



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:
Anual y Cambio de
Clasificación**

A n a l i s t a s

Eric Pérez F.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

eric.perez@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Ruta del Maipo Sociedad Concesionaria S.A.

Junio 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	A+¹ Estable
EEFF base	31 de marzo de 2019

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 877 de 21.12.2017
Serie C (BAMAI-C)	Primera emisión
Serie D (BAMAI-D)	Primera emisión
Serie E (BAMAI-E)	Primera emisión
Serie F (BAMAI-F)	Segunda emisión

Características bonos colocados en Chile				
Series	Tasa interés anual (%)	Período capitalización	Valor nominal vigente ²	Fecha vencimiento
C	4,85%	Semestral	5.800.000	Junio 2025
D	3,20%	Semestral	8.748.199	Diciembre 2030
E	2,30%	Semestral	1.000.000	Diciembre 2024

Estado de resultados IFRS					
M\$ de cada período	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-19
Ingresos actividades ordinarias	45.192.531	49.054.785	31.300.241	45.475.256	10.458.788
Otros gastos por naturaleza	-38.829.776	-42.723.244	-26.096.126	-38.257.110	-8.656.383
Ingresos financieros	117.101.481	123.510.013	126.090.253	116.991.604	28.885.151
Costos financieros	-46.653.269	-55.116.631	-58.558.202	-52.232.663	-16.345.656
Ganancia neta	38.942.315	42.306.200	45.093.414	42.968.966	10.806.629

Estado de situación IFRS					
M\$ de cada período	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-19
Activos corrientes	166.439.196	174.727.814	188.956.759	227.239.044	254.117.589
Activos no corrientes	905.323.467	950.311.034	977.256.120	974.271.140	970.325.170
Total activos	1.071.762.663	1.125.038.848	1.166.212.879	1.201.510.184	1.224.442.759
Pasivos corrientes	62.992.843	69.114.561	55.454.761	79.802.143	83.262.501
Pasivos no corrientes	719.510.435	730.121.947	741.925.405	709.416.605	718.079.319
Total pasivos	782.503.278	799.236.508	797.380.166	789.218.748	801.341.820
Patrimonio	289.259.385	325.802.340	368.832.713	412.291.436	423.100.939
Total pasivos y patrimonio	1.071.762.663	1.125.038.848	1.166.212.879	1.201.510.184	1.224.442.759

¹ Clasificación anterior: Categoría A.

² Abril 2019.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Ruta del Maipo Sociedad Concesionaria S.A. (Ruta del Maipo) tiene a su cargo la concesión vial denominada "Concesión Internacional Ruta 5 Tramo Santiago Talca y Acceso Sur a Santiago", con una longitud de aproximadamente 237 kilómetros, que comprenden 190 km. de la Ruta 5 Sur, el Acceso Sur a Santiago y el *By Pass* Rancagua.

Ruta del Maipo, durante 2018, tuvo ingresos³ por actividades ordinarias por \$ 45.475 millones, en tanto los ingresos por tráfico ascendieron a \$ 128.714 millones. El EBITDA⁴ del período alcanzó \$ 104.289 millones, finalizando con una deuda financiera de \$ 691.389 millones.

La clasificación de riesgo de los bonos cambia desde "Categoría A" a "Categoría A+" en atención al continuo aumento en el nivel de flujo vehicular, lo cual repercute favorablemente en la generación de excedente de la compañía, creciendo en promedio un 4,1% anual en los últimos cuatro años.

La clasificación de los títulos de deuda de la sociedad en "Categoría A+" se fundamenta, principalmente, en la existencia de mecanismos legales que acotan una eventual caída en los flujos de caja del emisor. En este contexto, se destacan los Ingresos Mínimos Garantizados por el MOP (IMG) y el Mecanismo de Distribución de Ingresos (MDI), medidas que mitigan el riesgo de tráfico de la concesión. Asimismo, se reconoce el hecho que el conductor local se ha habituado al pago de peaje, que la autopista es parte de un eje fundamental en la estructura de transporte del país (Ruta 5) y que la autopista ha demostrado tener flujo de vehículos creciente.

Junto con lo anterior, la clasificación también se sustenta en las características propias de la concesión y en las características de la estructura financiera de los bonos.

El mecanismo de distribución de ingresos de la concesión le permite a la compañía subir las tarifas y así poder enfrentar posibles períodos con menor flujo vehicular a lo esperado. En esta línea, la concesionaria tiene la opción de incrementar las tarifas hasta en un 5% anual (acumulables durante el período de la concesión) en caso de que los tráficos no hayan crecido en el mismo porcentaje anterior. Cabe señalar, que dicha alza no puede superar el 25% durante el plazo original de la concesión, pero si la extensión del plazo original supera los 100 meses se podría aumentar en un 25% adicional.

