



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón Reseña
Clasificación de un nuevo
Instrumento

A n a l i s t a
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Ruta del Maipo
Sociedad Concesionaria S.A.

Noviembre 2017

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 Tendencia	A Estable 30 de junio 2017
EEFF base	

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	18 años
Monto máximo	UF 22.000.000
Moneda de emisión	UF o pesos
Uso de fondos	Financiamiento de obras complementarias, refinanciamiento de pasivos, pago de los costos y gastos asociados al refinanciamiento de pasivos o colocación de los bonos o para otros fines corporativos.
Garantías	Prenda sin desplazamiento de primer grado sobre la Concesión

Estado de resultado IFRS					
M\$ de cada período	dic.-13	dic.-14	dic.-15	dic.-16	jun.-17
Ingresos actividades ordinarias	34.753.606	37.361.791	45.192.531	49.054.785	14.261.560
Otros gastos por naturaleza	-28.457.124	-30.705.867	-38.829.776	-42.723.244	-12.013.390
Ingresos financieros	105.289.322	104.738.380	117.101.481	123.510.013	62.194.540
Costos financieros	-64.225.997	-82.509.482	-46.653.269	-55.116.631	-26.646.027
Ganancia	38.554.202	28.336.802	38.942.315	42.306.200	22.470.039

Balance General IFRS					
M\$ de cada período	dic.-13	dic.-14	dic.-15	dic.-16	jun.-17
Activos Corrientes	139.480.872	155.045.566	166.439.196	174.727.814	191.206.647
Activos No Corrientes	849.794.098	871.628.820	905.323.467	950.311.034	955.902.346
Total Activos	989.274.970	1.026.674.386	1.071.762.663	1.125.038.848	1.147.108.993
Pasivos Corrientes	34.913.782	42.355.236	62.992.843	69.114.561	53.862.713
Pasivos No Corrientes	705.159.238	727.004.520	719.510.435	730.121.947	745.937.923
Total Pasivos	740.073.020	769.359.756	782.503.278	799.236.508	799.800.636
Patrimonio	249.201.950	257.314.630	289.259.385	325.802.340	347.308.357
Total Pasivos y Patrimonio	989.274.970	1.026.674.386	1.071.762.663	1.125.038.848	1.147.108.993

Opinión

Fundamentos 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**) 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.

La clasificación de los títulos de deuda de la sociedad en “*Categoría A*” se fundamenta principalmente en el hecho que la nueva emisión mantiene la estructura de la emisión anterior, beneficiada por la existencia de mecanismos legales que acotan una eventual caída en los flujos de caja del emisor.

En este contexto, y dado que la emisión de deuda es para refinanciar la existente, 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 la habituación del conductor local al pago de peaje y que la autopista además de ser parte de un eje fundamental en la estructura de transporte del país (Ruta 5) ha demostrado tener flujo de vehículos crecientes.

Si bien la clasificación anterior reconocía la garantía irrevocable e incondicional de MBIA Insurance Corporation, las características propias de la concesión y la nueva estructura financiera de los bonos sustentan la clasificación asignada.

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.

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 1,15 millones, monto equivalente al 40% de las obligaciones financieras para el 2017, según datos a diciembre de 2016. A junio de 2016, ese monto ascendía a UF 1,51 millones, equivalente al 50% de las obligaciones financieras para 2018.

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 prevén 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 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.

Hechos recientes

Resultados Junio 2017

Durante el primer semestre de 2017, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 61.136 millones, presentando un aumento nominal de 7,33% con respecto del mismo trimestre del año anterior, mientras que para ese mismo periodo de tiempo el tráfico aumentó en un 5,9% y su tráfico equivalente en 4,4%. Contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 14.262 millones (38,8% menos que junio de 2016). En ese mismo periodo, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 12.013 millones, cifra que implica una reducción nominal de 40,5% con respecto del mismo trimestre del año anterior.

