



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Talca Chillán Sociedad Concesionaria S.A.

Octubre 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

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 2010

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	A1-A2	5.650.500	2,75	Semestral	4.880	15-06-2019
2ª emisión	B1-B2	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 \$ de Jun-10	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso Operacional	10.589.629	12.155.615	12.431.222	13.196.580	13.724.751
Costo Explotación	-4.491.980	-4.642.962	-4.433.244	-5.151.683	-5.350.602
Gasto Admin. y Venta	-450.480	-448.499	-443.998	-460.909	-440.451
Resultado Operacional	5.647.168	7.064.154	7.553.979	7.583.988	7.933.699
EBITDA	7.583.825	9.157.769	9.344.897	9.749.584	10.153.474
Utilidad Neta	501.549	2.137.695	1.473.072	1.588.438	1.974.155

¹ Septiembre de 2010

Balance General Individual					
Cifras en Miles de \$ de Jun-10	2005	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	15.865.237	19.686.935	20.485.933	16.063.216	18.826.460
Activo Fijo	103.552.226	98.291.823	96.484.907	94.566.002	92.372.048
Otros Activos	7.264.417	7.030.066	8.351.643	8.543.022	8.454.331
Total Activos	126.681.880	125.008.824	125.322.483	119.172.240	119.652.840
Pasivo Circulante	19.108.821	29.047.232	9.729.633	8.737.134	7.713.940
Pasivo Largo Plazo	75.049.406	74.983.638	95.318.722	92.271.678	91.807.724
Patrimonio	32.523.653	20.977.954	20.274.128	18.163.429	20.131.176
Total Pasivos	126.681.880	125.008.824	125.322.483	119.172.240	119.652.840

Balance General Individual	Jun-10	Dic-09
Cifras en Miles de \$ de Mar-10		
Activos Corrientes	28.590.019	28.550.551
Activos No Corrientes	311.658.844	307.341.904
Total de Activos	340.248.863	335.892.455
Total de Pasivo	25.715.472	22.608.111
Pasivos Corrientes	25.715.472	22.608.111
Pasivos No Corrientes	288.495.201	286.632.812
Patrimonio Neto Total	51.753.662	49.259.643
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	340.248.863	335.892.455

Estado de Resultados Individual	Jun-10	Jun-09
Cifras en Miles de \$ de Mar-10		
Total Ingresos Por Actividades Ordinarias	12.148.939	10.129.300
Gastos por beneficios a los empleados	-341.506	-288.523
Otros gastos, por naturaleza	-10.667.375	-8.930.044
Ingresos financieros	6.456.206	6.233.893
Costos financieros	-4.901.134	4.919.665
Ganancia (pérdida)	2.494.019	1.663.872

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 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 **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 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 2010 la concesionaria presentaba activos líquidos por un monto cercano a UF 1.350.000.

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 2010

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2010 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 12.148 millones, lo que representa un incremento real de 19,9% respecto al mismo semestre del año anterior. En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 10.667 millones, lo que significó un aumento de 19,4% respecto a aquellos meses del 2009. A junio de 2010, los gastos por beneficios a los empleados sumaron \$ 341 millones, lo que representó un aumento real de 18,4% respecto de igual período de 2009.

Los costos financieros alcanzaron \$ 4.901 durante el primer semestre de 2010, lo cual es 0,3% menor a los costos financieros del año anterior.

La ganancia ascendió a \$ 2.494 millones, implicando un aumento real de 49,9% (a junio de 2009 esta cifra ascendió a \$ 1.663 millones).

El terremoto ocurrido el 27 de febrero del año en curso afectó la traza de la autopista en forma parcial. A la fecha de emisión del presente informe la concesionaria está operando en todas sus plazas de peaje. Los daños ocurridos, según información de la sociedad concesionaria, ascenderían a cerca de US\$ 70 millones, los que se encuentran debidamente cubiertos por seguros para la infraestructura y seguros por la paralización del servicio (lucro cesante).

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 a los dos años siguientes de hecha efectiva la primera transacción.

