

Talca Chillán
Sociedad Concesionaria S.A.

Octubre 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Línea de Bonos Tendencia	A Estable	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Aldo Reyes D. Gonzalo Neculmán G. 56-2-433 5200 56-2-433 5201 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	30 de junio 2009	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Características Bonos Colocados en Chile						
Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Par (UF) ¹	Fecha Vencimiento
1ª emisión	A1-A2	5.650.500	2,75	Semestral	5.178.351	15-06-2019
2ª emisión	B1-B2	1.124.500	3,50	Semestral	1.124.500	15-12-2021

Inscripción de la Línea de Bonos en el Registro de Valores N° 417 con fecha 14 de junio de 2005.

Estado de Resultados Individual					
Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	Jun-09
de Jun-09					
Ingreso Operacional	26.292.353	28.179.657	29.137.511	30.125.726	16.767.059
Costo Explotación	-19.624.768	-20.951.555	-22.379.410	-23.184.485	-12.218.751
Gasto Admin. y Venta	-946.728	-927.232	-804.775	-876.158	-379.024
Resultado Operacional	5.720.857	6.300.870	5.953.325	6.065.083	4.169.284
Ebitda	9.824.718	10.899.644	11.036.434	11.424.539	7.049.045
Utilidad Neta	1.927.788	5.623.599	2.090.757	1.951.011	2.543.339

¹ Agosto de 2009

Balance General Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	Jun-09
de Jun-09					
Activo Circulante	75.294.982	54.230.881	20.373.861	16.419.248	24.450.708
Activo Fijo	124.616.272	124.355.031	119.404.644	117.041.693	114.779.618
Otros Activos	43.273.221	45.343.031	46.893.729	47.811.201	47.857.851
Total Activos	243.184.476	223.928.943	186.672.234	181.272.142	187.088.177
Pasivo Circulante	25.591.669	36.833.411	8.672.391	9.086.079	14.515.557
Pasivo Largo Plazo	173.364.834	147.136.938	138.314.580	130.545.190	128.377.835
Patrimonio	44.227.973	39.958.593	39.685.263	41.640.873	44.194.785
Total Pasivos	243.184.476	223.928.943	186.672.234	181.272.142	187.088.177

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Talca Chillán Sociedad Concesionaria S.A. (Talca Chillán) está a cargo de la concesión de la obra fiscal denominada "Ruta 5 Tramo Talca-Chillán". Esta obra vial incluye una autopista interurbana de aproximadamente 193 kilómetros y se encuentra emplazada entre las localidades de Camarico y Rucapequén, abarcando la VII y VIII región del país. En la zona de influencia de la Concesión, los sectores determinantes en la generación del producto regional bruto son el agropecuario – silvícola, industria manufacturera y comercio.

La clasificación de los títulos de deuda emitidos por **Talca Chillán** se sustenta en las características propias de la concesión y en las características de la estructura financiera de los bonos. Si bien los títulos de deuda cuentan con la garantía irrevocable de MBIA Insurance Corporation, la misma no ha sido considerada en atención a la deteriorada capacidad de pago del garante (La clasificación del garante es *Categoría B3* en Escala Global).

Las fortalezas principales que sustentan la clasificación consideran los mitigantes del riesgo de tráfico. En efecto, la concesión cuenta con Ingresos Mínimos Garantizados por el MOP (IMG) hasta el año 2014 y opera con el Mecanismo de Distribución de Ingresos (MDI) (lo cual permite extender el plazo de las concesión e incrementar voluntariamente la tarifa en caso de un bajo desempeño del tráfico de la autopista en relación con lo presupuestado).

Asimismo, dadas las condiciones geográficas de Chile, se considera que no existe en la actualidad factibilidad económica de construir una ruta paralela que compita por el tráfico a la Ruta 5 donde se emplaza el tramo Talca-Chillán. Además esta ruta cuenta con más de 20 años de historia de tráfico con cobro de peaje.

También la clasificación considera los términos de la estructura de financiamiento la cual favorece la liquidez de la sociedad; es así como a junio de 2009 la concesionaria presenta recursos líquidos por un monto cercano a UF 736.000.

La tendencia de la clasificación se estima como “*Estable*” ya que se presenta una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Definición de Categoría de Riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Resultados a Junio de 2009

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses del año 2009, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 16.767 millones, lo que representa un incremento real de 4,58% respecto al mismo semestre del año anterior. En el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de \$ 12.218 millones, lo que significó un aumento real de 4,36% respecto a aquellos meses del 2008.

A junio de 2009, los gastos de administración y ventas sumaron \$ 379 millones, lo que representó un aumento real de 0,6% respecto de igual período de 2008.