La ganancia ascendió a \$22.470 millones, aumentando en un 14,9% con respecto de junio 2016 (al cierre del trimestre del año anterior esta cifra registró \$19.558 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 comprenden 190 kilómetros de la Ruta 5 Sur, 46 kilómetros del acceso Sur a Santiago y el *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.

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.

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. 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 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.

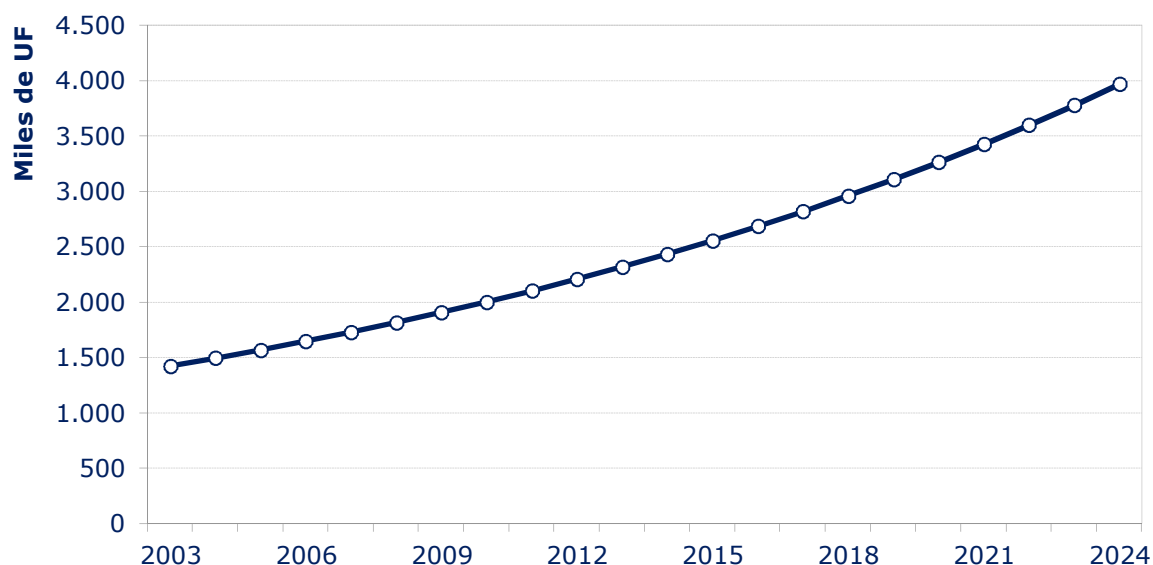


Ilustración 1: Ingresos mínimos garantizados de Ruta del Maipo

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).

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 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 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, 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, según el estado de avance de éstas¹. El valor de la inversión alcanza UF 2,3 millones.

Características del flujo vehicular

En sus años de operación, la autopista ha aumentado constantemente el nivel de tráfico que posee en su traza, mostrando todos los ejercicios un crecimiento respecto del mismo mes del ejercicio anterior. La excepción se da en marzo de 2010, pues producto del terremoto del mes inmediatamente anterior, 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 ese período fue bastante inferior que el de periodos anteriores. Sin perjuicio de ello, en abril de 2010, el tráfico retornó a su senda normal e incluso se registró un aumento en el flujo vehicular.