Antecedentes Generales

Características de la Concesión

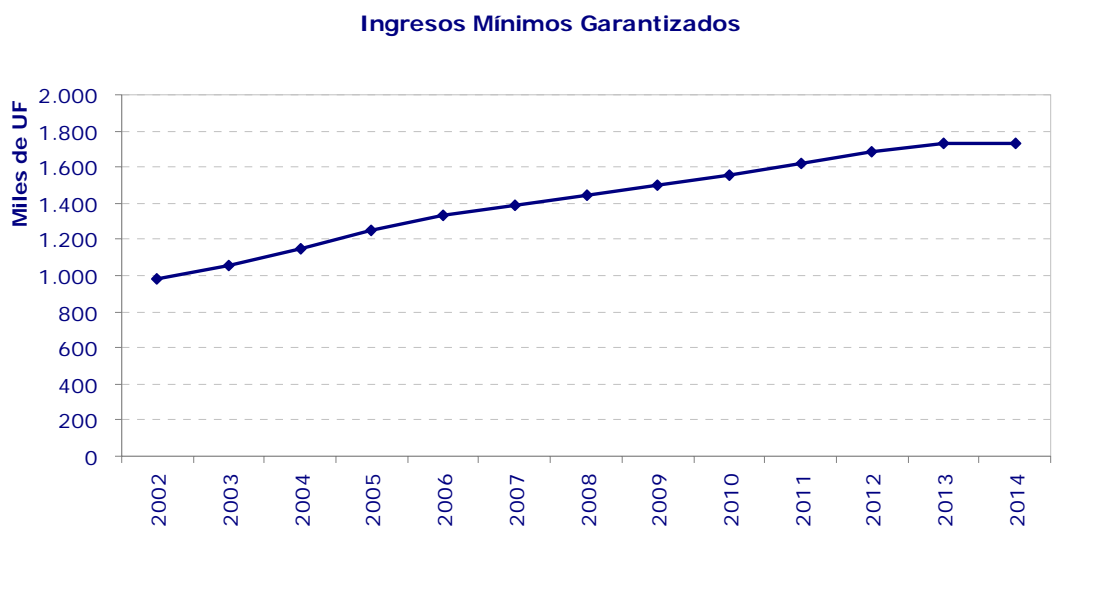
La concesión vial, denominada Ruta 5 Talca Chillán, incluye una autopista interurbana emplazada entre las localidades de Camarico y Rucapequén, abarcando la VII y VIII regiones del país. La operación del tramo consiste en la ejecución, conservación y explotación de una vía de doble calzada que se extiende 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.

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 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 a la concesionaria un monto mínimo de ingresos –medidos en base anual– para todo el período inicialmente acordado para la concesión (hasta 2014). El mecanismo se activa -es decir, el Estado debe pagar a la concesionaria- cada vez que los ingresos por peajes anuales (en UF) 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 periodos 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 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 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 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 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.

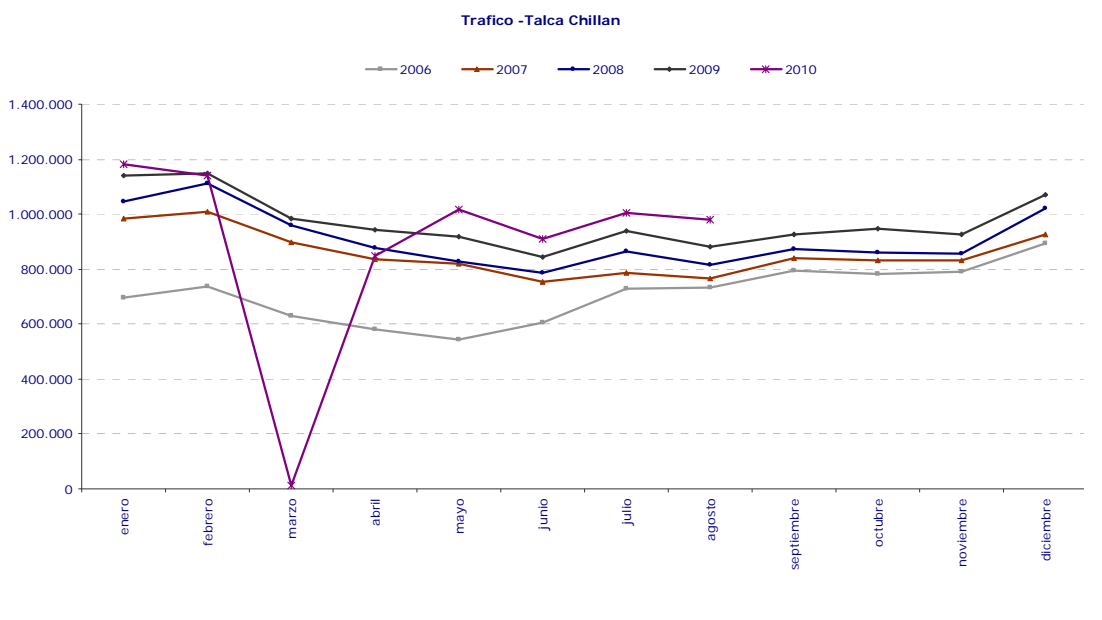
Convenio Complementario N° 5 (MDI)

