



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Ruta del Maule Sociedad Concesionaria S.A.

Octubre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	30 de junio 2011

Características Bonos Colocados en Chile

Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (MUF) ¹	Fecha Vencimiento
1ª emisión	B1-B2	5.650.500	2,75	Semestral	4.516	15-06-2019
2ª emisión	C1-C2	1.124.500	3,50	Semestral	1.124	15-12-2021

Inscripción de la Línea de Bonos en el Registro de Valores N° 417 con fecha 13 de junio de 2005.

Estado de Resultados Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso Operacional	22.531.477	24.661.618	27.396.216	30.842.759	32.005.410
Costo Explotación	-16.817.628	-18.335.896	-21.041.988	-23.736.307	-24.461.163
Gasto Admin. y Venta	-811.307	-811.473	-756.681	-897.012	-854.258
Resultado Operacional	4.902.542	5.514.249	5.597.547	6.209.440	6.689.989
EBITDA	8.419.384	9.538.897	10.376.883	11.696.458	12.334.007
Utilidad Neta	1.652.036	4.921.531	1.965.811	1.997.448	3.059.611

¹ Septiembre de 2011, fuente SVS

Balance General Individual					
Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	64.524.738	47.460.524	19.156.293	16.810.048	14.426.431
Activo Fijo	106.791.078	108.830.149	112.268.870	119.827.442	115.254.273
Otros Activos	37.083.391	39.682.261	44.091.300	48.949.171	48.109.221
Total Activos	208.399.207	195.972.934	175.516.463	185.586.661	177.789.925
Pasivo Circulante	21.931.020	32.235.010	8.154.118	9.302.340	7.622.420
Pasivo Largo Plazo	148.566.613	128.767.890	130.048.724	133.652.340	125.456.448
Patrimonio	37.901.574	34.970.034	37.313.621	42.631.981	44.711.057
Total Pasivos	208.399.207	195.972.934	175.516.463	185.586.661	177.789.925

Balance General Individual	Jun-11	Dic-10
Cifras en Miles de \$		
Activos Corrientes	25.182.686	15.540.097
Activos No Corrientes	299.245.636	305.162.827
Total de Activos	324.428.322	320.702.924
Total de Pasivo	270.926.393	270.065.901
Pasivos Corrientes	33.135.441	28.107.868
Pasivos No Corrientes	237.790.952	241.958.033
Patrimonio Neto Total	53.501.929	50.637.023
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	324.428.322	320.702.924

Estado de Resultados Individual	Jun-11	Jun-10
Cifras en Miles de \$		
Total Ingresos Por Actividades Ordinarias	5.200.476	4.618.152
Gastos por beneficios a los empleados	-339.013	-341.506
Otros gastos, por naturaleza	-4.398.445	-3.821.196
Ingresos financieros	13.466.229	15.406.827
Costos financieros	.11.122.602	-12.647.796
Ganancia (pérdida)	2.664.906	2.925.072

Opinión

Fundamento de la clasificación

Ruta del Maule Sociedad Concesionaria S.A. (Ruta del Maule) 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 193,31 kilómetros y se encuentra emplazada entre las localidades de Camarico y Rucapequén, abarcando la VII y VIII regiones 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 **Ruta del Maule** 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 2015 y opera con el Mecanismo de Distribución de Ingresos (MDI), lo cual permite extender el plazo de la 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.

La clasificación también considera los términos de la estructura de financiamiento, ya que favorece la liquidez de la sociedad. Es así como a junio de 2011 la concesionaria presentaba activos líquidos por un monto cercano a UF 1.100.000. Además la sociedad concesionaria cuenta con una línea de liquidez de UF 2,1 millones con el Banco Itau, hasta el año 2015.

La tendencia de la clasificación se estima “*Estable*”, ya que se presenta una alta probabilidad de no presentar variaciones a futuro, producto de la estabilidad que presentan sus flujos y sus niveles de deuda.