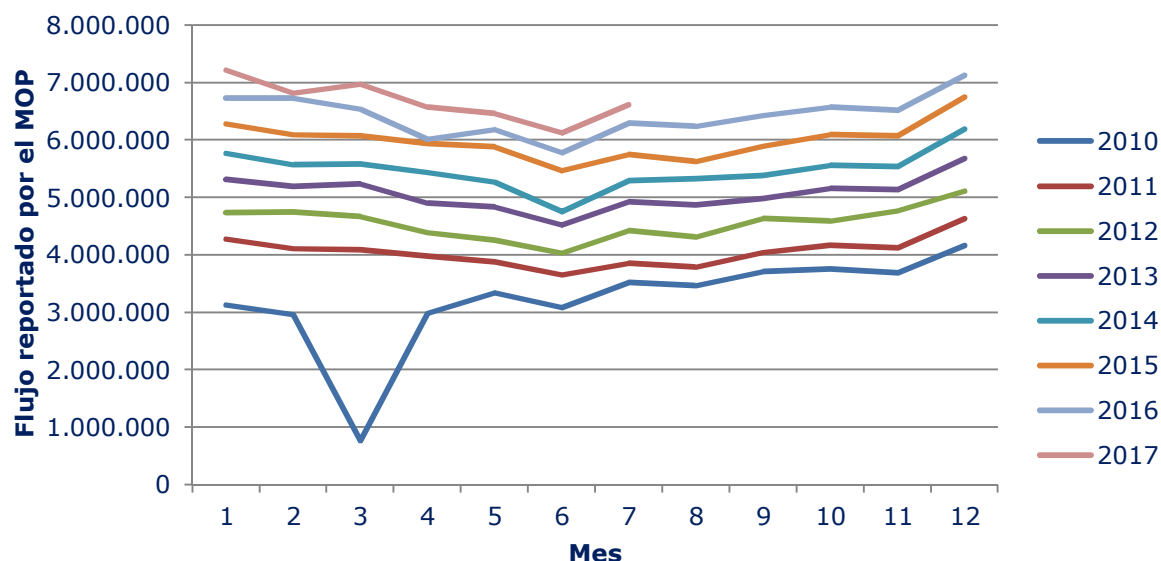


Ilustración 2: Flujo de tráfico de la autopista

En los años 2010 y 2011, también, se aprecian mayores crecimientos de flujo vehicular producto de la entrada en operación del acceso sur a Santiago. Desde el año 2012, la sociedad concesionaria presenta variaciones más bien estables en su tráfico, tal como se observa en la Ilustración 2.

¹ Los costos se actualizarán a una tasa del 5,3% real anual

Patrocinadores

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 septiembre de 2017, el Grupo ISA tenía activos que cercanos a los US\$ 14.506 millones.

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

Como se observa en la Ilustración 3, y de acuerdo con las estimaciones efectuadas por **Humphreys**, el EBITDA proyectado alcanza de manera bastante ajustada a cubrir los pagos de la deuda de la sociedad concesionaria en los periodos futuros. Esto se refleja, al momento de sensibilizar el EBITDA por sobre un 15%, donde la empresa presentaría *déficits*, hasta el periodo 2018 (sensibilizaciones efectuadas por la clasificadora).

Cabe destacar, que según las mismas proyecciones, a partir de 2019, se prevé un mayor nivel de excedentes para la empresa, registrándose la mayor holgura durante el año 2022.