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.

Características del 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 en el 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. No obstante, el tráfico total anual equivalente real, para las plazas de peaje troncales, ha tenido un comportamiento superior a lo proyectado. En los periodos de operación muestra una tendencia creciente y con marcadas estacionalidades, lo que se refleja en el siguiente gráfico:

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



Patrocinadores

Talca Chillán 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 septiembre de 2010:

Accionistas	Porcentaje Propiedad
Talca Chillán Sociedad Concesionaria S.A.	
Cintra Concesiones de transporte de Infraestructura de Chile Ltda.	99,9%
Cintra Inversiones y Asesorías Ltda	0,0001%

Cintra Infraestructuras S.A.

Cintra Chile, principal accionista de **Talca Chillan**, 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 que, a través de su filial Cintra, siendo uno de los principales promotores privados de infraestructura de transporte en el mundo (43 países). 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).

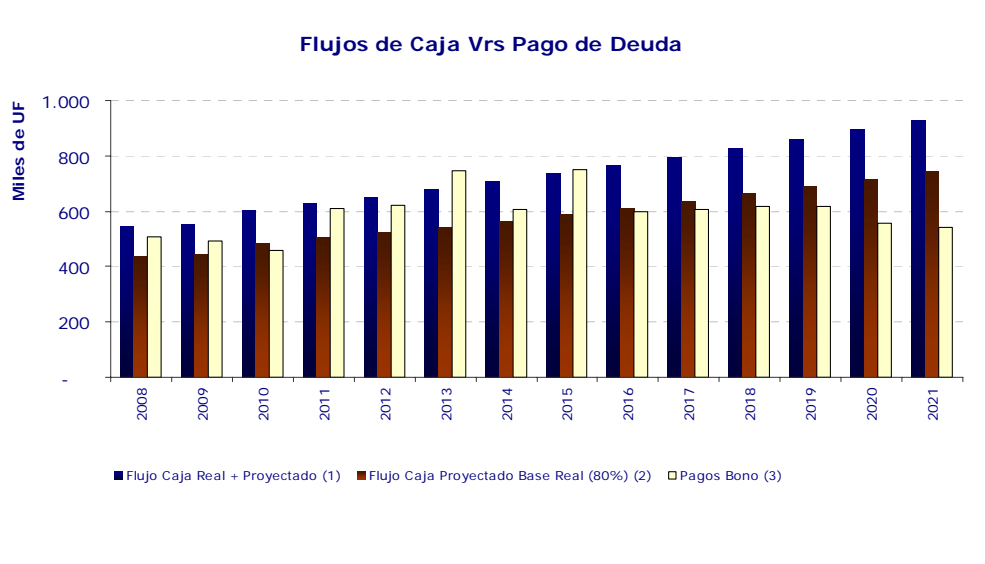
ISA

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, 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 para el EBITDA y los flujos de pagos del bonos para los siguientes periodos. 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 **Talca Chillán** 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 1350.000. 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 2009.
- (2) EBITDA proyectado por **Humphreys** castigado en un 20%.
- (3) Pago de los bonos.

