



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Gonzalo Neculmán G.  
Tel. (56-2) 2433 5200  
gonzalo.neculman@humphreys.cl

## **Ruta del Maipo Sociedad Concesionaria S.A.**

**Junio 2014**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	<b>A</b> <b>Estable</b>
EEFF base	31 de marzo 2014

Características bono colocado en Chile				
Subseries	Tasa interés anual (%)	Período capitalización	Valor nominal vigente <sup>1</sup>	Fecha vencimiento
A1-A2	4,85%	Semestral	5.800.500	Junio 2025
B1-B2	3,20%	Semestral	7.480.753	Diciembre 2030

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

Estado de resultado IFRS				
M\$ de cada período	Dic-2011	Dic-2012	Dic-13	Mar-2014
Ingresos actividades ordinarias	29.338.840	28.967.263	34.753.606	6.412.871
Otros gastos por naturaleza	-24.745.774	-23.890.220	-28.457.124	-5.138.060
Ingresos financieros	100.403.900	103.887.848	105.289.322	25.377.786
Costos financieros	-66.094.376	-68.433.412	-64.225.997	-19.348.966
Ganancia	33.292.987	28.334.261	38.554.202	6.857.109

Balance General IFRS				
M\$ de cada período	Dic-2011	Dic-2012	Dic-2013	Mar- 2014
Activos Corrientes	119.462.811	120.022.978	139.480.872	149.396.923
Activos No Corrientes	777.601.606	829.330.084	849.794.098	856.852.378
<b>Total Activos</b>	<b>897.064.417</b>	<b>949.353.062</b>	<b>989.274.970</b>	<b>1.006.249.301</b>
Pasivos Corrientes	35.747.193	35.672.677	34.913.782	43.630.584
Pasivos No Corrientes	679.967.038	695.795.747	705.159.238	711.104.407
<b>Total Pasivos</b>	<b>715.714.231</b>	<b>731.468.424</b>	<b>740.073.020</b>	<b>754.734.991</b>
Patrimonio	181.350.186	217.884.638	249.201.950	251.514.310
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>897.064.417</b>	<b>949.353.062</b>	<b>989.274.970</b>	<b>1.006.249.301</b>

<sup>1</sup> Mayo 2014, incluye intereses devengados no pagados.

<b>Estado de Resultados Individual PCGA</b>					
<b>Cifras en Miles de \$</b>	<b>Dic-2005</b>	<b>Dic-2006</b>	<b>Dic-2007</b>	<b>Dic-2008</b>	<b>Dic-2009</b>
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

<b>Balance General Individual PCGA</b>					
<b>Cifras en Miles de \$</b>	<b>Dic-2005</b>	<b>Dic-2006</b>	<b>Dic-2007</b>	<b>Dic-2008</b>	<b>Dic-2009</b>
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
<b>Total Activos</b>	<b>630.738.828</b>	<b>766.600.666</b>	<b>720.253.405</b>	<b>740.772.793</b>	<b>759.330.547</b>
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
<b>Total Pasivos</b>	<b>463.009.125</b>	<b>585.541.191</b>	<b>582.088.623</b>	<b>588.708.068</b>	<b>587.405.002</b>
Patrimonio	167.729.703	181.059.475	138.164.781	152.064.725	171.925.544
<b>Total Pasivos y patrimonio</b>	<b>630.738.828</b>	<b>766.600.666</b>	<b>720.253.405</b>	<b>740.772.793</b>	<b>759.330.547</b>

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Ruta del Maipo Sociedad Concesionaria S.A.** tiene a su cargo la concesión vial denominada "Concesión Internacional Ruta 5 Tramo Santiago Talca y Acceso Sur a Santiago" (**Ruta del Maipo**), 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.

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. 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 como la concesionaria presenta inversiones líquidas, por un monto de aproximadamente UF 1,2 millones a marzo de 2014. Además cuenta con una línea de liquidez de UF 2,1 millones otorgada por el Banco Itaú hasta diciembre del año 2016, que nunca ha sido utilizada<sup>2</sup>.

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.

### 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 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.

<sup>2</sup> De acuerdo a las proyecciones de la clasificadora, esta línea no debería ser usada en el corto plazo.

## Hechos recientes

### Resultados 2013

Durante el año 2013, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 82.544 millones, presentando un aumento de 9,51% respecto al año anterior, lo que significa un aumento de tráfico de 1.940.475 vehículos en el período. Cabe señalar que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 34.753 millones (un 20% mayor respecto al año), su diferencia se debe principalmente al efecto de la norma IFRIC12<sup>3</sup>. En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 28.457 millones, equivalentes a un aumento de 19,3% respecto a 2012, este aumento se debe a cambios en casi todos los ítems de costos, sin embargo los costos de construcción son los que impulsan de mayor forma este aumento.

