



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a

Luis Felipe Illanes Z.

Tel. (56-2) 2433 5200

luisfelipe.illanes@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.

Agosto 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos	AA+
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo 2013

Características bonos colocados en Chile

Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (MUF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (MUF) ¹	Fecha Vencimiento
Nº de inscripción 360 del 12.11.2003	A1	340	5,21%	Semestral	216	2016
	A2	1.560	5,21%	Semestral	993	2016
	B1	700	5,75%	Semestral	700	2024
	B2	6.900	5,75%	Semestral	6.900	2024

Balance General Individual - IFRS				
Cifras en Miles de \$	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Mar-13
Activos Corrientes	71.016.702	98.426.968	97.834.138	113.172.738
Activos No Corrientes	419.797.752	421.573.718	417.511.661	417.608.940
Total de Activos	490.814.454	520.000.686	515.345.799	530.781.678
Pasivos Corrientes	11.725.255	12.549.250	15.117.451	21.600.717
Pasivos No Corrientes	350.496.594	355.381.136	321.553.430	322.262.853
Total de Pasivo	362.211.849	367.930.386	336.670.881	343.863.570
Patrimonio Neto Total	128.592.605	152.070.300	178.674.918	186.918.108
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	490.814.454	520.000.686	515.345.799	530.781.678

Estado de Resultados Individual - IFRS				
Cifras en Miles de \$	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Mar-13
Total ingresos por actividades ordinarias	35.365.992	37.529.763	43.587.173	10.966.205
Otros gastos por naturaleza	-6.861.911	-7.859.552	-8.330.014	-2.058.423
Ingresos Financieros	23.262.695	20.860.002	21.054.354	5.778.895
Costos financieros	-15.779.747	-15.226.545	-13.466.155	-3.051.450
Ganancia	24.235.414	23.477.695	26.604.618	8.243.190

¹ Marzo de 2013.

Estado de Resultados Individual				
Cifras en Miles de \$	2006	2007	2008	2009
Ingreso Operacional	16.469.932	40.989.894	45.722.690	48.885.912
Costo Explotación	-6.622.523	-14.709.292	-15.588.165	-15.175.478
Gasto Admin. y Venta	-2.677.744	-4.569.504	-5.948.875	-5.854.108
Resultado Operacional	7.169.665	21.711.098	24.185.650	27.856.326
EBITDA	11.322.810	30.225.630	33.614.512	37.114.432
Utilidad Neta	41.771	1.753.107	-425.972	6.229.012

Balance General Individual				
Cifras en Miles de \$	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	34.527.831	53.185.934	62.355.918	43.032.886
Activo Fijo	206.731.457	214.683.858	225.373.667	211.298.923
Otros Activos	168.653.815	169.171.502	167.274.333	157.122.846
Total Activos	409.913.103	437.041.294	455.003.918	411.454.655
Pasivo Circulante	25.704.787	26.788.058	20.239.811	14.200.729
Pasivo Largo Plazo	332.656.515	353.133.495	372.986.681	330.668.369
Patrimonio	51.551.801	57.119.741	61.777.426	66.585.557
Total Pasivos	409.913.103	437.041.294	455.003.918	411.454.655

Opinión

Fundamento 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, Av. Pdte. Kennedy), los que totalizan 42,3 kms. 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 cuenta con la garantía parcial del Banco Interamericano de Desarrollo, BID, quien cauciona el 15% las obligaciones derivadas de la emisión de los títulos de deuda.

La clasificación y categoría de riesgo asignada se fundamenta principalmente por los flujos esperados de la concesión, en relación con el perfil de pago de los bonos, y las exigencias a las cuales se debe someter el emisor en lo que respecta a la administración de sus excedentes mientras se mantengan vigentes los títulos de deuda.

Dentro de las principales fortalezas del bono destaca el hecho de que los ingresos mínimos garantizados por el Estado a la concesión (IMG) superan holgadamente las obligaciones generadas por la emisión de bonos. (en promedio más del 40%). Hasta la fecha no ha sido necesario que opere el sistema de ingresos mínimos garantizados, dado que los flujos de la sociedad han respondido satisfactoriamente en relación con las proyecciones originales.