El resultado operacional ascendió a \$ 4.169 millones, implicando un aumento real de 5,61% (a junio de 2008 esta cifra ascendió a \$ 3.947 millones). Por su parte, el resultado no operacional

arrojó una pérdida de \$ 1.597 millones, explicado principalmente por los gastos financieros que ascendieron a \$ 2.213 millones.

Con todo, la utilidad neta alcanzó \$ 2.543, lo que significó un aumento real de 29,10% en relación a igual fecha del año anterior.

A junio del año 2009, la sociedad concesionaria posee activos por \$ 187.088 millones, con un total de deuda financiera de \$ 130.900 millones y un nivel de patrimonio de \$ 44.194 millones.

En febrero de 2009, la clasificación de riesgo de la sociedad, disminuyó de AA a A debido al debilitamiento financiero de MBIA Insurance Corporation (MBIA), entidad garante de los bonos emitidos por **Talca Chillan Sociedad Concesionaria S.A.** En efecto, la clasificación de la fortaleza financiera de la aseguradora, en escala global, se modificó desde "*Categoría Baa1*" a "*Categoría B3*" con *outlook* en desarrollo. De esta manera, considerando la menor calidad crediticia del garante, la clasificación de los títulos de deuda emitidos por **Talca Chillan** se sustenta en las características propias de la concesión y en las características de la estructura financiera de los bonos.

Antecedentes Generales

Características de la Concesión

La concesión vial, denominada Ruta 5 Talca Chillán, incluye una autopista interurbana de aproximadamente 193 kilómetros y se encuentra emplazada entre las localidades de Camarico y Rucapequén, abarcando la VII y VIII región del país. En la zona de influencia de la Concesión, los sectores determinantes en la generación del producto regional bruto son el agropecuario – silvícola, industria manufacturera y comercio.

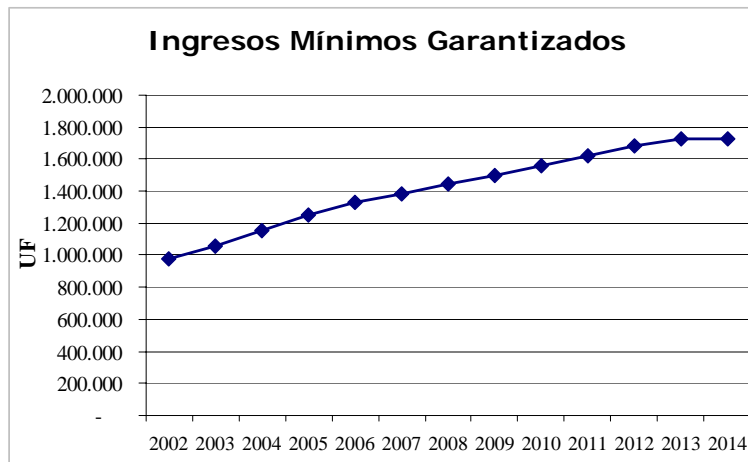
La concesión del tramo Talca Chillán consiste en la ejecución, conservación y explotación de una autopista de doble calzada, que se extiende entre los kilómetros 219.490 y 412.800 de la Ruta 5 Sur, en una longitud de 193,31 kms.

Su construcción amplió la capacidad de esta vía y produjo un significativo mejoramiento de sus niveles de servicio, merced a las obras que incorporó, entre ellas la de completar la ampliación a segundas calzadas.

El plazo original de la concesión fue de 120 meses que comenzaron a computarse el día 13 de marzo de 1996, fecha de publicación en el Diario Oficial del Decreto Supremo de Adjudicación. Con la suscripción del Convenio Complementario N° 4, el plazo de concesión se extendió hasta abril de 2015. Sin embargo, con la suscripción del Convenio Complementario N° 5 (MDI) el plazo de la concesión pasó a ser variable de manera que se alcancen los Ingresos Totales Garantizados establecidos en dicho convenio.

Ingresos Mínimos Garantizados

El mecanismo de ingresos mínimos garantizados consiste en que el Estado de Chile garantiza un monto mínimo de ingresos – medidos en base anual – a la Concesionaria para todo el período de la concesión (hasta el año 2014). El mecanismo se activa, es decir, el Estado debe pagar a la Concesionaria, toda vez que los ingresos por peajes anuales en unidades de fomento de esta última sean inferiores al monto garantizado por el Estado. El monto a pagar será la diferencia que se produzca entre los ingresos reales de la Concesionaria y el ingreso mínimo establecido en las Bases de Licitación.