La ganancia ascendió a \$ 38.544 millones, implicando un aumento de 36,1% (al cierre de 2012 esta cifra ascendió a \$ 28.334 millones).

### Primer trimestre 2014

Durante el primer trimestre de 2014, la sociedad acumuló ingresos por tráfico equivalentes a \$23.931 millones, siendo un 5,7% superior respecto a marzo del año anterior, implicando un aumento de tráfico de 1.165.999 vehículos en ese período (contablemente, los ingresos por actividades ordinarias ascendieron a \$ 6.412 millones, un 32,4% inferior respecto al mismo período anterior producto de menores ingresos por servicios de operación y construcción). En ese período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 5.138 millones, un 33,6% menor al primer trimestre de 2013, debido principalmente a menores costos de construcción, conservación y mantenimiento.

La ganancia del período ascendió a \$ 6.857 millones, siendo un 34,7% menor a igual período de 2013, cuando sus ganancias ascendieron a \$10.506 millones. Esta baja se debe, en su mayoría, a menores ingresos contables y mayores costos financieros.

---

<sup>3</sup> El modelo IFRIC 12 considera los costos de operación y construcción y recaudos de peajes y otros montos estipulados en el acuerdo de concesión. Incluye en el reconocimiento de los ingresos de la compañía, como también en la valorización del activo financiero.

## Antecedentes generales

### Características de la concesión

La concesión vial, denominada "Concesión Internacional Ruta Tramo Santiago Talca y Acceso Sur a Santiago" (Autopista 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.

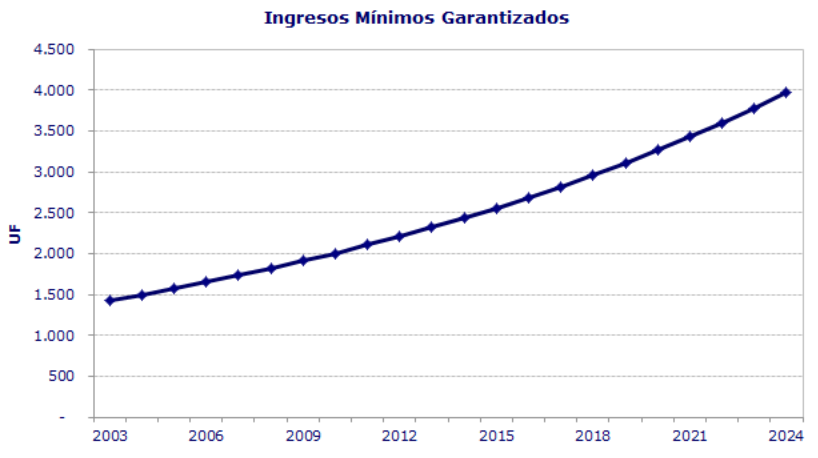
El plazo de la concesión era inicialmente por un período de 300 meses (25 años) contado desde el 12 de septiembre de 1999. Sin embargo, debido a la firma del convenio complementario N° 4, la concesión pasó a tener un plazo de término variable de manera que terminará cuando el valor presente de los ingresos,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

### Convenio Ad Referéndum N° 5

Desde diciembre de 2013 se encuentra en ejecución éste 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 anti vandálicos en el lugar. El MOP reembolsará el costo de las obras a través de resoluciones mensuales de acuerdo al estado de avance de éstas<sup>4</sup>. El valor de la inversión alcanza UF 2,3 millones.

### Características del flujo vehicular<sup>5</sup>

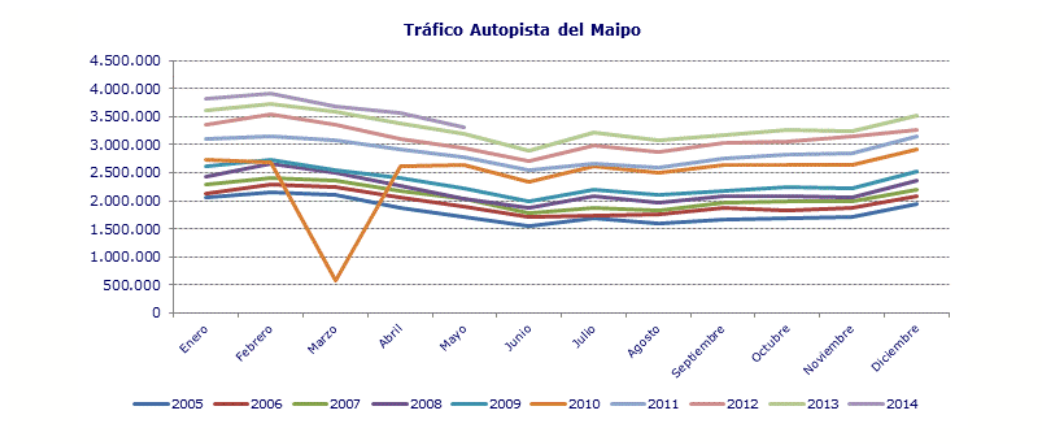
En sus años de operación, la autopista ha aumentado constantemente el nivel de tráfico que posee en su traza, mostrando todos los años un crecimiento respecto al mismo mes del ejercicio anterior. La excepción se hace en marzo de 2010, en donde producto del terremoto ocurrido en febrero del mismo año, 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 en marzo de ese período fue bastante inferior que el de periodos anteriores, sin perjuicio de ello, a abril de 2010, el tráfico vuelve a su senda normal, y se observa un aumento en el flujo vehicular por efecto de este evento. En el año 2010 y 2011, se observan mayores crecimientos de flujo vehicular producto de la entrada en operación del acceso sur a Santiago. Desde el año 2012 la sociedad concesionaria presenta crecimientos más bien estables en su tráfico.