Según datos a diciembre de 2012, la relación entre deuda financiera y EBITDA de la sociedad, considerando préstamos relacionados, asciende a 4,87 veces; a su vez el plazo remanente de la concesión asciende a 16 años.

Por otra parte, la estructura financiera en la que se encuadra la emisión de bonos establece que el emisor sólo 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, para los mismos efectos se exige que sus flujos periódicos superen en un porcentaje preestablecido las amortizaciones de capital y el pago de intereses. Según información a marzo de 2013, la concesionaria mantiene en disponible y valores negociables la suma de \$ 74.985 millones, equivalente al pago de 6 cupones semestrales.

Cabe agregar que los resultados obtenidos por la sociedad en sus años de operación son relativamente consistentes con las proyecciones tenidas en consideración en la etapa de ejecución de la autopista. También, como elemento de juicio a considerar, está el hecho de que el plazo del bono es inferior al período de la concesión.

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.

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los tres primeros meses de 2013, la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 10.966 millones, lo que representa un incremento de 11,78% respecto al mismo período del año anterior; sin embargo, este ítem no incorpora los ingresos financieros, en donde se incluyen los Ingresos Mínimos Garantizados por el MOP (y que se descuentan del ingreso operacional). Por lo tanto, haciendo los ajuste correspondiente, se tiene que en marzo de 2013 el ingreso por peaje, considerando infracciones, alcanzó \$ 16.223 millones, un 6,8% mayor a lo contabilizado a la misma fecha del año anterior. En

el mismo lapso los otros gastos por naturaleza ascendieron a un monto de \$ 2.058 millones, lo que significó un aumento de 3,29% respecto de los tres primeros meses de 2012.

A marzo de 2013 los costos financieros alcanzaron a \$ 3.051 millones, implicando una disminución de 11,16% respecto de marzo de 2012; dentro del mismo lapso de tiempo la deuda financiera disminuyó de \$ 234.528 millones hasta los \$ 230.227 millones

Con todo, la ganancia alcanzó \$ 8.243 millones, lo que significó un aumento de 18,25% en relación a igual fecha del año anterior, impulsado principalmente por el aumento en ingreso por tráfico.

A marzo de 2013 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 530.781 millones, con un total de pasivos de \$ 343.863 millones y un nivel de patrimonio de \$ 186.918 millones.

En relación a futuras obras de mitigación, costanera norte posee un plan en dos etapas, que considera en su primera fase la construcción de un túnel bajo el río Mapocho para conectar Costanera Norte y la Autopista Central; el mejoramiento de la salida La Concepción, que considera una nueva pista adicional sobre el río Mapocho y que mitigará la congestión habitual en este punto de la autopista; y la construcción de dos nuevos puentes sobre el cruce de Manquehue y Avenida Kennedy, que mejorarán el tráfico en la zona. La segunda etapa, que se iniciará en el segundo semestre de 2013, considera cuatro nuevas obras: la eliminación de la

Rotonda Pérez Zújovic; la construcción de la Nueva Costanera Sur, entre Tajamar e Isabel Montt; la construcción de un túnel bajo Avenida Kennedy, entre la Rotonda Pérez Zújovic y Américo Vespucio; y la prolongación de Costanera Norte, desde el Puente La Dehesa hasta la calle Padre Arteaga.

Antecedentes generales

Características de la concesión

La concesión 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 34,9 kms. Recorre la ciudad de oriente a poniente por la rivera norte del río Mapocho; 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.
- **Avda. Presidente Kennedy:** Longitud aproximada de 7,4 kms. 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 1º de julio de 2003, finalizando el 30 de junio de 2033.