³ De acuerdo a IFRS, la contabilidad de las Concesiones de Infraestructura Pública se debe reconocer según lo establecido por el Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera N° 12 ("CINIIF-12" o "IFRIC-12" en inglés), Acuerdos de Concesión de Servicios.

De acuerdo a ello, la sociedad reconoce el derecho de concesión como un Activo Financiero, que corresponde a una cuenta por cobrar por los servicios de Construcción y Operación y Mantenimiento que entrega la sociedad a su mandante (Ministerio de Obras Públicas, MOP). Esta cuenta por cobrar se compensa con los pagos que realiza el MOP a la sociedad directamente o por medio de los cobros de peajes u otros ingresos garantizados.

Por ende, el Estado de Resultados refleja el ingreso financiero que genera este Activo Financiero y el margen de construcción y operación y mantenimiento que corresponda a los servicios prestados por la sociedad al MOP como ingreso del período. La recaudación de peajes, los derechos de acceso y el permiso de sobrepeso no son reconocidos como "Ingresos de Explotación", sino que rebajan al activo financiero.

⁴ Calculado por **Humphreys** como Ingresos por tráfico menos Otros gastos, por naturaleza más Costos de construcción menos Gastos por beneficios a los empleados.

En forma complementaria, la clasificación considera los términos de la estructura de financiamiento, la que condiciona los retiros de los socios al cumplimiento de ciertos indicadores que favorecen la liquidez de la sociedad. Al 31 de marzo la sociedad mantenía \$ 88.152 millones en efectivo y equivalente de efectivo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Importancia de la ruta para la conexión entre Santiago y el sur del país.
- Términos de la estructura de financiamiento que favorecen la liquidez de la sociedad.

Fortalezas complementarias

- Mecanismos que acotan una eventual caída en los flujos (IMG y MDI), con un marco regulatorio estable.
- Habitación de los automovilistas al pago de peajes, teniendo una ruta con varios años de maduración.

Riesgos considerados

- Perfil de la deuda ajustado en relación a los flujos estimados.

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 la que pertenece o en la economía.

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

Hechos recientes

Resultados enero-diciembre 2018

Durante el año 2018, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 128.714 millones, presentando un aumento nominal de 6,3% respecto al año 2017. Cabe señalar, que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 45.475 millones (un 45,3% mayor respecto al año 2017). En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 38.257 millones, equivalente a un aumento nominal de 47% respecto a 2017.

La ganancia ascendió a \$ 42.969 millones, lo que implica una disminución de 4,7% (al cierre de 2017 esta cifra ascendió a \$ 45.093 millones).

Resultados enero-marzo 2019

Durante el primer trimestre de 2019, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 36.921 millones, presentando un aumento nominal de 4,6% respecto igual período de 2018. Cabe señalar, que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 10.459 millones (un 39% mayor respecto al primer trimestre de 2018). En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 8.656 millones, equivalente a un aumento nominal de 40,9% respecto a igual período de 2018.

La ganancia ascendió a \$ 10.807 millones, lo que implica un aumento de 13% (al cierre a marzo de 2018 esta cifra ascendió a \$ 9.565 millones).

Antecedentes generales

Características de la concesión

La concesión vial "Concesión Internacional Ruta Tramo Santiago Talca y Acceso Sur a Santiago" (**Ruta del Maipo**) tiene una longitud aproximada de 237 kilómetros, que comprende 190 kilómetros de la Ruta 5 Sur, 46 kilómetros del acceso Sur a Santiago y del *By Pass* Rancagua.

Actualmente, no existe una ruta alternativa (que sustituya) para la **Ruta del Maipo**, situándose en una zona de influencia en torno al 50% de la población nacional.

El plazo de la concesión era inicialmente por un período de 300 meses (25 años) contado desde el 12 de septiembre de 1999. Sin embargo, a partir de la firma del convenio complementario N° 4, la concesión pasó a tener un plazo de término variable y finalizará cuando el valor presente de los ingresos (netos de costos en la extensión del plazo descontados al 9,5% real) alcancen el Ingreso Total Garantizado de UF 30,4 millones (al cierre del 2018 el valor presente de los ingresos es UF 21,8 millones aproximadamente).

La operatividad del sistema abarca toda la zona de concesión y cuenta con un sistema de cobro de peajes adoptado por derecho de paso, compuesto por tres plazas de peajes troncales y 39 plazas de peajes laterales.