Mecanismo de Distribución de Ingresos

Este mecanismo transforma el plazo de la concesión desde un plazo fijo a un plazo variable de manera que la concesión termina cuando el valor presente de los ingresos en la extensión del plazo original descontados al 9,5% real alcancen el Ingreso Total Garantizado de UF 12 millones. Esto implica que el plazo de la concesión termina cuando se alcanza el monto asegurado.

La existencia de este mecanismo mitiga el riesgo de tráfico de la concesión después del año 2015, ya que asegura un monto total de ingresos mediante la extensión del plazo original (el plazo de la Concesión originalmente pactado era hasta abril de 2015).

Además, este mecanismo permite la posibilidad de subir tarifas para enfrentar períodos de menores flujos. La Concesionaria tiene la opción de incrementar las tarifas hasta un máximo de 5% anual (acumulables durante el período de la concesión) en caso de que los tráficos no hayan crecido en el mismo porcentaje anterior. El total de incremento de tarifas no puede superar el 25% durante el plazo original de la concesión más 100 meses de extensión. Si el período de extensión de la concesión supera los 100 meses, se tiene la opción de incrementar un 25% adicional.

Convenios Complementarios

Convenio Complementario N° 1

Con fecha 8 de mayo de 1998, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, mediante el cuál se estipula entre otros, obras nuevas por aproximadamente UF 509.000, boletas de garantía a favor del MOP por UF 266.000, compensaciones por retraso de puesta en servicio de peajes y otras cláusulas normales en este tipo de operaciones.

Convenio Complementario N° 2

Con fecha 6 de octubre de 1998, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, el cuál estableció mayores obras para mejoramiento de la seguridad de las vías, y compensaciones por la no-explotación directa de los peajes.

Convenio Complementario N° 3

Con fecha 3 de octubre de 2000, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, el cuál fue motivado en razón de diversos hechos y circunstancias sobrevivientes a la celebración del Contrato de Concesión, que llevaron a una pérdida del equilibrio económico y financiero del Contrato, tales como la suspensión operada respecto del

funcionamiento de las plazas de peajes en accesos, mayores exigencias en obras y servicios formulados por el MOP, la necesidad de realizar nuevas inversiones en obras, etc.

Convenio Complementario N° 4

Con fecha 10 de octubre de 2001, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, el cuál estableció nuevas inversiones a realizar, destacándose la construcción de un nuevo By-Pass a la ciudad de Chillán, por un monto máximo de UF 450.000, ampliación del plazo de vigencia del Contrato de Concesión hasta el 13 de abril de 2015, entre otros.

Convenio Complementario N° 5 (MDI)

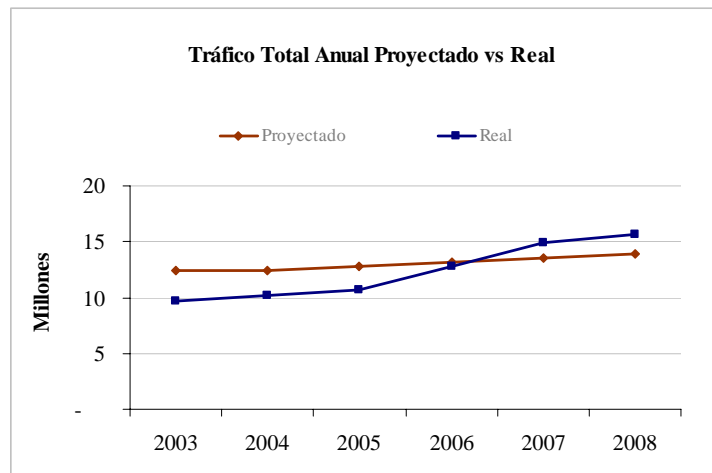
Con fecha 19 de diciembre de 2003, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, el cuál asegura un total de ingresos a lo largo de la vida de la concesión a un valor presente convirtiendo el régimen de la concesión de fijo a variable hasta alcanzar ingresos totales garantizados de UF 12.012.839, a cambio que la Sociedad Concesionaria realice inversiones por un monto máximo de UF 961.027.