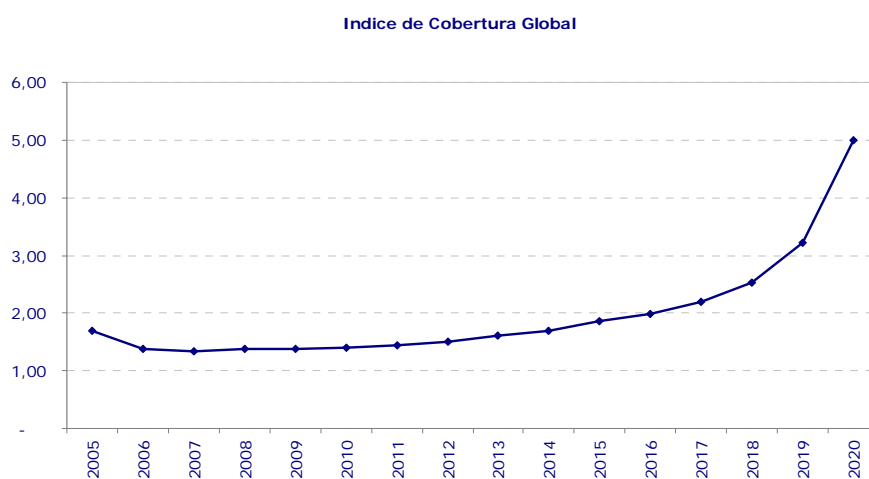
La tabla siguiente muestra la tasa promedio de los bonos a la fecha de clasificación y el valor actual del EBITDA (según el modelo utilizado por **Humphreys**), comparado por el saldo de la deuda y el índice de cobertura global a la fecha de actualización.

	Talca Chillán
Tasa Promedio Bonos	2,87%
Valor Actual EBITDA (UF)	8.465.292
Saldo Insoluto (UF)	5.861.692
Índice Cobertura Global	1,39

Índice de Cobertura Global

El indicador de cobertura global es calculado como el cuociente 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 a compañía no debiera presentar problemas para dar cumplimiento al pago de sus pasivos financieros.

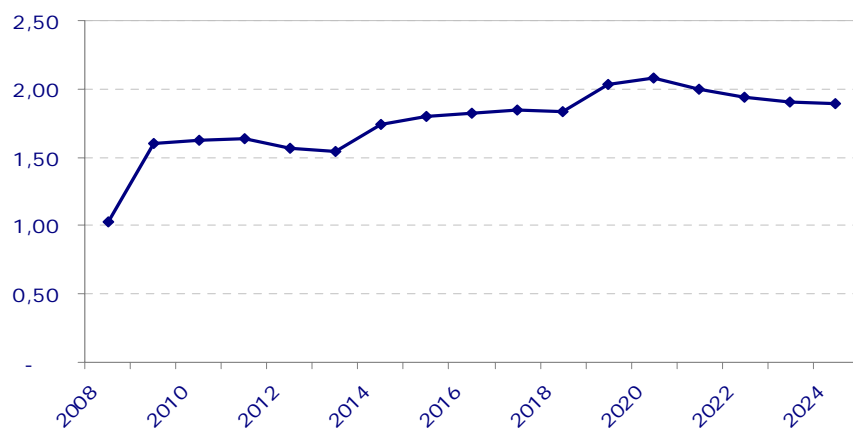
En el caso de **Talca Chillán**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre 1, y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda en el transcurso de los años. La evolución y proyección del indicador de cobertura global³ se muestra a continuación:



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 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:

