente mencionada.

Los bonos que planea emitir Costanera Norte son por un monto total de UF 20 millones, distribuidos en UF 7 millones para la serie A y UF 13 millones para la serie B, la colocación se realizará en dos etapas, un 50% de cada serie en 2024, y el 50% restante en 2025. En cuanto a los periodos de amortización, la serie A comenzará en 2026 y finalizará en 2030, mientras que la serie B iniciará en 2030 y concluirá en 2038. En caso de ocurrir desfases en el proceso de colocación, **Costanera Norte** contará con menores flujos para hacer frente a sus obligaciones dado el tiempo limitado de la concesión.

Cabe destacar, que el vencimiento del bono serie B excede la duración original de la concesión. Esto responde a que la estructura de la deuda supone que el MOP decidirá extender la concesión en relación con el convenio CAR N°2 y N°3; no obstante, de no ser así, el contrato de emisión de los bonos incluye una cláusula de prepago obligatorio por el monto total adeudado en caso de que el MOP pagase las cuentas de compensación (CC) al final de la concesión.

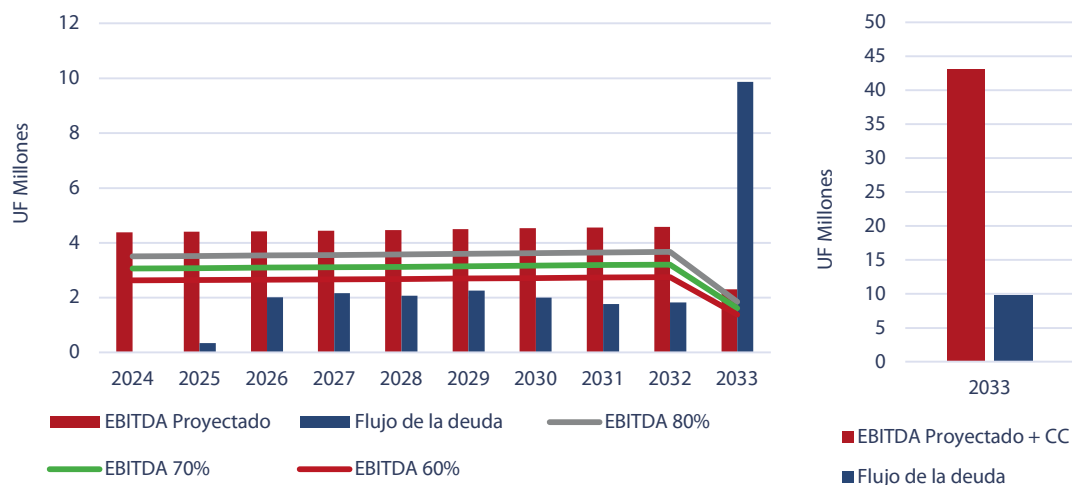


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

## Razón de cobertura de servicio de la deuda

Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda muestra cuán holgada se encuentra la sociedad para pagar en cada periodo sus pasivos con el EBITDA proyectado. La evolución y proyección de este indicador se muestra en la Ilustración 3 y en él se observa un posicionamiento superior a las dos veces para todo el periodo analizado, el cual considera el pago de las obligaciones por parte del MOP al término de la concesión en 2033.