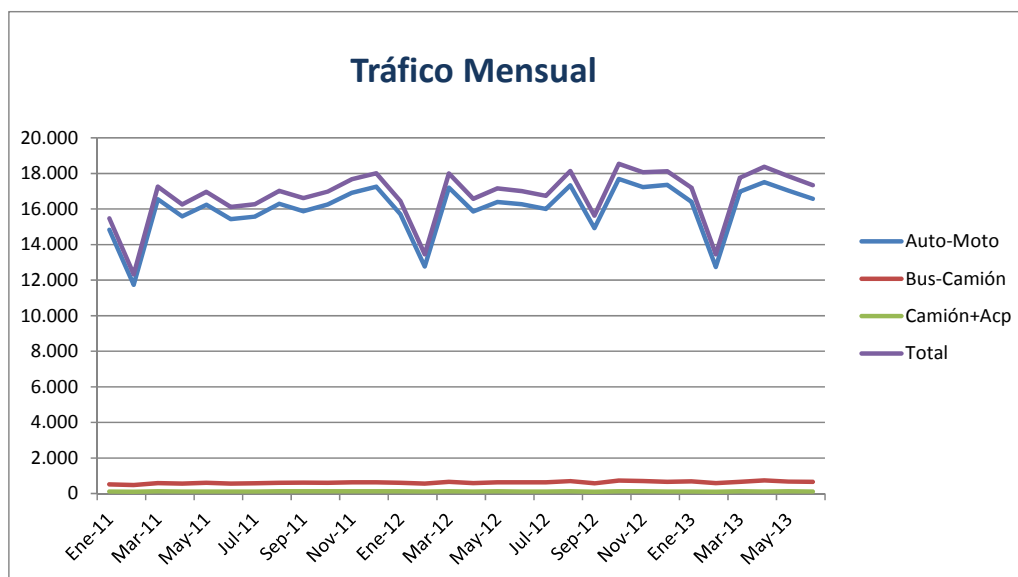
El Decreto Supremo de adjudicación de la concesión fue publicado en febrero de 2000. En la actualidad está en operación la totalidad de la autopista.

Dos de las características más innovadoras del proyecto son la construcción de parte de la carretera bajo el lecho del Río Mapocho y el Sistema de Cobro Electrónico de Peaje.

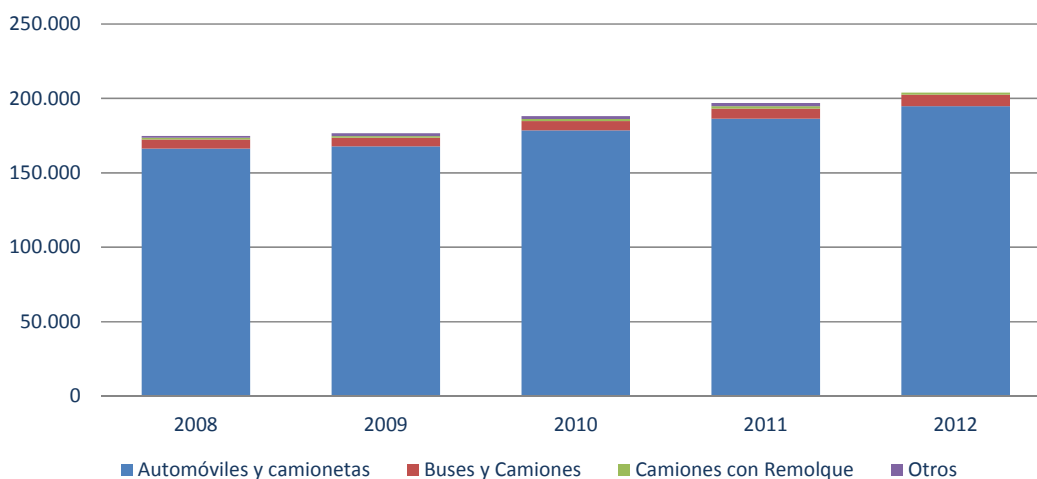
Tráfico

Los flujos de la concesión provienen, principalmente, del tráfico de vehículos livianos y, en segunda instancia, pero con una reducida importancia relativa, por la circulación de vehículos pesados. El tráfico en general se plantea con patrones bien definidos:

- Este-Sur: Viajes de nexos entre el sector residencial y comercial en el este con la zona de actividad comercial e industrial en el sector centro y sur de la ciudad. Además, conecta con el aeropuerto internacional y rutas hacia la V Región en el oeste.
- Mix de viajes de corta distancia locales.