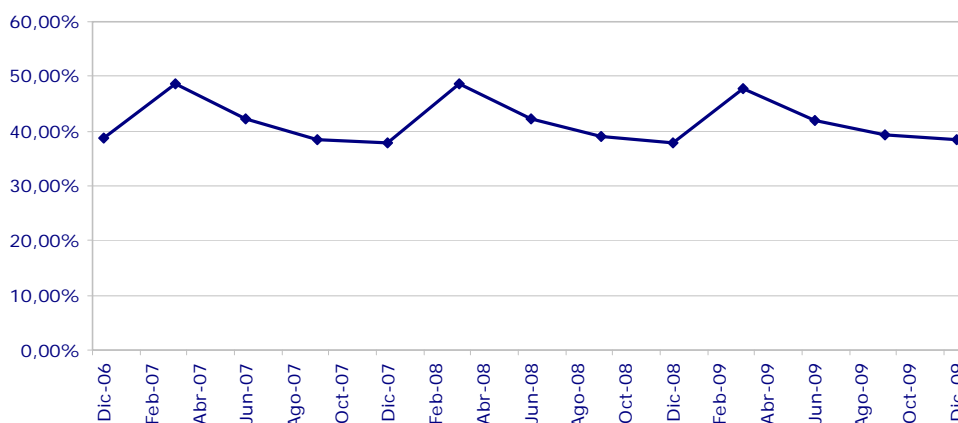
Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda



EBITDA

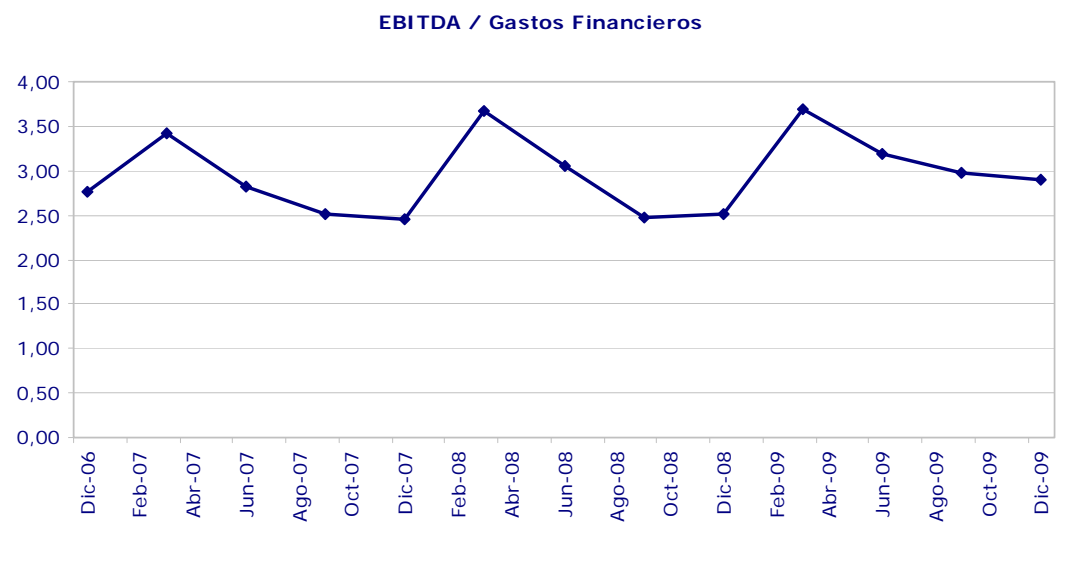
El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Aún así, se observa que desde diciembre de 2005 a la fecha su nivel, como porcentaje de los ingresos, ha registrado un comportamiento relativamente estable, con una marcada estacionalidad en marzo de cada periodo, provocado principalmente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