Definición de Categorías 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 2011

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2011 la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 20.207 millones, presentando un aumento de 38.2% respecto a 2010, año cuyo tráfico se vio afectado por el efecto del terremoto ocurrido en febrero de dicho ejercicio. Cabe señalar que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 5.200 millones (un 12,6% mayor respecto al mismo semestre del año anterior). En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 4.398 millones, lo que significó un aumento de 15,10% respecto a aquellos meses del 2010, producido principalmente por menos costos de construcción.

La ganancia ascendió a \$ 2.864 millones, implicando una disminución de 2,05% (a junio de 2010 esta cifra ascendió a \$ 2.925 millones), producto de menores reconocimientos de ingresos de la cuenta por cobrar producto de IFRIC12.

En septiembre de 2010 Cintra Infraestructuras S.A.U., como parte vendedora, e Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA), como parte compradora, suscribieron un acuerdo por la venta del 60% de la participación en la propiedad de Cintra Chile, sociedad controladora de **Talca Chillán**. Adicionalmente el comprador tiene una opción de compra -y Cintra Infraestructuras S.A.U. una de opción de venta- por el 40% restante de la propiedad, la cual puede ser ejercida hasta los dos años siguientes de hecha efectiva la primera transacción.

Antecedentes Generales

Características de la Concesión

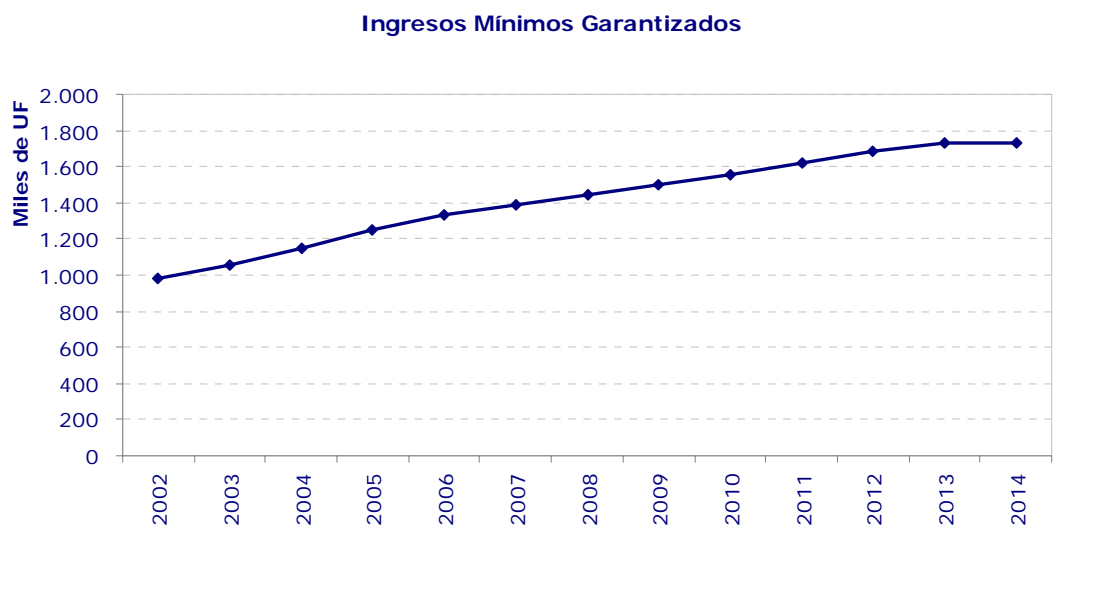
La concesión vial, denominada Ruta del Maule, incluye una autopista interurbana emplazada entre las localidades de Camarico y Rucapequén, abarcando la VII y VIII regiones del país. La operación del tramo consiste en la ejecución, conservación y explotación de una vía de doble calzada que se extiende entre los kilómetros 219,4 y 412,8 de la Ruta 5 Sur, en una longitud de 193,31 kms. En su zona de influencia los sectores determinantes en la generación del Producto Regional Bruto son el agropecuario-silvícola, industria manufacturera y comercio.