Las tarifas se reajustan el 1° de enero de cada año, según la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC). En virtud del Convenio Complementario N° 4 (MDI) también se pueden realizar alzas de tarifas anuales de hasta 5% en escenarios de bajo crecimiento de tráfico con un tope de 25% hasta el plazo original de concesión más 100 meses, según el mecanismo establecido en dicho convenio. Cabe destacar que, debido a los buenos niveles de crecimiento de tráfico que se han presentado durante la concesión, nunca se ha presentado la necesidad de utilizar dicha alza en las tarifas.

Si el período de extensión de la concesión supera los 100 meses, existe la opción de incrementar un 25% adicional. Junto con lo anterior, la concesionaria también podrá realizar alzas de tarifas por premio de seguridad vial de hasta 5%, esto en virtud de la disminución anual de accidentes y fallecidos. Desde el año

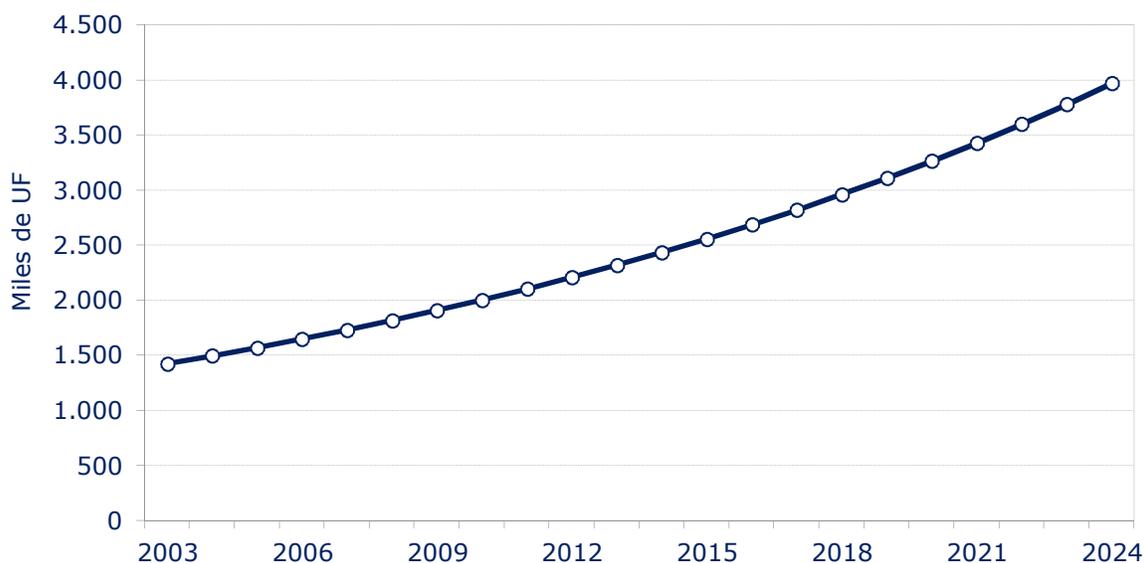
2010, las gestiones de la concesionaria le han permitido ganar el máximo incremento aplicable (5%). No obstante, es importante tener en cuenta que este es un incremento real, pero no computa dentro de MDI.

Ingresos mínimos garantizados

El mecanismo de ingresos mínimos garantizados consiste en que el Estado de Chile garantiza un monto mínimo de ingresos por peajes —medido en base anual— a la concesionaria hasta el año 2024. El monto a pagar es la diferencia entre los ingresos reales por tráfico de la concesionaria y el ingreso mínimo establecido en las bases de la licitación.

Cabe destacar, que a la fecha y dado el nivel de tráfico que ha presentado la autopista, no se han producido los eventos necesarios para generar la aplicación del mecanismo de ingresos mínimos garantizados.

Ilustración 1
Ingresos mínimos garantizados de Ruta del Maipo



Mecanismos de distribución de ingresos

Este mecanismo transforma el período de la concesión desde un plazo fijo a uno variable en función de un monto de Ingresos Totales Garantizados (ITG), lo que implica que el plazo de la concesión termina cuando se alcanza el monto garantizado. La existencia de este mecanismo mitiga el riesgo de tráfico de la concesión, ya que asegura un monto total de ingresos mediante la extensión del plazo original (el plazo de la concesión originalmente pactado era hasta septiembre de 2024 y actualmente el plazo estimado es hasta Junio de 2031).