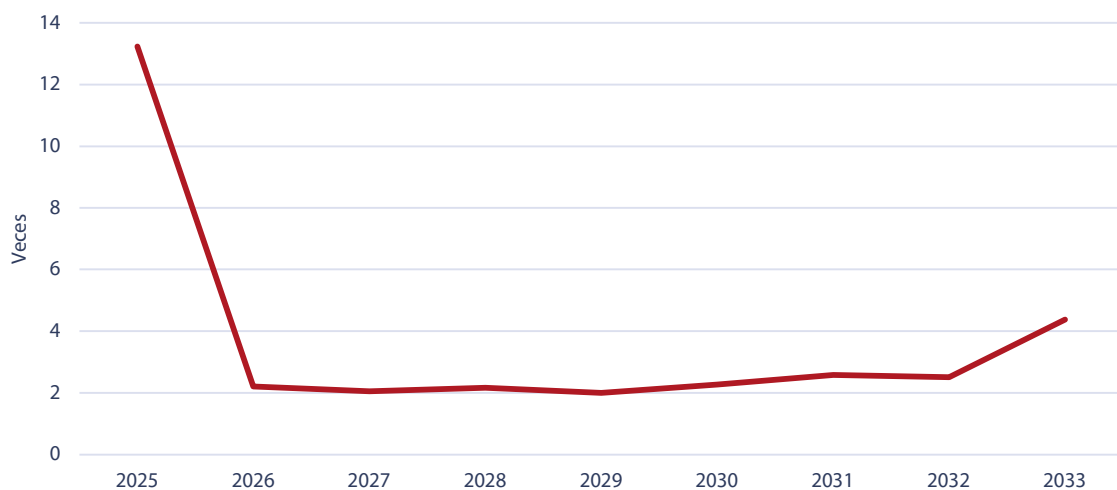


Ilustración 3: Razón de cobertura de servicio de la deuda



## Índice de cobertura global

El indicador de Cobertura Global es calculado como el coeficiente entre el valor presente del EBITDA proyectado durante el período de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de este (en este caso el promedio ponderado de la tasa de los bonos) 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 de los flujos. La Ilustración 4 presenta el comportamiento del ICG de **Costanera Norte**.

El indicador de **Costanera Norte** presenta una relación elevada, siendo a 2025 de 3,27 veces el valor actual de los flujos considerando los pagos del MOP en 2033, sobre el saldo insoluto del bono. La proyección del indicador hasta el término de la deuda lo ubica siempre mayores de las tres veces, llegando hasta 4,53 veces en 2033. En caso de extenderse la concesión, el indicador de cobertura alcanzaría las 3,22 veces en 2025, manteniéndose siempre sobre las tres veces.

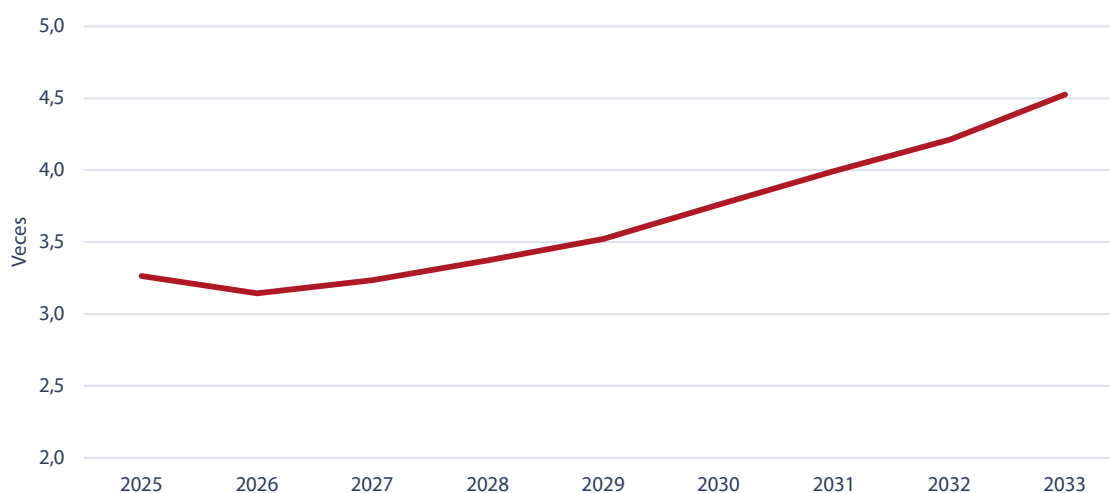


Ilustración 4: Proyección del Índice de Cobertura Global

## 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.

No obstante, debido al rescate anticipado de la deuda de **Costanera Norte** y el posible nuevo apalancamiento de la sociedad, se prevé que estos indicadores se vean afectados. El nivel de endeudamiento de la compañía sería de aproximadamente de 1,64 veces.