Tráficos



Como se puede apreciar en el gráfico anterior, el tráfico de automóviles y camionetas concentra más de un 95% del total del flujo motorizado de Costanera Norte. Se puede notar que el tráfico ha ido en constante aumento, esto debido al crecimiento del parque automotriz y mayor uso de vehículos en la región metropolitana. En el gráfico mensual se puede ver la temporalidad del tráfico, el que presenta una estacionalidad a la baja en verano a causa del periodo estival y se mantiene relativamente constante el resto del año.

Patrocinadores

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A. pertenece en un 100% a Grupo Costanera S.P.A., que a su vez es controlada por el grupo Atlantia y Canadian Pension Plan Investment Board (CPPIB).

La nueva estructura accionaria se generó luego que Atlantia se hiciera del 100% de las acciones de Autostrade Sud America SRL, comprando la participación a SIAS y Mediobanca (28 de junio de 2012). Posteriormente, el 2 de agosto de 2012, Atlantia vendió el 49,99% de Grupo Costanera S.P.A. a Canadian Pension Plan Investment Board.

Atlantia es una compañía italiana, importante operador de autopistas a nivel europeo, donde posee alrededor del 9% participación en las autopistas con peajes. La solvencia de la compañía está clasificada en *Categoría A3* en escala global.

CPP Investment Board es una organización de manejo de inversiones basada en Toronto. Su propósito es invertir los fondos depositados en el *Canada Pension Plan*. Los recursos del fondo de CPPIB alcanzan los US\$165 mil millones. La solvencia de la compañía está clasificada en *Categoría AAA* en escala global.

Garantes

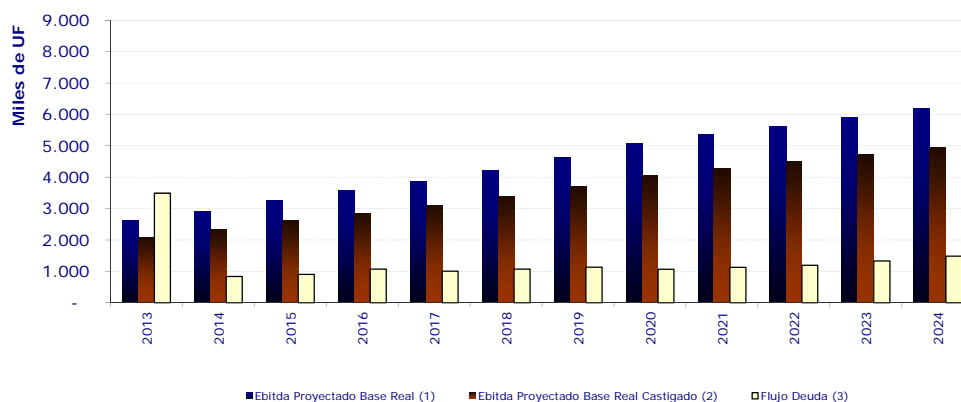
El pago oportuno del capital y los intereses de los bonos a su vencimiento, de conformidad con el calendario de pagos, es garantizado parcialmente por el BID en forma irrevocable e incondicional, en forma previa al acaecimiento de un Evento de Sindicación. La responsabilidad del BID se limita al 15% de la deuda.

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo con las proyecciones estimadas por **Humphreys**, el EBITDA generado por la concesionaria, bajo condiciones equivalentes a las definidas como escenario normal en el estudio de tráfico, sería más que suficiente para cubrir las obligaciones de la emisión, soportando en el largo plazo niveles de estrés elevados. En 2013 se presenta un saldo insoluto de UF 2,69 millones para **Costanera Norte**, consecuencia de una deuda subordinada con los accionistas de la sociedad, que se deberá ir pagando a medida que haya holgura financiera (bajo el cumplimiento de ciertas condiciones en cuanto a liquidez y nivel de operación), cabe señalar que parte de ese pago esta provisionado en el balance y que se han realizado pagos parciales en los años anteriores.