EBITDA / Ingresos



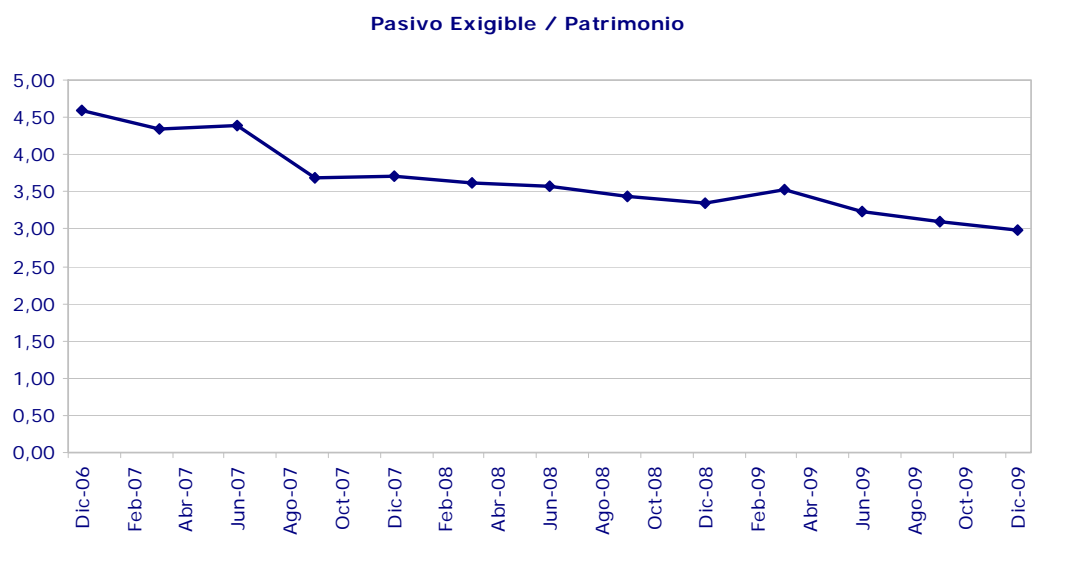
⁴ Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

En relación a los gastos financieros, el EBITDA exhibe también una relación variable pero con una tendencia en torno a un indicador 3 veces. En el primer trimestre de cada periodo, la concesión muestra una relación mayor, producto de la estacionalidad de los flujos (periodo de vacaciones en Chile).

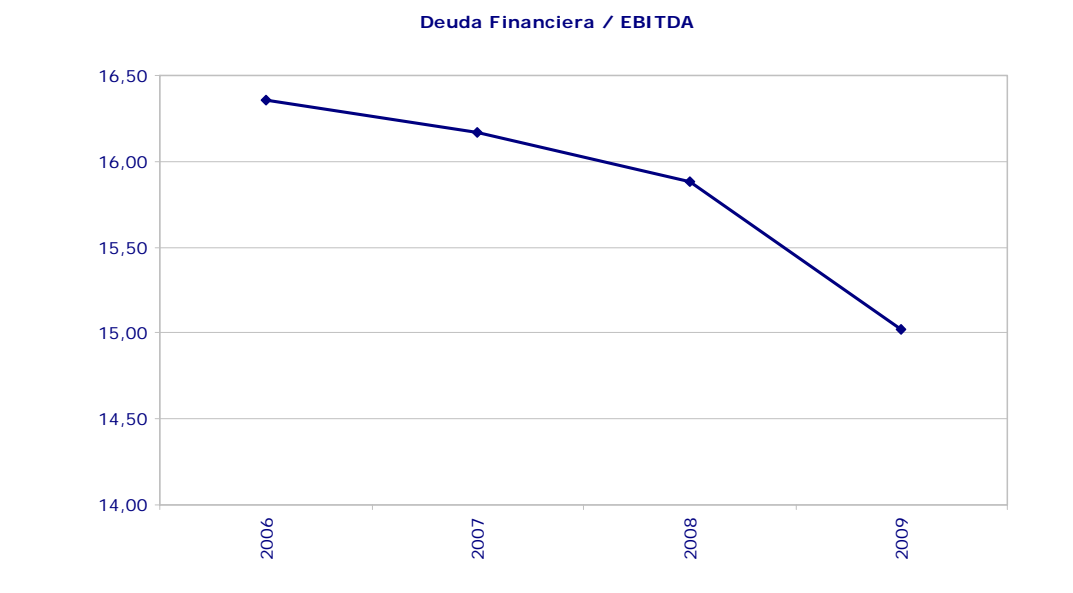


Endeudamiento

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:



La deuda financiera, medida sobre el EBITDA, también muestra una baja, producto de la caída de la deuda, y también del aumento del EBITDA en los periodos analizados. En el último periodo el EBITDA creció un 8%, por su parte la deuda financiera disminuyó en un 4%.



“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 ocurre en los hechos– 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 esta 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.

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.