A continuación se presenta gráficamente el comportamiento real del tráfico agregado, entre los años 2005 y 2014:

---

<sup>4</sup> Los costos se actualizarán a una tasa del 5,3% real anual.

<sup>5</sup> Según las proyecciones de **Humphreys** de acuerdo a un caso base.



## Patrocinadores

**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. A diciembre de 2013, ISA tenía activos que cercanos a los US\$ 13.200 millones.

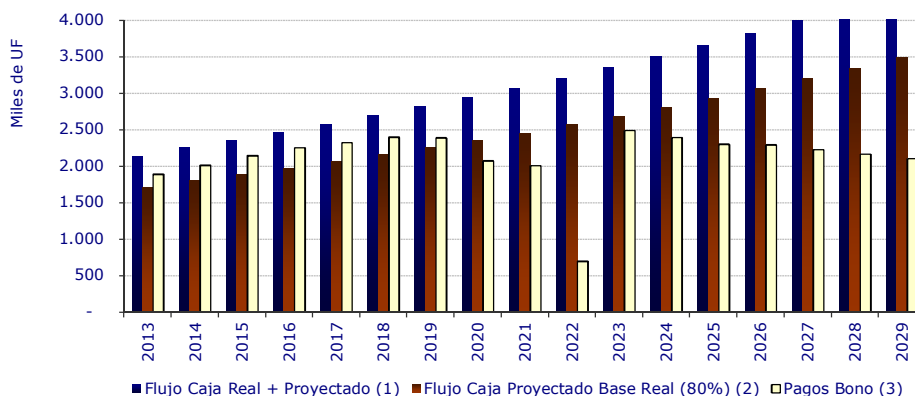
## Análisis financiero

### Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo a las estimaciones efectuadas por **Humphreys**, se observa que el EBITDA<sup>6</sup> proyectado alcanza para cubrir los pagos de la deuda de la sociedad concesionaria en los periodos siguientes. Sin embargo, se aprecian algunos déficit al sensibilizar en 20% el EBITDA (esta es una de las sensibilizaciones efectuadas por la clasificadora). Desde 2020 se prevé una mayor holgura, de acuerdo a las proyecciones.

<sup>6</sup> EBITDA : Calculado como Ingresos por peajes – otros gastos por naturaleza (sin considerar costos de construcción) – Gastos por beneficio a los empleados – Otros pagos al MOP.

Flujos de Caja y Pago de Deuda



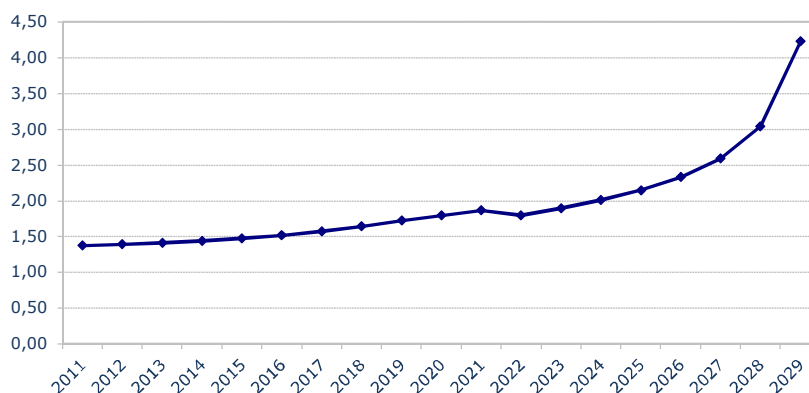
- (1) EBITDA proyectado por **Humphreys** usando como base la información histórica.
- (2) EBITDA proyectado por **Humphreys** castigado en un 20%.
- (3) Pago de los bonos.