Flujos de Caja Vrs Pago de Deuda



(1): Corresponde a las proyecciones de EBITDA que hace **Humphreys**, tomado como base los resultados reales y asumiendo un crecimiento de acuerdo a los estudios de tráfico y a la historia pasada².

(2): Corresponde a (2) castigado en un 20%.

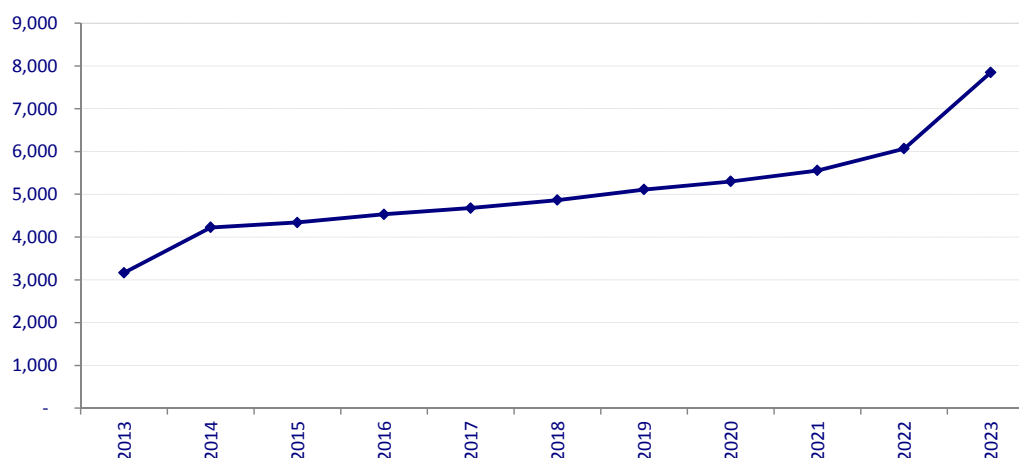
(3): Corresponde a los pagos anuales de la deuda.

² En las revisiones la Clasificadora realiza ajustes a sus proyecciones en relación a los estudios de tráfico y la historia.

Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global 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 (incluyendo la deuda con los accionistas). Así, si el indicador muestra una relación mayor a 1, entonces se asume que la compañía está en condiciones de responder a sus obligaciones, bajo supuesto de un adecuado calce en los flujos.

Índice de Cobertura Global

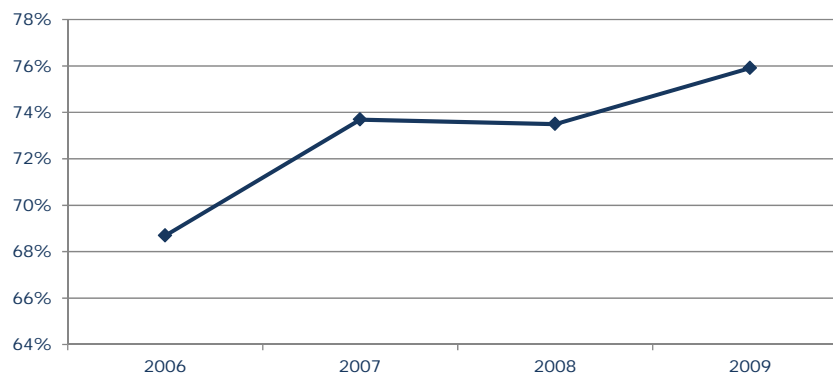


En el caso de **Costanera Norte**, presenta indicadores elevados y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años y la mantención de los flujos. Adicionalmente, en términos de sensibilización, cabe señalar que de acuerdo a los distintos escenarios proyectados por la clasificadora, **Costanera Norte** presenta niveles de soporte de estrés elevados, por lo cual una caída leve en sus flujos no afecta mayormente la solvencia de la concesión.