Además, este mecanismo permite subir tarifas para enfrentar períodos de menores flujos, según lo estipulado en los antecedentes de la concesión.

Convenios complementarios

Convenio complementario N° 1

Con fecha 22 de junio de 1999, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, donde se anticipan las fechas y plazos de inicio del sector San Fernando—Talca.

Convenio complementario N° 2

Con fecha 6 de octubre de 2000, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, que estableció nuevos proyectos y fechas de cumplimiento de las obras correspondientes al acceso sur a Santiago y el *By Pass* Rancagua. El 18 de diciembre de 2000, se modificó el contrato de concesión y se estableció un mecanismo de cobertura cambiaria a favor de la concesionaria para el pago de su deuda en dólares a cambio de obras adicionales. El 19 de mayo de 2005, la concesionaria puso término al mecanismo de cobertura cambiaria con el MOP y realizó la contratación de una cobertura cambiaria que elimina todo el riesgo para la deuda en moneda extranjera durante su vigencia.

Convenio complementario N° 3

Con fecha 29 de junio de 2001, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, en el cual se establece la anticipación de la habilitación parcial de las obras del sector Tramo San Fernando—Talca.

Convenio complementario N° 4 (MDI)

Con fecha 8 de julio de 2003, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, el que asegura un total de entradas a lo largo de la vida de la concesión, convirtiendo su régimen de fijo a variable.

Convenio complementario N° 5

Con fecha 2 de septiembre de 2004, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, que regula la forma de pago a la concesionaria por la indemnización dictaminada por la comisión arbitral por el retraso en la apertura de peajes.

El fallo consideró:

1. Contabilizar en la cuenta MDI (Mecanismo de Distribución de Ingresos) la suma de UF 76.402,44 por el retraso en la apertura de peajes laterales.
2. Contabilizar en la cuenta MDI el importe de UF 2.384,23 por el retraso en la puesta en servicio en el cobro de tarifa de la Plaza de peajes del Acceso Sur Rancagua.
3. Pago de parte del MOP a la Concesionaria la suma de UF 1.000,70.

Convenio complementario N° 6

Con fecha 14 de junio de 2006, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio que regula el pago por indemnización a la concesionaria en relación con los mayores costos de construcción por UF 1,6 millones y los intereses respectivos. Adicionalmente y mediante distintas resoluciones, se establecieron órdenes ejecutorias para distintas obras y extensiones en los plazos de construcción.

Convenio complementario N° 7

Con fecha primero de febrero de 2008, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio complementario, en donde la concesionaria se comprometió a la ejecución, realización y mantención de obras por UF 1,439 millones los que están siendo compensados por el MOP. Adicionalmente, se establecieron condiciones para la autorización del cobro de tarifas en la Plaza de Peajes Troncal del Acceso Sur a Santiago, a partir del 8 de abril de 2008.

Convenio Ad Referéndum N° 1

Con fecha 20 de diciembre de 2010, la Sociedad Concesionaria suscribió este convenio con el Ministerio de Obras Públicas que regula las resoluciones de los Decretos Supremos N° 105 y N°171.

Convenio Ad Referéndum N° 2

Con fecha 18 de octubre de 2010, la Sociedad Concesionaria suscribió este convenio con el Ministerio de Obras Públicas que regula las compensaciones de los Decretos Supremos N° 318, N°748, N° 948 y N° 130. Se facturó el equivalente UF 69.371 por inversiones realizadas, dicho monto ya fue pagado por el Ministerio de Obras Públicas.

Convenio Ad Referéndum N° 3

Con fecha 8 de noviembre de 2010, la Sociedad Concesionaria suscribió este convenio con el Ministerio de Obras Públicas que regula la resolución del Decreto Supremo N° 187.

Convenio Ad Referéndum N° 4

Con fecha 23 de febrero de 2013 fue aprobado el Convenio Ad Referéndum N° 4 sobre el Sistema de Telepeaje Interoperable.

Convenio Ad Referéndum N° 5

Desde diciembre de 2013 se encuentra en ejecución este convenio, el cual incluye el desarrollo de terceras pistas en el tramo II (desde el enlace del acceso sur hasta el enlace de Pirque), el cambio de la plaza de peaje de Angostura (2 kilómetros al norte de la actual) y la instalación de cierres antivandálicos en el lugar. El MOP reembolsará el costo de las obras a través de resoluciones mensuales, según el estado de avance de éstas⁵. El valor de la inversión alcanza UF 2,3 millones.

⁵ Los costos se actualizarán a una tasa del 5,3% real anual.