Características de Flujo Vehicular²

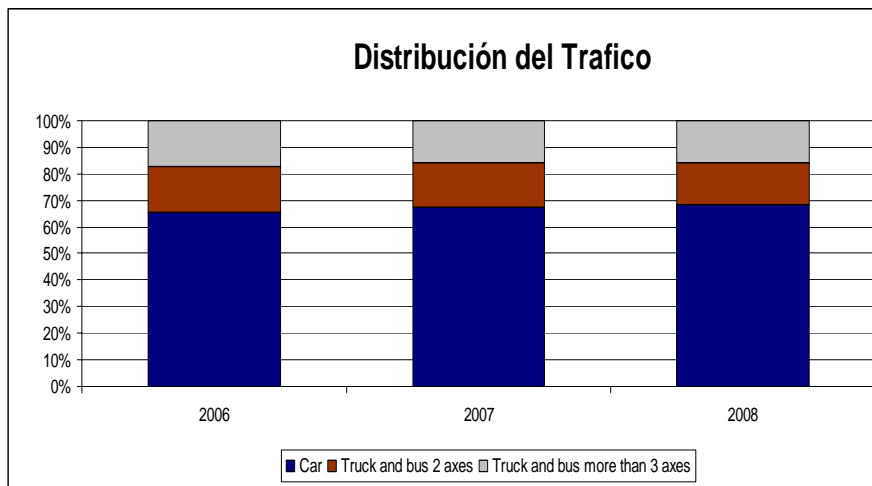
Inicialmente la concesionaria estimó que los vehículos livianos representarían en torno al 65% del total del flujo vehicular esperado por la concesionaria; situación que se mantendría relativamente estable a través del tiempo. Por su parte, respecto de los buses / camiones de dos ejes y vehículos pesados, la expectativa era que representarían en torno al 19% y 15%, respectivamente.

El tráfico total anual equivalente real, para las plazas de peaje troncales, ha tenido un comportamiento superior a lo proyectado. Durante el año 2008, el real fue un 12,1% superior a lo proyectado. Lo anterior se grafica en el siguiente gráfico.

² De acuerdo a las proyecciones de **Humpheys** de acuerdo a un caso base.



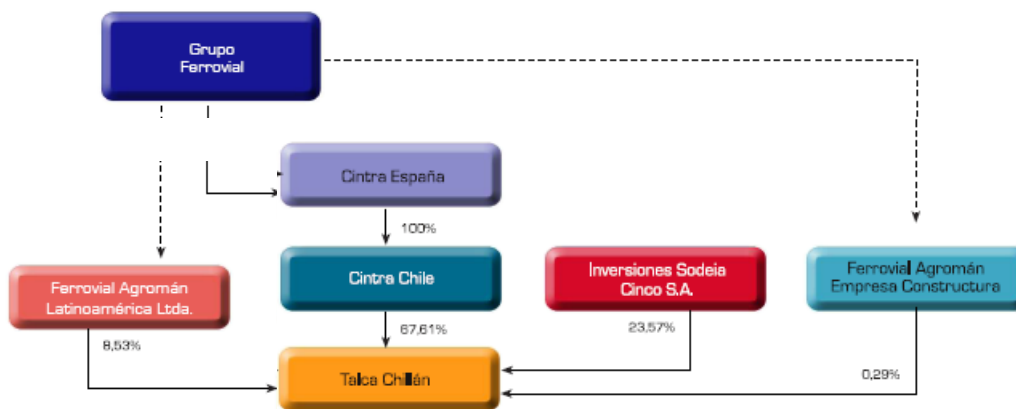
La distribución del flujo de vehículos se muestra a continuación.



Patrocinadores

Talca Chillán es controlada por Grupo Ferrovial a través de Cintra Chile Ltda. quien tiene el 67,61% de la propiedad. A continuación se muestra la distribución de la sociedad a Junio de 2009:

Accionistas	Porcentaje Propiedad
Talca Chillán Sociedad Concesionaria S.A.	
Cintra Chile Ltda.	67,61%
Inversiones Sodeia Cinco S.A.	23,57%
Ferrovial Agromán Latinoamérica Ltda.	8,53%
Ferrovial Agromán Empresa Constructora Ltda.	0,29%



Cintra Chile Ltda.

Cintra Chile, principal accionista de **Talca Chillán**, es filial de Cintra Concesiones de Infraestructuras de Transporte S.A. (Cintra España), sociedad a través de la cual Ferrovial (con 68% de la propiedad) canaliza su inversión en el mercado de las autopistas de peaje.