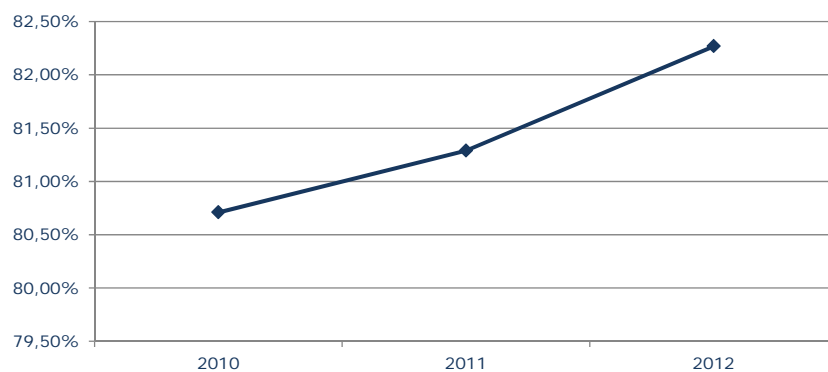
EBITDA

El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Podemos observar que desde diciembre de 2007 la relación EBITDA/ingresos exhibe un alza sostenida. Lo anterior se explica por la mayor madurez de la autopista concesionada, lo que ha llevado a un aumento en el tráfico y, por ende a mejores relaciones de ingresos en relación con los costos y gastos. Cabe señalar que las relaciones entre EBITDA e ingreso en las autopistas generalmente va mejorando, puesto que el mayor tráfico no necesariamente eleva los costos y gastos de la sociedad concesionaria, por lo cual este ingreso adicional se traduce casi directamente en flujo de caja.

