



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

Analista

Gonzalo Neculmán

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Ruta del Maipo Sociedad Concesionaria S.A.

Junio 2012

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 EEFF base	A Estable 31 de marzo 2012

Características Bono Colocado en Chile				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente ¹	Fecha Vencimiento
A1-A2	4,85%	Semestral	5.904.557	Junio 2025
B1-B2	3,20%	Semestral	7.107.495	Diciembre 2030

Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N° 382 con fecha 22 de septiembre de 2004.

Estado de Resultados Individual					
Cifras en Miles de \$	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Ingreso Operacional	40.162.427	44.073.502	45.758.034	49.378.450	55.314.896
Costo Explotación	-18.042.765	-19.511.909	-20.532.926	-23.031.230	-23.952.955
Gasto Admin. y Venta	-1.975.427	-1.988.943	-1.575.087	-1.767.924	-1.930.259
Resultado Operacional	20.144.235	22.572.650	23.650.021	24.579.296	29.431.682
Ebitda	26.050.460	29.207.407	29.677.392	31.059.677	36.231.838
Utilidad Neta	36.265.122	13.368.352	14.030.647	13.883.934	19.914.468

Balance General Individual					
Cifras en Miles de \$	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Activo Circulante	68.133.325	143.090.416	67.423.019	64.912.953	55.744.204
Activo Fijo	438.928.809	473.400.524	489.398.657	496.885.764	506.004.779
Otros Activos	123.676.694	150.109.726	163.431.728	178.974.076	197.581.564
Total Activos	630.738.828	766.600.666	720.253.405	740.772.793	759.330.547
Pasivo Circulante	11.493.516	12.913.812	6.930.634	13.075.141	13.044.272
Pasivo Largo Plazo	451.515.609	572.627.379	575.157.989	575.632.927	574.360.730
Patrimonio	167.729.703	181.059.475	138.164.781	152.064.725	171.925.544
Total Pasivos	630.738.828	766.600.666	720.253.405	740.772.793	759.330.547

¹ Abril 2012, incluye intereses devengados no pagados

EERR IFRS			
M\$	Mar -12	Dic -11	Dic -10
Ingresos de actividades ordinarias	6.148.433	4.275.038	39.698.994
Otros gastos por naturaleza	-5.011.734	-3.833.626	-34.154.971
Ingresos financieros	25.187.963	32.825.188	78.267.274
Costos financieros	-18.807.851	-16.692.142	-38.396.658
Ganancia	7.148.469	10.271.335	49.829.129

Balance General IFRS			
M\$	Mar-12	Dic-11	Dic-10
Activos Corrientes	42.833.722	33.452.106	54.907.936
Activos No Corrientes	1.102.876.608	996.929.777	939.238.300
Total Activos	1.145.710.330	1.030.381.883	994.146.236
Pasivos Corrientes	31.038.393	25.759.297	29.959.008
Pasivos No Corrientes	916.906.639	813.284.504	786.590.789
Patrimonio	197.765.298	191.338.082	177.596.439
Total Pasivos y Patrimonio	1.145.710.330	1.030.381.883	994.146.236

Opinión

Fundamento 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", la que tiene 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.

La clasificación de los títulos de deuda emitidos por **Ruta del Maipo** 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 (clasificada en *Categoría B3* en Escala Global).

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 consumidor local se ha habituado al pago de peaje. Por los beneficios globales en seguridad y eficiencia en transporte desde el año 1998.

El mecanismo de distribución de ingresos permite subir tarifas para enfrentar períodos de menores flujos. La concesionaria tiene la opción de incrementarlas 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. Si la extensión de la concesión supera los 100 meses, existe la opción de incrementarla en un 25% adicional.

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. Es así la concesionaria presenta inversiones líquidas, por un monto de aproximadamente UF 1,6 millones marzo de 2012. Además cuenta con una línea de liquidez de UF 2,1 millones otorgada por el Banco Itau hasta diciembre del año 2016. De esta liquidez, la concesión podría repartirse el equivalente a los pagos recibidos del MOP, por el convenio complementario número 7.

La tendencia de la clasificación se estima como *“Estable”*, ya que existe una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro, producto que no se estiman cambios relevantes en la estructura de la concesión, ni en los riesgos y fortalezas estructurales de la sociedad.

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.

Hechos Recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los tres primeros meses de 2012 la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 20.716 millones, presentando un aumento de 11,0% respecto al año anterior. Cabe señalar que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 6.149 millones (un 43,8% mayor respecto al mismo trimestre del año anterior) la diferencia entre ambos ingresos se da principalmente por efecto de la norma IFRIC12 en el cual se reconocen menos ingresos por construcción. En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 5.011 millones, lo que significó un aumento de 30,7% respecto a aquellos meses del 2011.