La construcción de la vía concesionada amplió su capacidad 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 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 se extendió hasta abril de 2015. Sin embargo, con la suscripción del Convenio Complementario N° 5 (MDI), la duración de la concesión pasó a ser variable teniendo como fecha de término el momento en 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 a la concesionaria un monto mínimo de ingresos –medidos en base anual– para todo el período inicialmente acordado para la concesión (hasta 2015). El mecanismo se activa -es decir, el Estado debe pagar a la concesionaria- cada vez que los ingresos por peajes anuales (en unidades de fomento) sean inferiores a un monto previamente fijado. 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 la duración de la concesión desde un plazo fijo a uno 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.

La existencia de este mecanismo mitiga el riesgo de tráfico después de 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, 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; con todo, el total de incremento 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, existe la opción de incrementar las tarifas 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 (MOP) suscribieron este convenio, mediante el cual se estipulan, entre otras, 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 que 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 MOP suscribieron este convenio, motivado en razón de diversos hechos y circunstancias sobrevivientes a la celebración del contrato de concesión, que llevaron a una pérdida de los equilibrios económicos y financieros contractuales, tales como la suspensión operada respecto del funcionamiento de las plazas de peajes en accesos, mayores exigencias y servicios formulados por el MOP y la necesidad de realizar nuevas inversiones en obras.

Convenio Complementario N° 4

Con fecha 10 de octubre de 2001 la sociedad concesionaria y el MOP suscribieron este convenio, el que 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 MOP suscribieron este convenio, el que 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 de que la sociedad concesionaria realice inversiones por un monto máximo de UF 961.027.

Patrocinadores

Ruta del Maule es controlada por Grupo ISA a través de ISA inversiones Chile Ltda. con un 60% de la propiedad. El otro 40% está en manos de Cintra Infraestructuras S.A. A continuación se muestra la distribución de la sociedad a junio de 2011:

Accionistas	Porcentaje
Ruta del Maule Sociedad Concesionaria S.A.	Propiedad
Cintra Chile Ltda.	99,9%
Cintra Inversiones y Asesorías Ltda	0,0001%

Cintra Infraestructuras S.A.

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

Grupo Ferrovial cuenta con una trayectoria cercana a 40 años siendo, a través de su filial Cintra, uno de los principales promotores privados de infraestructura de transporte en el mundo (43 países). La empresa registró ventas netas durante 2009 por aproximadamente 750 millones de euros por concepto de administración de autopistas de peaje (España, Portugal, Irlanda, Italia, Grecia, Chile, Canadá y Estados Unidos), gestión de aeropuertos (Australia, Reino Unido, Italia, Estados Unidos, Hungría y Chile) y promoción y explotación de estacionamientos (principalmente en España).