Convenio Ad Referéndum N° 6

Con fecha 11 de octubre de 2014, fue aprobado el Convenio Ad Referéndum N° 6, que contempla las "Obligaciones del Titular del Proyecto Acceso Sur a Santiago por Impactos Ambientales" y establece su forma de pago.

Convenio Ad Referéndum N° 7

La Sociedad Concesionaria firmó con fecha 15 de diciembre de 2017, el Convenio Ad Referéndum N°7 en donde se considera la ejecución, conservación, mantención, operación y explotación de obras como Terceras Pistas Ruta 5 Sur, tramo III, km 58.00 al km 70.00, VI Región, Obras Parque La Serena, PID Acceso Provisorio El Recurso, entre otros. Estas obras representan una inversión por MM UF 5,2 y que se ejecutarán entre el año 2017 y 2024.

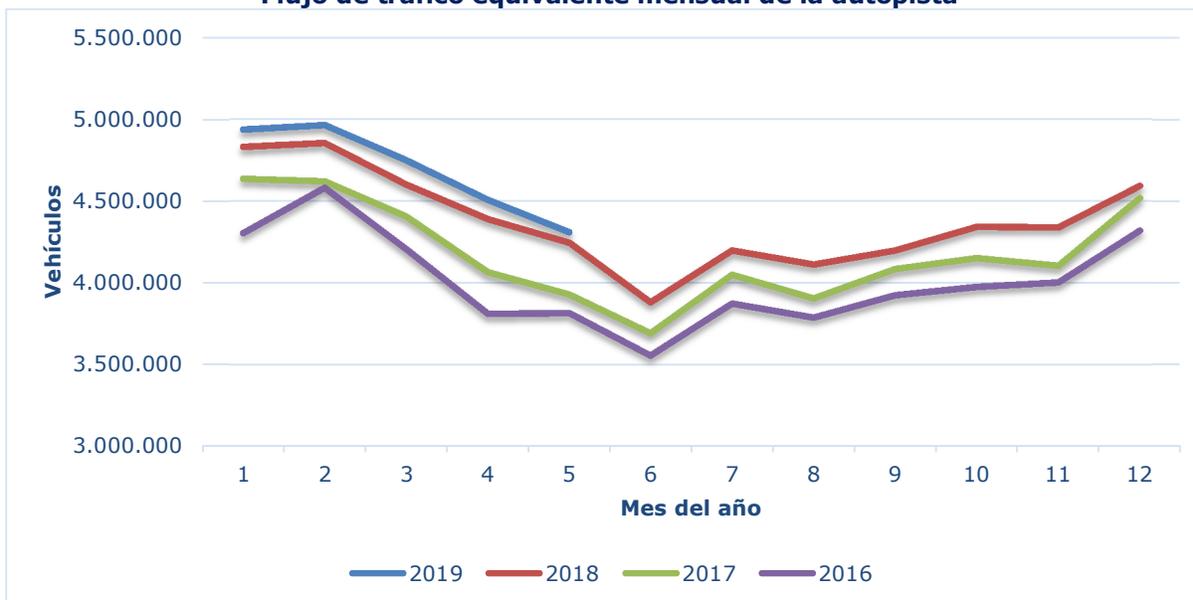
Convenio Ad Referéndum N° 8

Con fecha 21 de diciembre de 2018, la Sociedad Concesionaria firmó este convenio con el Ministerio de Obras Públicas, que sienta las bases para la implementación del sistema *free flow* en el peaje nueva angostura. Este convenio representa una inversión de UF 524.000 a ejecutarse durante el año 2019.

Características del flujo vehicular

En sus años de operación, la autopista ha aumentado constantemente el nivel de tráfico que posee en su traza, mostrando en todos los ejercicios un crecimiento respecto del mismo mes del período anterior y creciendo en promedio un 4,1% anual en los últimos cuatro años.

Ilustración 2
Flujo de tráfico equivalente mensual de la autopista



Patrocinadores

ISA S.A. E.S.P. es una organización de origen colombiano, constituida en 1967, con negocios en las siguientes áreas: Transporte de energía eléctrica, Concesiones viales, Tecnologías de información y telecomunicaciones y Gestión de sistemas de tiempo real. A diciembre de 2018, el Grupo ISA tenía activos por US\$ 5.575 millones.