La ganancia ascendió a \$ 7.148 millones, implicando una disminución de 30,4% (a marzo de 2011 esta cifra ascendió a \$ 10.271 millones), producto de menores reconocimientos de ingresos de la cuenta de activo financiero de IFRIC12.

Antecedentes Generales

Características de la concesión

La concesión vial, denominada “Concesión Internacional Ruta Tramo Santiago Talca y Acceso Sur a Santiago” (**Ruta del Maipo**), tiene una longitud aproximada de 237 kilómetros que comprenden 190 kilómetros de la Ruta 5 Sur, 46 kilómetros correspondientes al acceso Sur a Santiago y el By - Pass Rancagua.

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

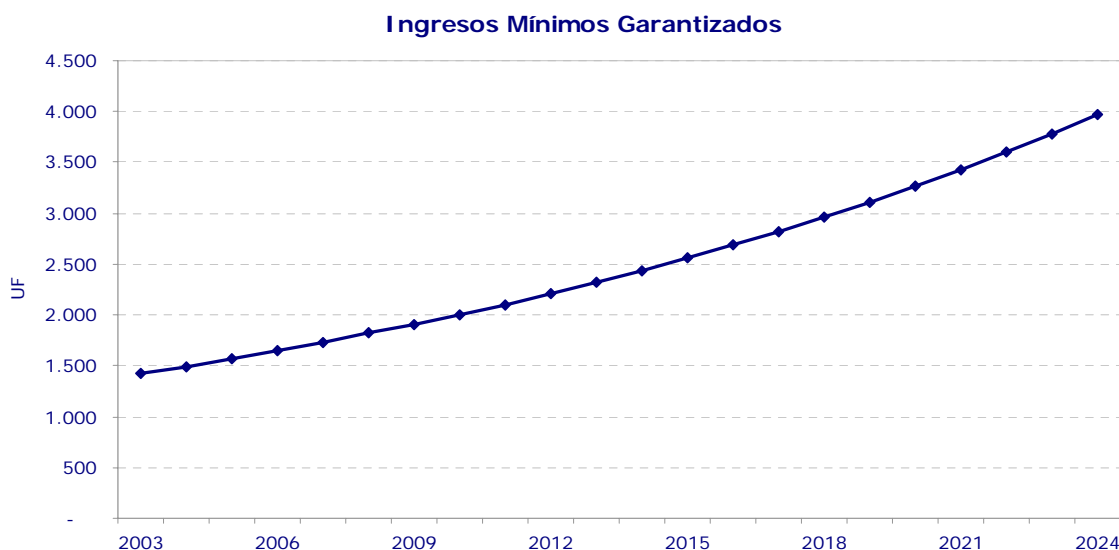
El plazo de la concesión era inicialmente por un período de 300 meses (25 años) contado desde el 12 de septiembre de 1999. Sin embargo, debido a la firma del convenio complementario N° 4, la concesión pasó a tener un plazo de término variable de manera que la concesión termina cuando el valor presente 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.

Además, la concesión 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 anualmente 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 caso de 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. Si el período de extensión de la concesión supera los 100 meses, existe la opción de incrementar un 25% adicional. La concesionaria podrá realizar alzas de tarifas por premio de seguridad vial de hasta 5% en virtud de la disminución anual de accidentes y fallecidos. 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 –medidos en base anual– a la concesionaria para todo el periodo de la concesión (hasta 2024). El monto a pagar es la diferencia que se produce entre los ingresos reales por tráfico de la concesionaria y el ingreso mínimo establecido en las bases de la licitación.



A la fecha, dado el nivel de tráfico que ha presentado la autopista, no se han producido los eventos que generan la aplicación del mecanismo de ingresos mínimos garantizados.

Mecanismo 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) equivalente, en valor presente descontado al 9,5% real, a UF 30,4 millones. Esto 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).

Además, este mecanismo permite subir tarifas para enfrentar períodos de menores flujos. La concesionaria tiene la opción de incrementar las tarifas según lo estipulado en los antecedentes de la concesión.

Convenios complementarios

Convenio Complementario N° 1

Con fecha 22 de julio 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 estableciéndose 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 noviembre 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 hasta alcanzar ingresos garantizados en UF 30,4 millones (a valor presente), a cambio de que la sociedad concesionaria realice inversiones por un monto máximo de UF 2.443.471.