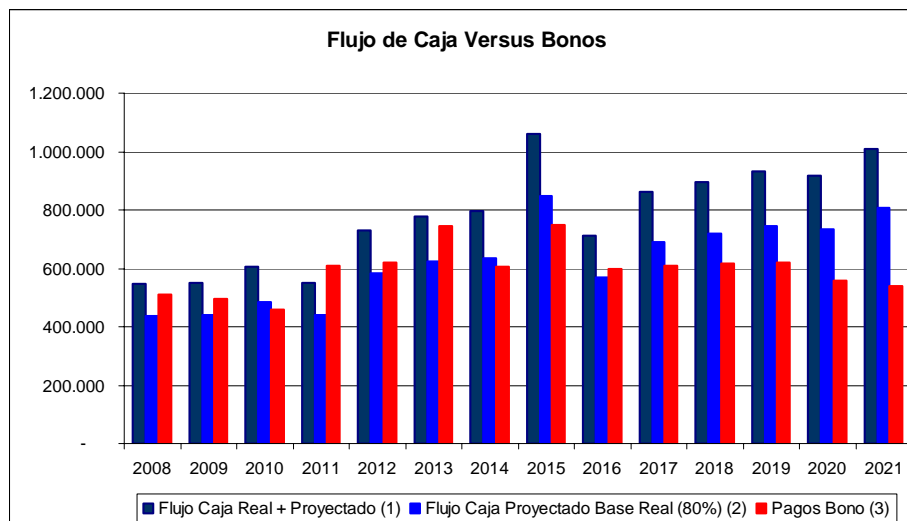
Grupo Ferrovial cuenta con una trayectoria de cerca de 40 años, que lo ha convertido en uno de los principales promotores privados de infraestructura de transporte en el mundo (43 países) a través de su filial Cintra. Registra ventas netas anuales durante el año 2008 de, aproximadamente 750 millones de euros en mercados de autopistas de peaje (España, Portugal, Irlanda, Italia, Grecia, Chile, Canadá y Estados Unidos), provenientes de la gestión de aeropuertos (Australia, Reino Unido, Italia, Estados Unidos, Hungría y Chile) y la promoción y explotación de estacionamientos (principalmente en España).

Por su parte, Cintra Chile es la mayor operadora de concesiones de autopistas en Chile, con una amplia y probada experiencia en el rubro. Actualmente opera cinco concesiones en el sur de Chile, que en total suman 905 km. con una inversión cercana a US\$ 1.674 millones.

Análisis Financiero

Proyecciones de Ebitda y Pago de Bonos

El siguiente gráfico muestra las proyecciones para el Ebitda y los flujos de pagos del bono para los siguientes periodos, además se incluye un *stress* del 20% para el Ebitda, el cual es parte de algunas de las sensibilizaciones realizadas por **Humphreys** al analizar los flujos. Es importante señalar que **Talca Chillan** mantiene recursos líquidos en balance para el pago de sus obligaciones los cuales son más que suficientes para cubrir periodos puntuales de menor holgura en el pago de sus obligaciones (según las estimaciones extraídas del modelo base), con los flujos de caja obtenidos en el periodo en particular, a la fecha mantiene recursos líquidos por aproximadamente UF 736.000 cifra registrada a junio de 2009. En el siguiente gráfico se muestra la relación entre el Ebitda de cada periodo y pago del bono (medido en Unidades de Fomento).



Talca Chillán

Tasa Promedio Bonos	2,87%
Valor Actual Ebitda (UF)	9.177.706
Saldo Insoluto (UF)	6.145.991
Índice Cobertura Global	1,12

(1) Ebitda proyectado por humphreys usando como base la información histórica a diciembre de 2008.

(2) Ebitda proyectado por **Humphreys** castigado en un 20%.

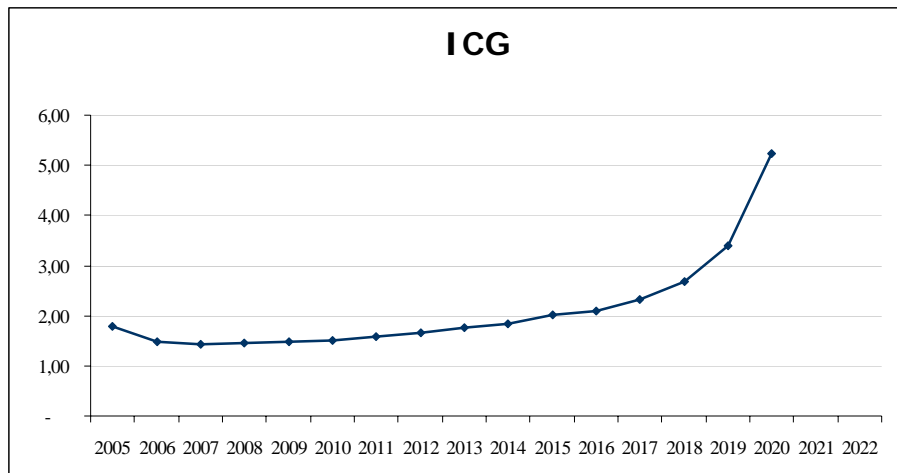
(3) Pago de los bonos.