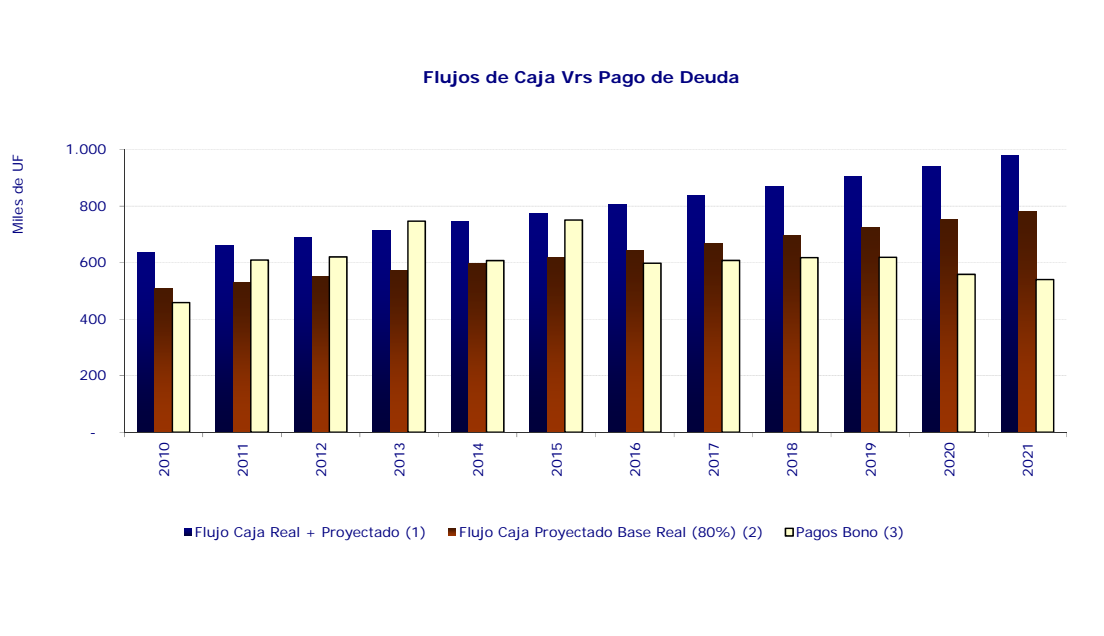
ISA

Isa es una empresa de origen colombiano, constituida en 1967, con negocios en las siguientes áreas: transporte de energía eléctrica, operación y administración de mercados energéticos, transporte de telecomunicaciones, construcción de proyectos de infraestructura y concesiones viales. Al año 2009, ISA tenía activos que superaban los US\$ 8.3 billones e ingresos por US\$ 1.6 billones.

Análisis Financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

El siguiente gráfico muestra las proyecciones del EBITDA de la concesionaria y de los flujos de pagos del bono. Además se incluye un *stress* del 20% para el EBITDA, el que forma parte de algunas de las sensibilizaciones realizadas por **Humphreys** al analizar los flujos. Es importante señalar que **Ruta del Maule** mantiene recursos líquidos en balance para el pago de sus pasivos los cuales son más que suficientes para cubrir periodos puntuales de menor holgura de caja para el pago de sus obligaciones (según las estimaciones extraídas del modelo base). A la fecha mantiene activos líquidos por aproximadamente UF 1.100.000. En el siguiente gráfico se muestra la relación entre el EBITDA proyectado para cada periodo (según el modelo utilizado por la clasificadora) y el pago del cupón de los bonos (medido en UF).



(1) EBITDA proyectado por **Humphreys** usando como base la información histórica a diciembre de 2010.

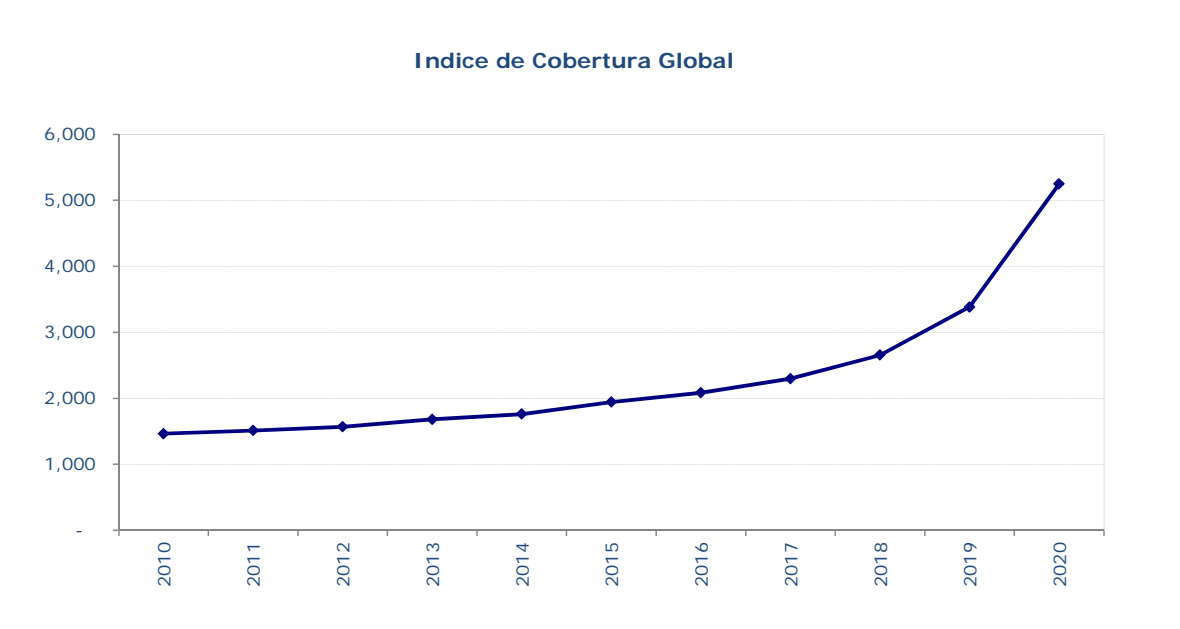
(2) EBITDA proyectado por **Humphreys** castigado en un 20%.