Convenio Complementario N° 5

Con fecha 2 de septiembre de 2004 se realizó este convenio complementario 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 se suscribe este convenio que regula el pago por indemnización del MOP a la sociedad 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

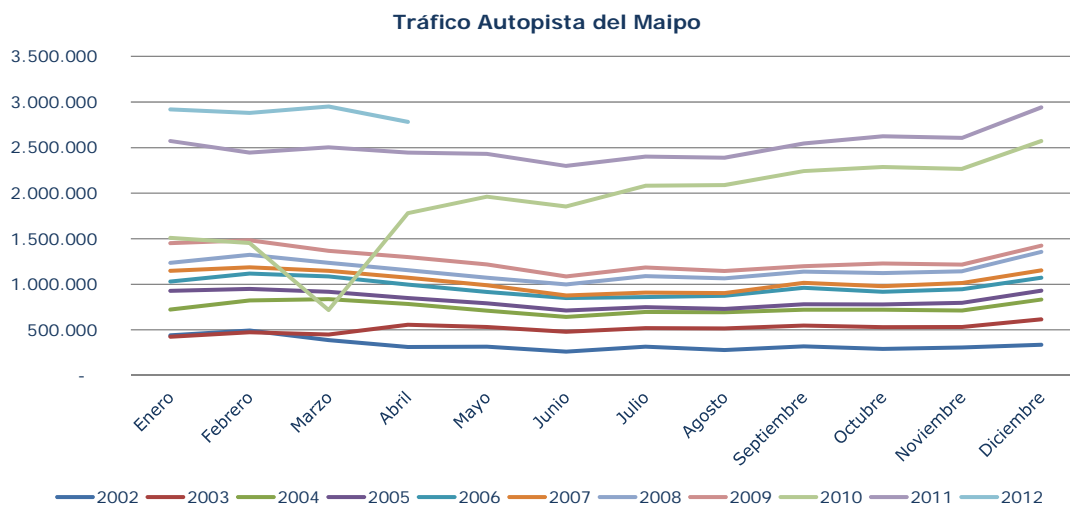
Con fecha primero de abril de 2008 se suscribió este convenio complementario, en donde la sociedad concesionaria se comprometió a la ejecución, realización y mantención de obras por UF 1,439 millones los que están siendo compensados por el MOP. Adicionalmente, se establecieron condiciones para la autorización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

Características del flujo vehicular²

En sus años de operación, la autopista ha aumentado constantemente el nivel de tráfico que posee en su traza, mostrando todos los años un crecimiento respecto al mismo mes del ejercicio anterior. La excepción se hace en marzo de 2010, en donde producto del terremoto ocurrido en febrero del mismo año, la autopista tuvo que abrir varias plazas de peajes (no se cobraba por el paso por la plaza), por lo cual el tráfico realmente cobrado y contabilizado fue bastante inferior que el de periodos anteriores, sin perjuicio de lo ello, a abril de 2010, el tráfico vuelve a su senda normal. En el año 2010 y 2011, se observan mayores crecimientos producto de la entrada en operación del acceso sur a Santiago. Sin perjuicio de lo anterior, el año 2012 la sociedad concesionaria presenta importantes crecimientos en su flujo de vehículos.

A continuación se presenta gráficamente el comportamiento real del tráfico agregado, entre los años 2002 y 2012:

² Según las proyecciones de *Humphreys* de acuerdo a un caso base.



Patrocinadores

Isa Intervial

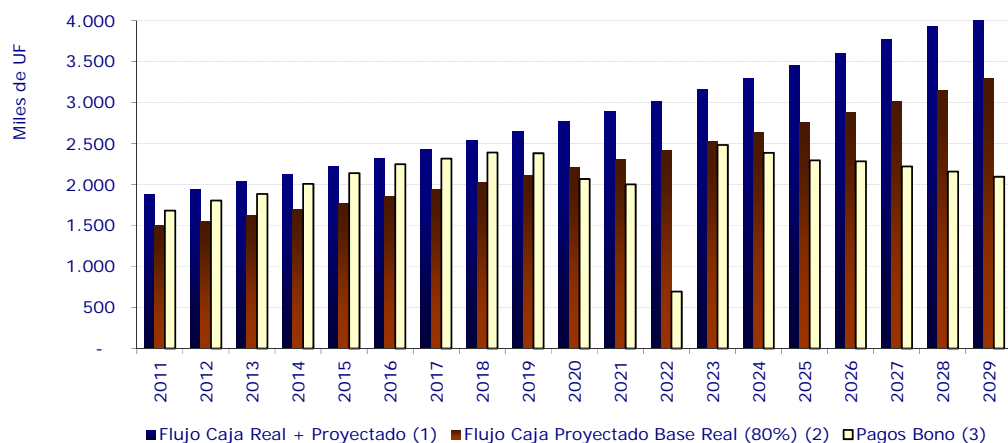
Isa Intervial es una empresa de origen colombiano, constituida en 1967, con negocios en las siguientes áreas: Transporte de energía eléctrica, operación y administración de mercados, transporte de telecomunicaciones, construcción de proyectos de infraestructura y concesiones viales. Al año 2012, ISA tenía activos que cercanos a los US\$ 16.000 millones.