Índice de Cobertura Global

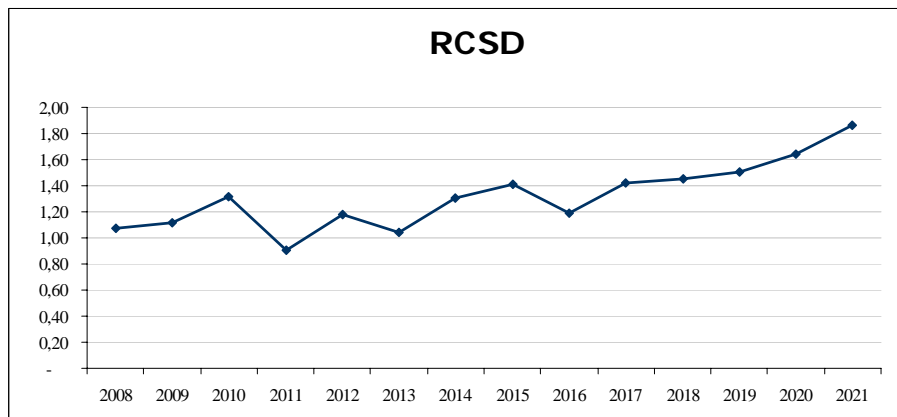
El indicador de cobertura global es calculado como el valor presente del *EBITDA* proyectado, descontado a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda que mantiene la sociedad concesionaria. Así, se presume que si el indicador muestra una relación mayor a 1, los flujos de caja de la concesión, sin considerar pago a los accionistas, son suficientes en relación con el monto de la deuda.

En el caso de **Talca Chillan**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre uno, y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años. La evolución y proyección del indicador de cobertura global³ se muestra a continuación.

³ Para los años 2005, 2006, 2007 y 2008 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2009 en adelante se proyecta sobre la base de supuestos utilizados por **Humphreys**.



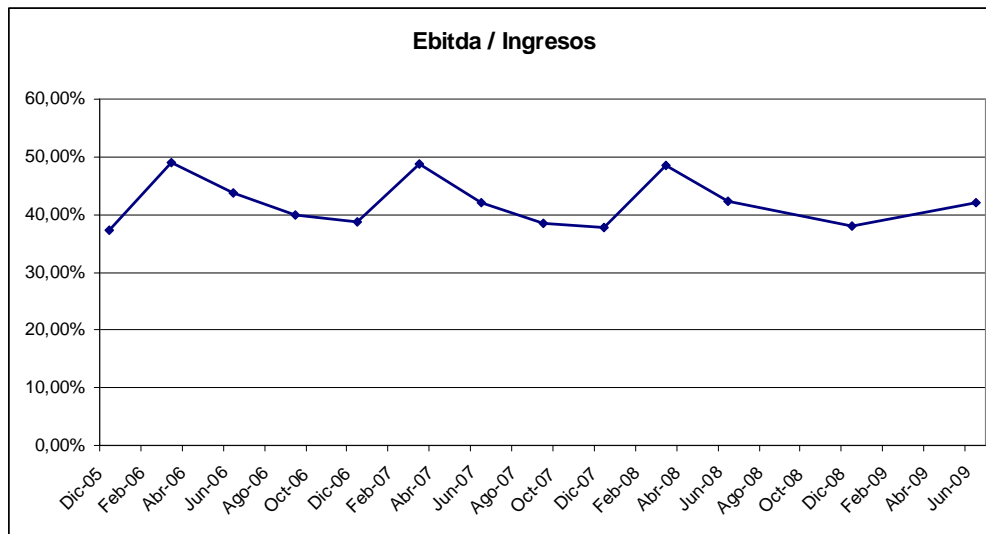
Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda⁴ (RCSD) muestra cuán holgada o no se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado en ese periodo. La evolución y proyección de este indicador se muestra en el gráfico que sigue.