Análisis financiero

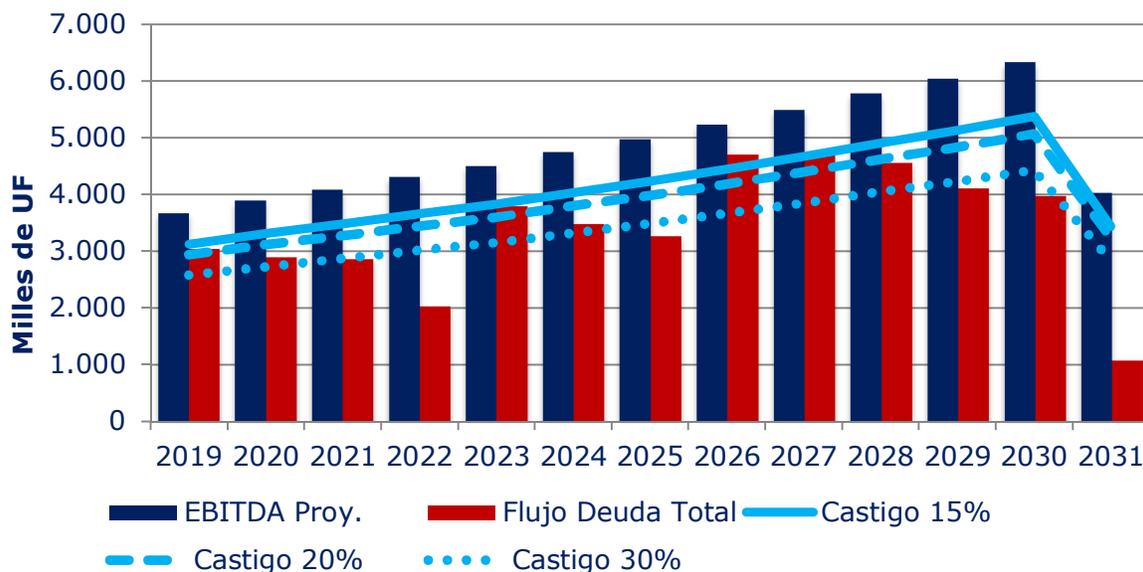
Proyecciones de EBITDA y pago de bonos⁶

Como se observa en la Ilustración 3, y de acuerdo con las estimaciones efectuadas por **Humphreys**, el EBITDA proyectado para la sociedad concesionaria alcanza una holgura acotada para cubrir el pago de su deuda en los periodos futuros más próximos (sin embargo, estos años, por el hecho de ser más próximos, presentan menor riesgo de desviación de las estimaciones). El menor excedente se refleja al momento de sensibilizar los flujos en un 15%, donde la empresa presentaría déficits el periodo 2026, pero con adecuados superávits los dos años inmediatamente anteriores (sensibilizaciones efectuadas por la clasificadora).

Cabe destacar, que según las mismas proyecciones, se prevé un mayor nivel de excedentes para la empresa en los años 2022, 2025 y 2031, registrándose la mayor holgura durante el año 2022 y 2031.

⁶ Considera las características de los bonos series C, D y E.

Ilustración 3
Proyección EBITDA y deuda

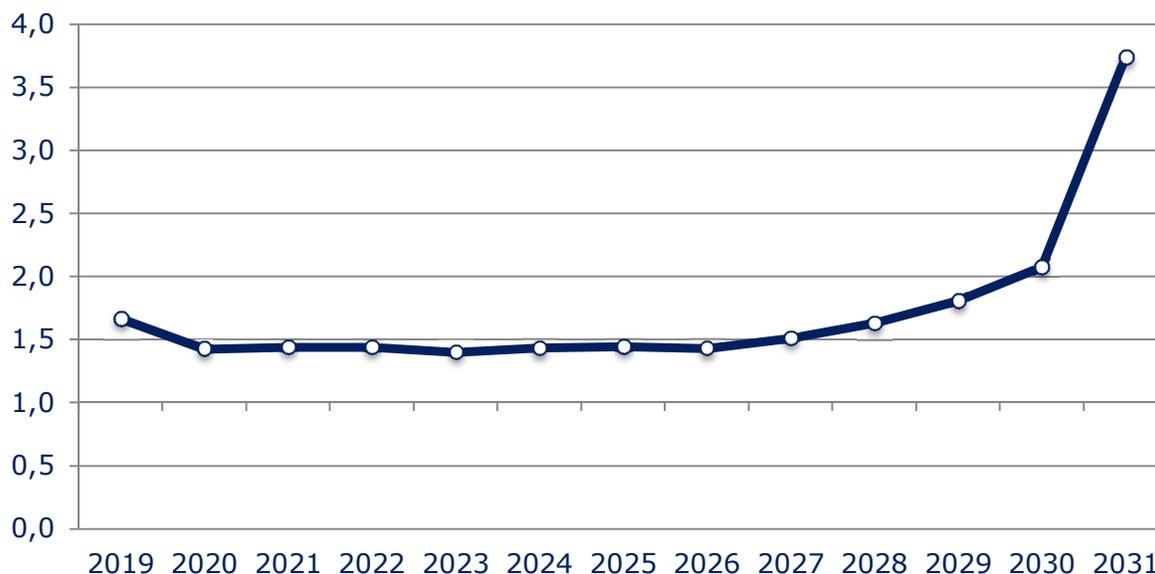


Índice de cobertura global (ICG)