Análisis Financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo con las estimaciones efectuadas por **Humphreys**, se observa que el EBITDA proyectado alcanza para cubrir los pagos de la deuda de la sociedad concesionaria en los periodos siguientes. Sin embargo, se observa una estrechez, al sensibilizar en 20% el EBITDA (esta es una de las sensibilizaciones efectuadas por la clasificadora). Desde 2020 se observa una mayor holgura, de acuerdo a las proyecciones.

Flujos de Caja y Pago de Deuda



(1) EBITDA proyectado por **Humphreys** usando como base la información histórica a diciembre de 2009.

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

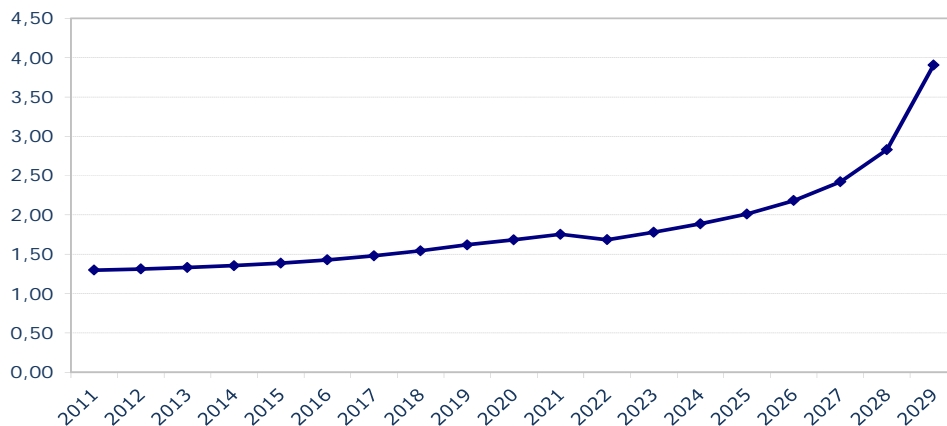
(3) Pago de los bonos.

Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global se calcula con el valor presente del EBITDA, real y proyectado en el periodo, descontado a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda con el público que mantiene 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 ni posibles descalces, son suficientes en relación con el monto de la deuda.

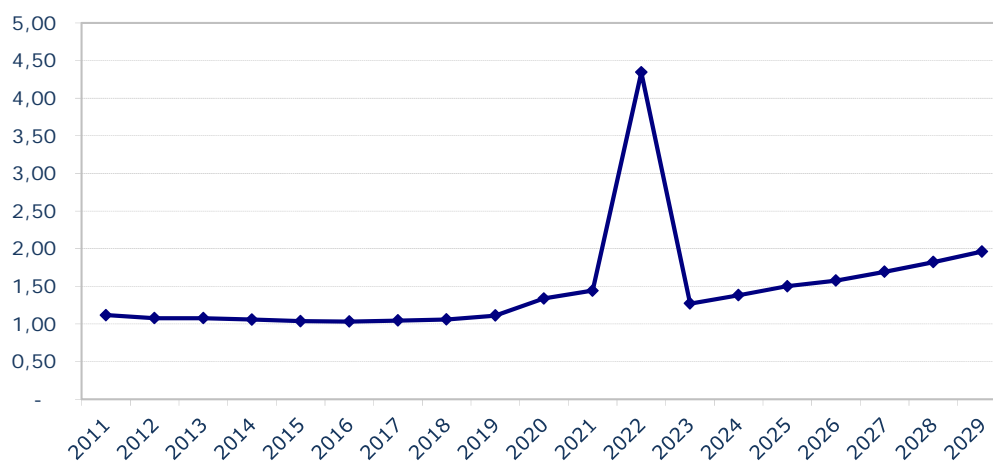
En el caso de **Ruta del Maipo**, el indicador se mantiene sobre uno durante todo el periodo analizado, y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años. La evolución y proyección del indicador de cobertura global se muestra a continuación:

Índice de Cobertura Global



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:

Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda

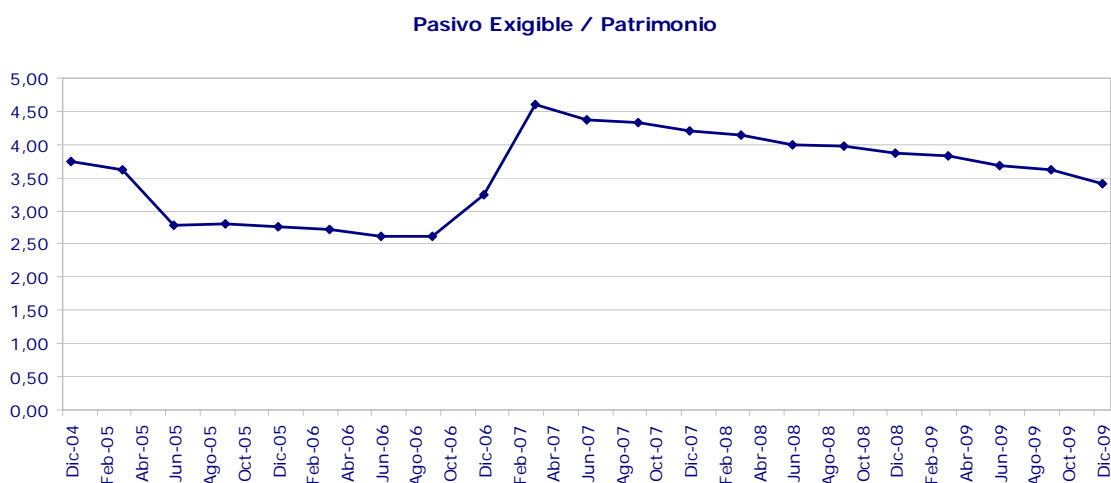


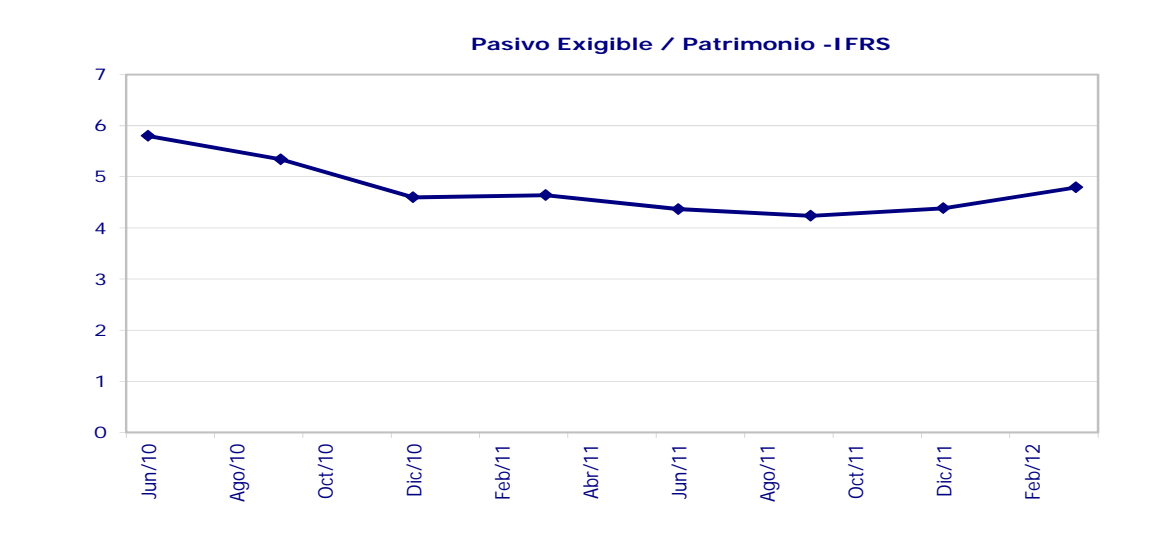
³ Un indicador sobre uno muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, indica un alza en diciembre de 2006 y marzo de 2007 producto de un incremento en los pasivos propiciado por una emisión con cargo a la línea inscrita. Adicionalmente, en marzo de 2007 se repartieron dividendos, lo cual disminuyó el patrimonio de la sociedad concesionaria. Para los periodos posteriores, el endeudamiento ha mostrado una tendencia a la baja, producto del pago de la deuda y el aumento del patrimonio, producto principalmente por las utilidades retenidas de la concesionaria.

Bajo la norma contable IFRS, el endeudamiento de la compañía se encuentra en niveles de 4,8 (a marzo de 2012), mostrando niveles superiores a la norma contable chilena producto de mayor pasivo exigible, dado por la contabilización a valor justo de su deuda financiera y mayores provisiones contables producto de la aplicación de la nueva norma.





“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”