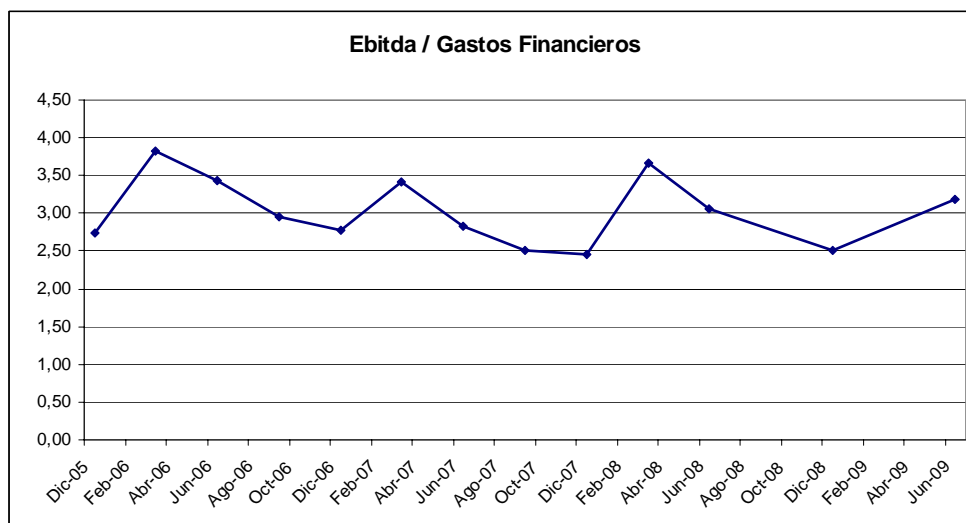
EBITDA

El *EBITDA* muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Aún así, se observa que desde diciembre de 2005 a la fecha su nivel, como porcentaje de los ingresos, ha mostrado un comportamiento variable, con una marcada estacionalidad en marzo de cada periodo, provocado principalmente por el uso mayor de esta carretera por periodo de vacaciones.

⁴ Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

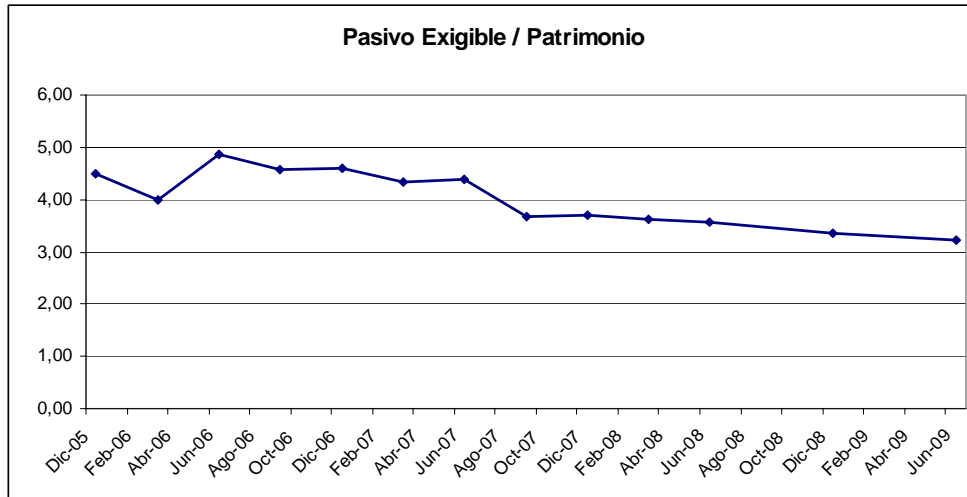


En relación a los gastos financieros, el EBITDA muestra también una relación variable pero con una tendencia en torno a un indicador 3 veces. Lo anterior se ve afectado por la diferencia de pagos que debe efectuar la concesionaria en los distintos periodos.

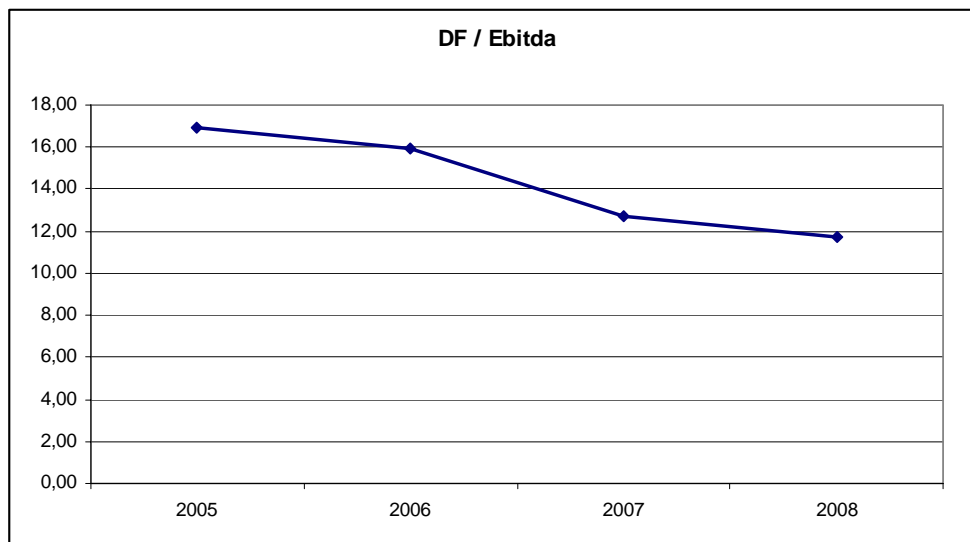


Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, presenta una baja sostenida desde junio de 2006, lo cual se puede ver en la evolución del indicador mostrado en el siguiente gráfico.



La deuda financiera, medida sobre el Ebitda, también muestra una baja, producto de la baja de la deuda, y también del aumento del Ebitda que ha tenido la concesión en los últimos años.