## 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.

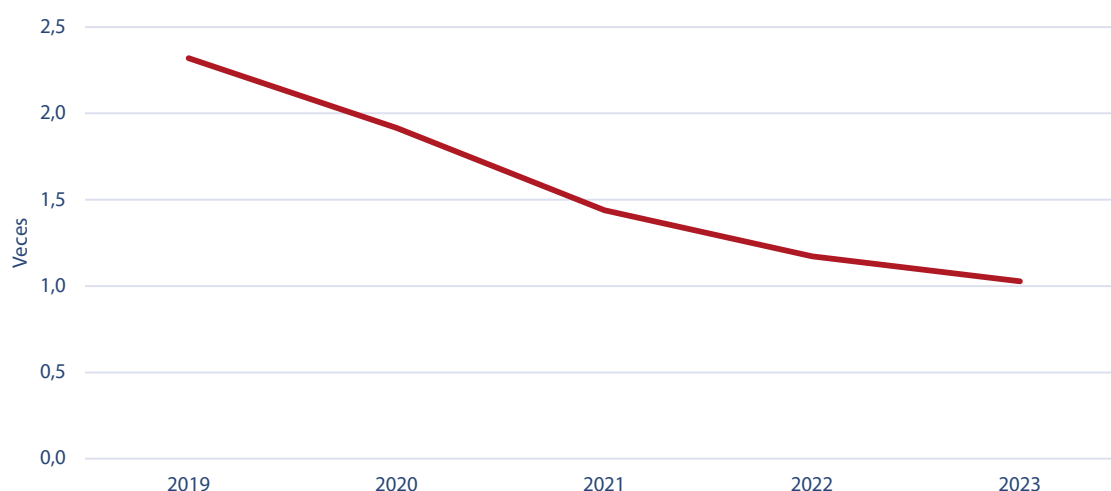


Ilustración 5: Endeudamiento

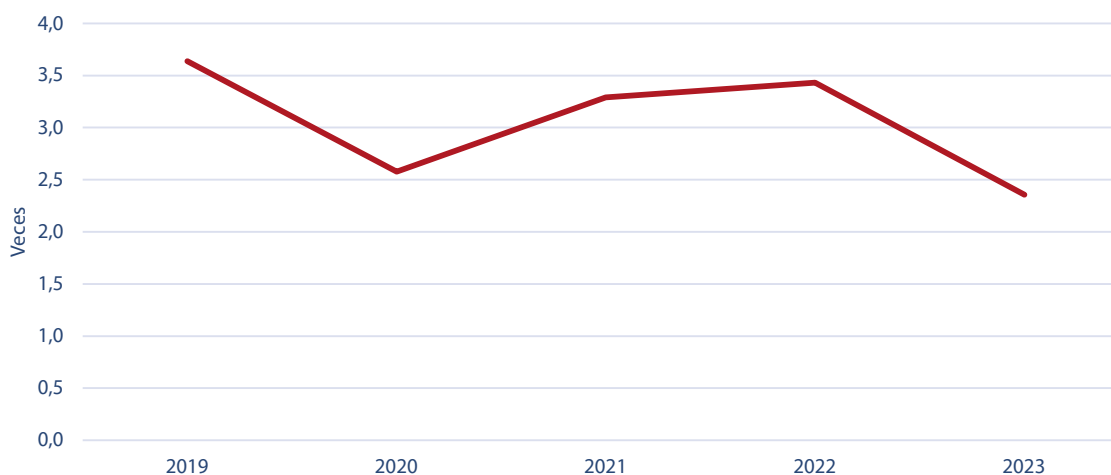


Ilustración 6: Liquidez

*"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."*