EBITDA a Ingresos



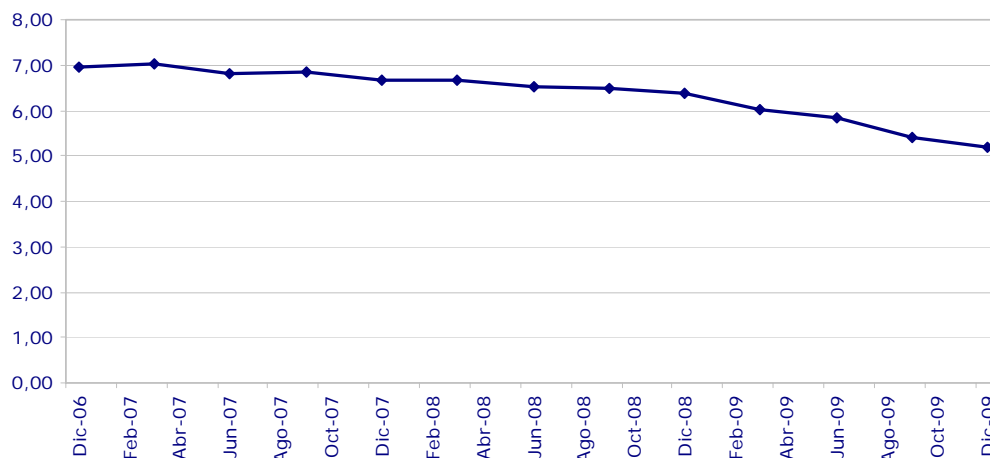
EBITDA a Ingresos - IFRS



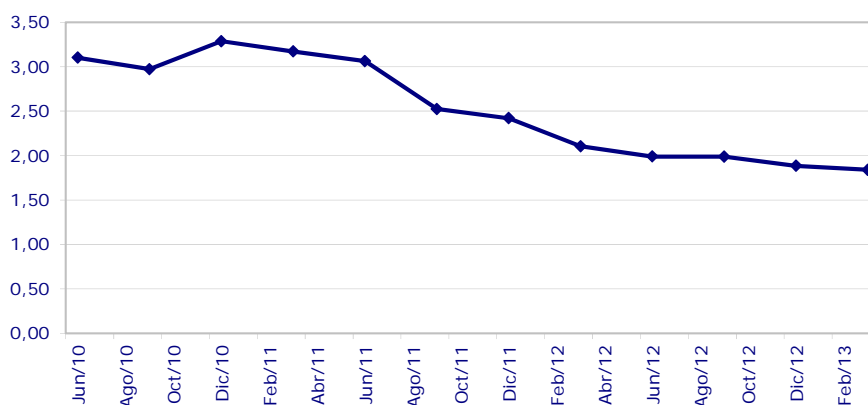
Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, muestra una baja sostenida. Esta tendencia se debe al aumento del patrimonio de la sociedad producto de utilidades acumuladas y a la disminución de deuda financiera, principalmente a cuentas por pagar a empresas relacionadas, lo que corresponde a un préstamo subordinado otorgado por los accionistas de la sociedad.

Pasivo Exigible / Patrimonio

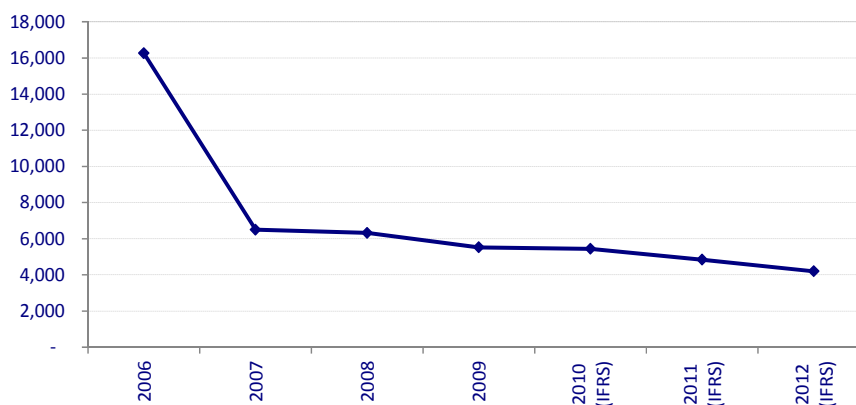


Pasivo Exigible / Patrimonio - IFRS



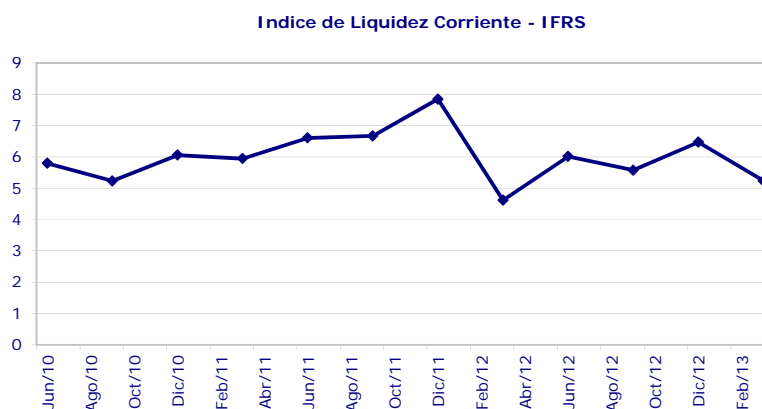
La deuda financiera, medida sobre el EBITDA, muestra una clara tendencia a la baja año tras año. Esto se debe principalmente al aumento real sostenido que ha tenido el EBITDA en los años de operación.

Deuda Financiera / EBITDA



Liquidez

La Liquidez, medida como Activo Corriente sobre Pasivo Corriente muestra grandes niveles de variación en los últimos años, pero siempre en torno a la banda entre 4,5 y 8 veces. Estas fluctuaciones se deben principalmente a la gran variación de los activos corrientes, manteniéndose a lo largo del periodo un crecimiento plano del pasivo corriente salvo en el último periodo en el que muestra un alza fuera de lo común.



“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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.”