“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"

Anexo 1

Aspectos Legales

Dadas las características del emisor, sociedad que administra obras públicas concesionadas, uno de los cuerpos legales más relevantes para ella dice relación con el D.F.L. MOP N° 164 de 1991 “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

Decreto con Fuerza de Ley N° 164

Las normas que regulan las concesiones de obras públicas están contenidas principalmente en el DFL N° 164 de 1991 del MOP, “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

De acuerdo con las disposiciones legales, el ente adjudicatario de la concesión debe constituirse como sociedad anónima y con el objeto exclusivo de la ejecución y explotación de la obra concesionada, salvo que las bases de licitación dispongan la ampliación del giro de la sociedad.

Derivado del contrato de concesión, la sociedad concesionaria queda obligada a constituir garantías de construcción y de explotación de acuerdo con los montos establecidos en la licitación; junto a ello corresponde la contratación de seguros de responsabilidad civil y de riesgos catastróficos que permitan la reconstrucción de la obra.

Para garantizar el cumplimiento de los estándares definidos para la obra en ejecución, el MOP debe nombrar un inspector fiscal que actuará como fiscalizador de la misma, ello sin perjuicio de las atribuciones propias del Director General de Obras Públicas. En esta etapa, en caso de controversia entre las partes, puede intervenir la Comisión Conciliadora, entidad creada para resolver los conflictos entre los firmantes del convenio de concesión.

Otro aspecto relevante de la ley dice relación con el proceso de expropiación de bienes, el cual se efectúa mediante la declaración de utilidad pública de los mismos. El costo de las expropiaciones es de cargo del concesionario. Sin embargo, el Fisco – como así ocurre en la realidad – puede limitar el valor máximo a pagar asumiendo una porción del total de los desembolsos a efectuar. Si el proceso de expropiación retrasara la ejecución de la obra, el MOP debe compensar al concesionario por los perjuicios.

Los bienes y derechos que la sociedad concesionaria adquiera con motivo del contrato de concesión no podrán ser enajenados, separados a ésta última, hipotecados o gravados sin consentimiento del MOP y deben pasar a propiedad del Fisco al término de la concesión. Con todo, en caso de transferencia de la concesión, ésta sólo podrá ser cedida a una persona que cumpla con los requisitos exigidos previamente a los licitantes; asimismo, la concesión podrá ser entregada en prenda con el objeto de financiar la ejecución del proyecto.

Dentro de los derechos de los concesionarios está percibir ingresos por el cobro de tarifas en las plazas de peajes circunscritas al área de concesión y otros ingresos derivados de servicios complementarios menores, como por ejemplo, publicidad. El cobro de peaje está limitado por el precio máximo establecido en la licitación; no obstante, existe un ajuste tarifario periódico equivalente al IPC acumulado en dicho lapso (en el caso de Autopista Américo Vespucio Norte, el reajuste es anual).

El régimen económico del contrato de concesión además puede establecer incentivos por seguridad vial y compensaciones por las obras complementarias que pudiere exigir el MOP, adicionales a las estipuladas en el contrato original.

La duración de la concesión será la establecida en el respectivo contrato y sus complementaciones, si correspondiera. No obstante, la concesión también podrá extinguirse por acuerdo entre las partes, grave incumplimiento del concesionario o por cualquier causal previamente establecida en las bases de licitación.

En caso de acuerdo entre las partes para poner término a la concesión, ésta sólo podrá realizarse si los acreedores alzaren las prendas de obras públicas constituidas en su favor o, en su defecto, si aceptaran por escrito el término anticipado del contrato.

Finalmente, cabe destacar que la ley establece una Comisión Conciliadora cuyo propósito es atender las controversias que se susciten entre las partes por interpretación del contrato de concesión (ejemplo, cuantificación de las compensaciones por obras complementarias o determinación de incumplimientos graves por parte del concesionario). La Comisión la conforman tres profesionales, dos elegidos por cada una de las partes y un tercero de común acuerdo o designado por el Presidente de la Corte de Apelaciones en caso de falta de acuerdo. Su constitución se debe formalizar al inicio de la concesión.

En caso que alguna de las partes recurra a la Comisión, ésta tendrá como función conseguir la conciliación entre los contendientes. De no producirse acuerdo dentro de los 30 días, éstos

podrán en el plazo de cinco días solicitar una comisión arbitral o recurrir a la Corte de Apelaciones de Santiago. En el primer caso la comisión arbitral tendrá un plazo de 30 días para resolver, en cuyo período quedarán suspendidas las resoluciones del MOP. La decisión de la comisión no podrá ser objeto de recurso alguno.