## Índice de cobertura global

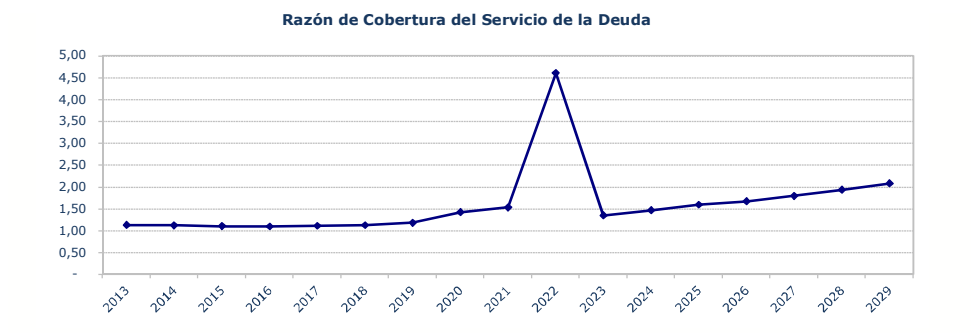
El indicador de cobertura global se calcula con el valor presente del EBITDA proyectado en el periodo, descontado a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda financiera de la sociedad concesionaria. Así, se presume que si el indicador muestra una relación mayor a uno, los flujos de caja de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

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

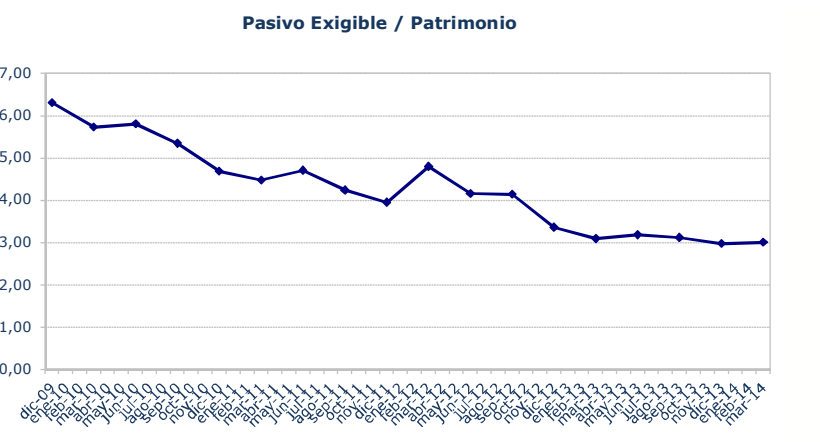


Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda<sup>7</sup> (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA proyectado. La evolución y proyección de este indicador se muestra en el gráfico que sigue:



## Endeudamiento

El índice de endeudamiento de la sociedad, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha ido disminuyendo en el tiempo, pasando de 6,3 a 3,0 veces entre diciembre de 2009 y marzo de 2014 (bajo norma IFRS), explicado por un fortalecimiento en el nivel patrimonial, por un aumento en las ganancias acumuladas y otras reservas, y una disminución de su pasivo exigible.

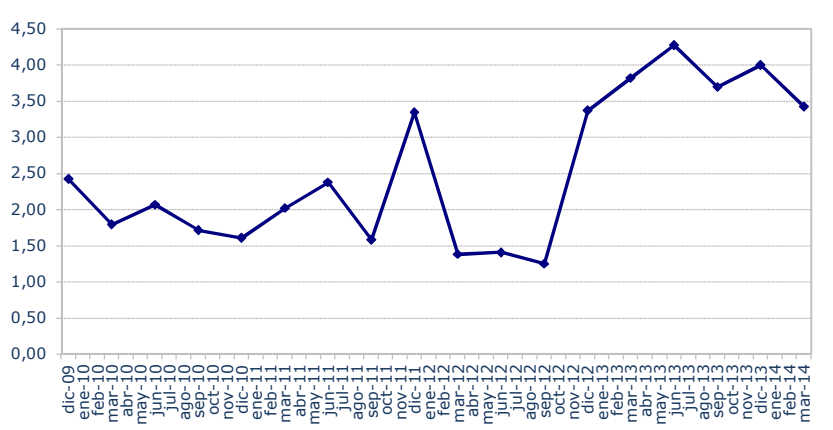


## Liquidez

La razón de liquidez, medida como la relación entre activos y pasivos corrientes, se ha mantenido en niveles superiores a una vez, pero con un comportamiento volátil en el tiempo. En relación a marzo de 2013, este índice bajó desde 3,8 a 3,4 veces.

<sup>7</sup> Un indicador sobre uno muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

### 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 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."*