El indicador de cobertura global es calculado con el valor presente del EBITDA proyectado, descontado a la tasa promedio de la deuda, sobre el saldo insoluto de la deuda financiera de la sociedad concesionaria. Así, se presume que si el indicador muestra una relación mayor a uno, los flujos de caja de la concesión, sin considerar pago a los accionistas, son suficientes en relación con el monto de la deuda (y suponiendo calce de flujos).

En el caso de **Ruta del Maipo**, el indicador se mantiene sobre uno durante el periodo analizado. La proyección de este indicador se puede observar en la Ilustración 4.

Ilustración 4
Índice de Cobertura Global proyectada

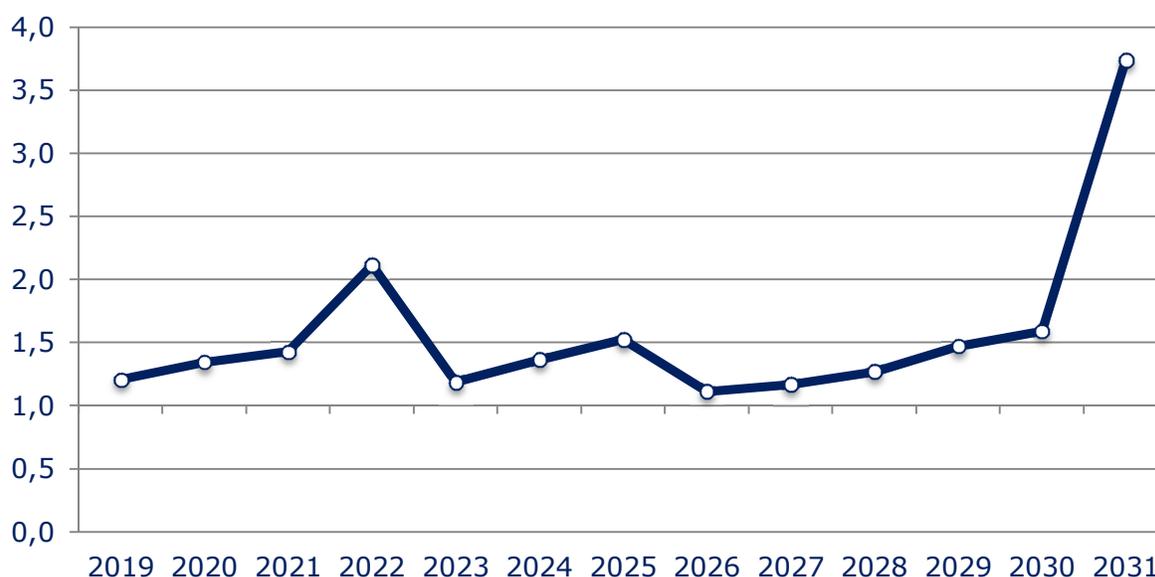


Razón de cobertura de servicio de la deuda (RCSD)

Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda (RCSD) 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 5 y en él se observa un posicionamiento sobre uno para todo el periodo analizado.