(3) Pago de los bonos.

Índice de Cobertura Global

El indicador de cobertura global es calculado como el cociente entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de los mismos, y el saldo insoluto de la deuda financiera de la concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a 1, entonces se presume que, bajo las condiciones normales previstas, la compañía no debiera presentar problemas para dar cumplimiento al pago de sus pasivos financieros.

En el caso de **Ruta del Maule**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre 1, y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda en el transcurso de los años. La evolución y proyección del indicador de cobertura global² se muestra a continuación:

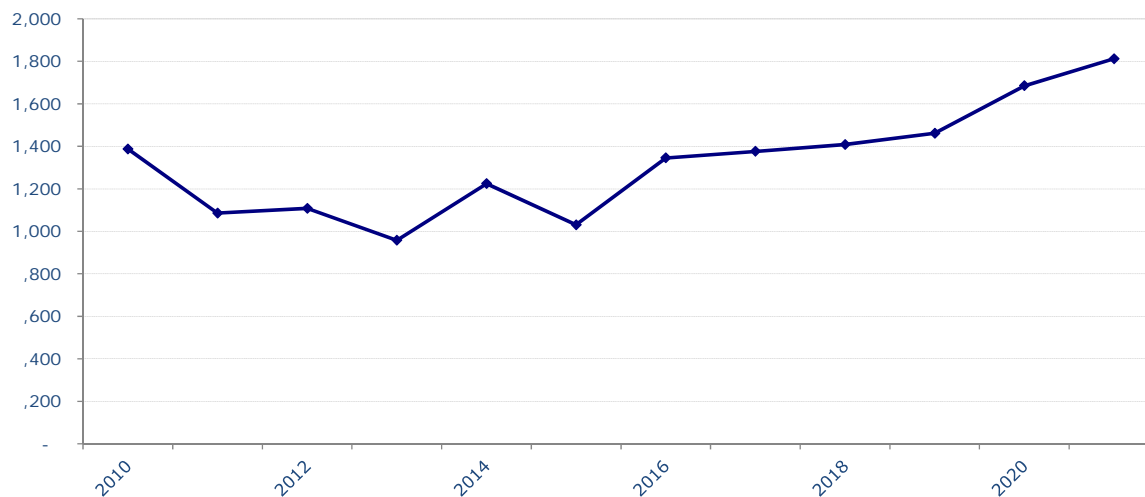


Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda³ (RCSD), muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado. La evolución y proyección de este indicador se muestra en el gráfico que sigue:

² 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**.

³ Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

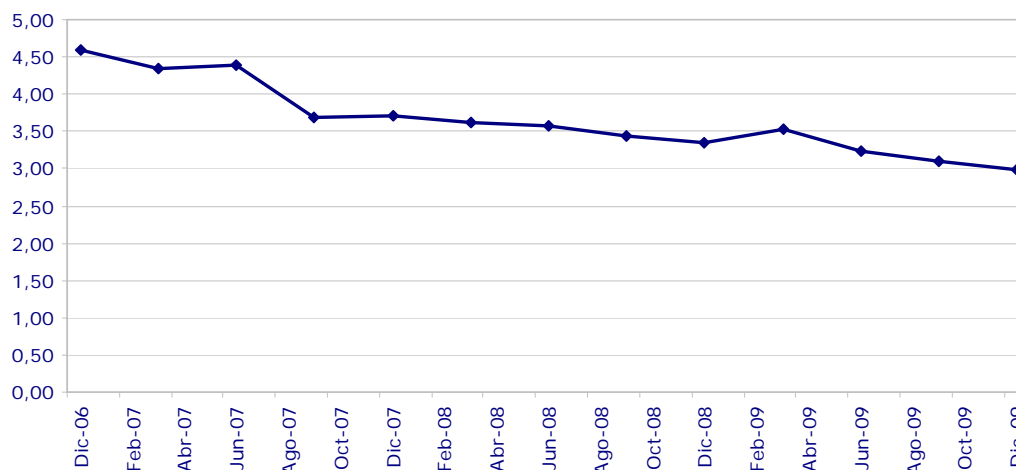
Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda



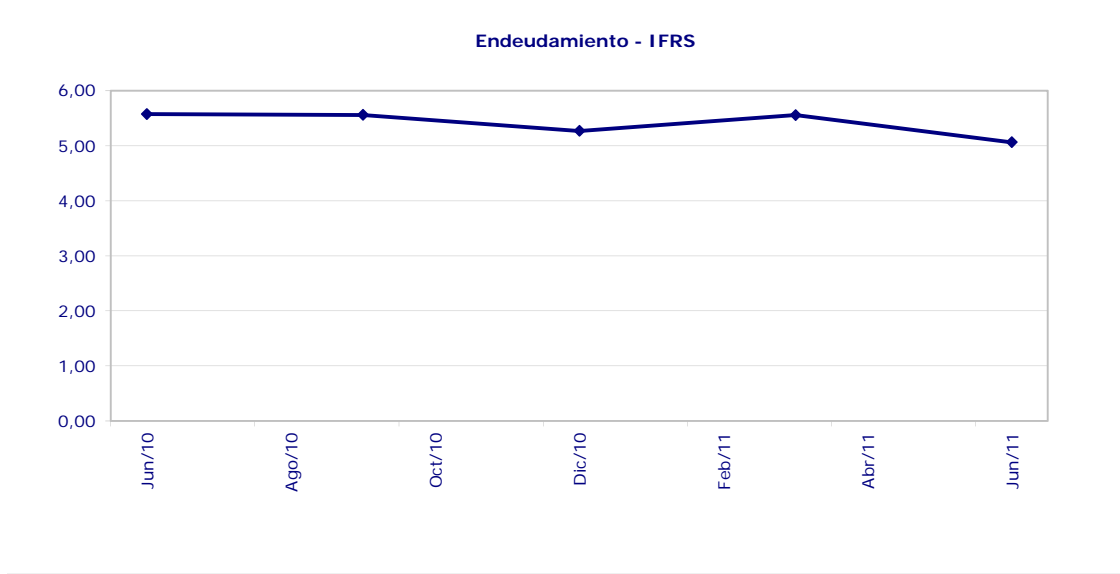
Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, presenta una baja sostenida desde junio de 2006, provocada principalmente por las utilidades que retiene la sociedad concesionaria producto de la operación, además de la disminución de la deuda financiera por el pago del capital de los bonos emitidos. Lo anterior puede verse en el siguiente gráfico:

Pasivo Exigible / Patrimonio



Bajo la norma IFRS el indicador de endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, se ve aumentado por el aumento en las obligaciones de largo plazo en donde, producto de la aplicación de las NIIF, se reconoce en el activo y pasivo el valor razonable de los pagos futuros por concepto de infraestructura preexistente, utilizando la misma tasa determinada para valorizar el Activo Financiero bajo IFRIC 12.



“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”