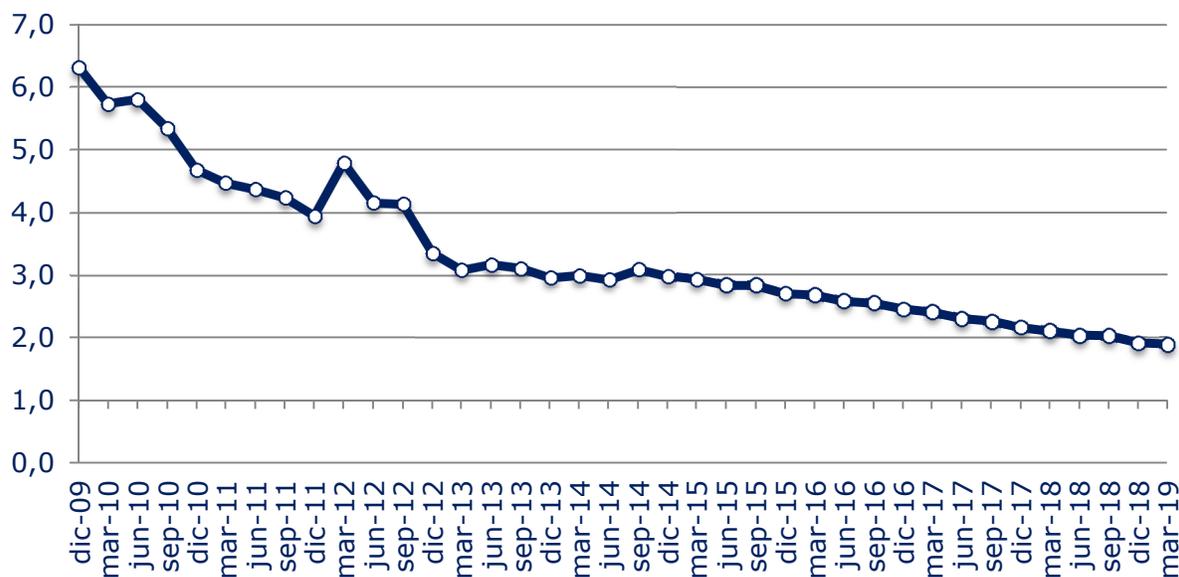
Ilustración 5
Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda proyectado



Endeudamiento

El índice de endeudamiento de la sociedad, que se presenta en la *Ilustración 6*, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha ido disminuyendo con el transcurso del tiempo, pasando de índices sobre las 6 veces durante el año 2009 a 1,9 veces en marzo de 2019. Esto obedece principalmente a un fortalecimiento en el nivel patrimonial en base a las ganancias acumuladas, más la disminución del saldo insoluto de los bonos.

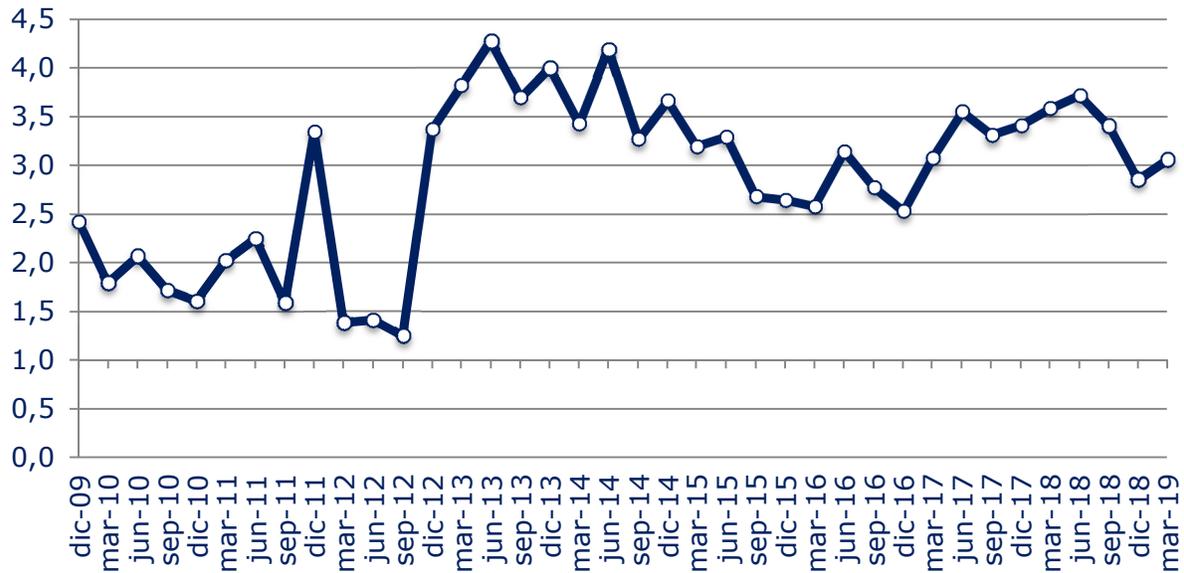
Ilustración 6
Endeudamiento (Pasivo exigible / Patrimonio)



Liquidez

La razón de liquidez, medida como la relación entre activos y pasivos corrientes, se ha mantenido en niveles superiores a una vez, tal como se puede observar en la *Ilustración 7*, pero con un comportamiento volátil en el tiempo. El nivel más elevado alcanzó 4,3 veces (junio 2013), llegando a tres veces en el último período (marzo 2019).

Ilustración 7
Razón de 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."