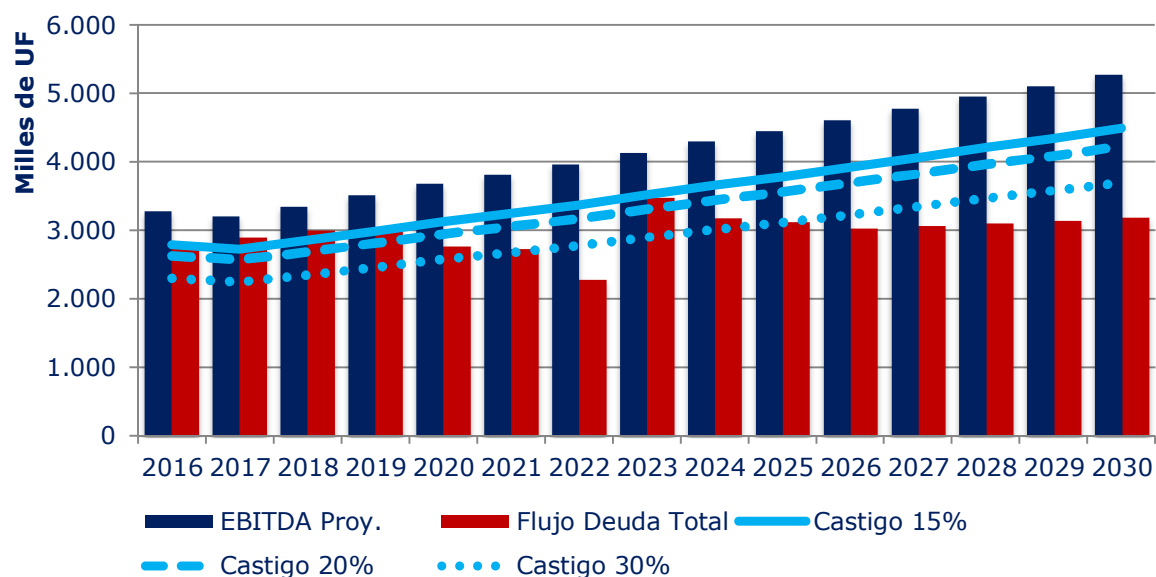


Ilustración 3: Proyección EBITDA y deuda

Índice de cobertura global (ICG)

El indicador de cobertura global es calculado con el valor presente del EBITDA proyectado en el periodo, 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 la mayoría del periodo analizado. La proyección de este indicador se puede observar en la Ilustración 4.

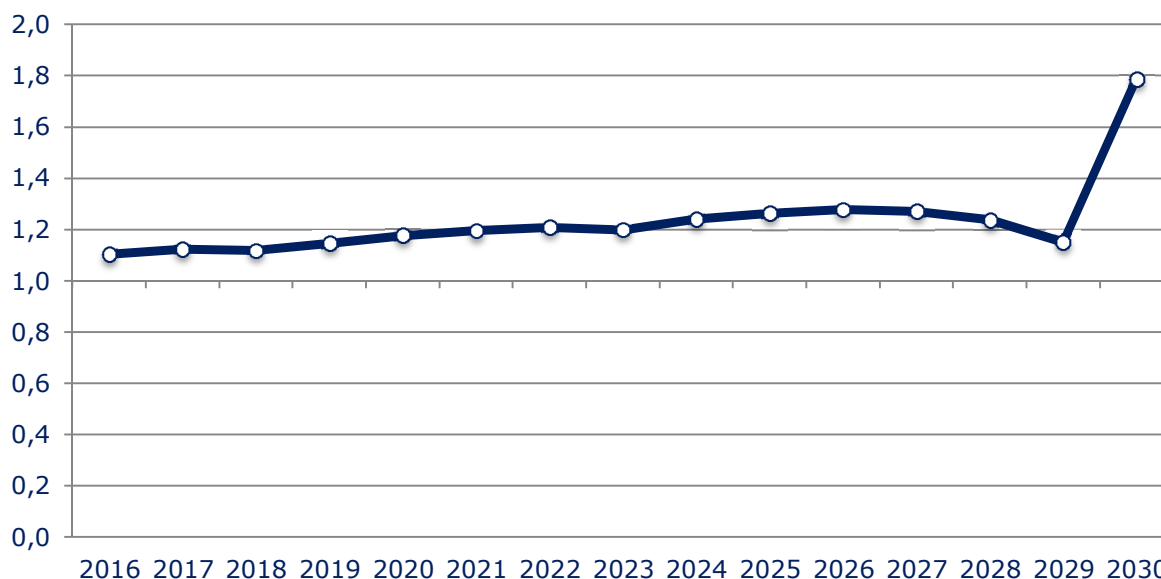


Ilustración 4: Índice de Cobertura Global proyectada

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 en cada periodo para el pago de la deuda 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.

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 2,5 veces en diciembre de 2016. Esto obedece principalmente a un fortalecimiento en el nivel patrimonial en base a las ganancias acumuladas.

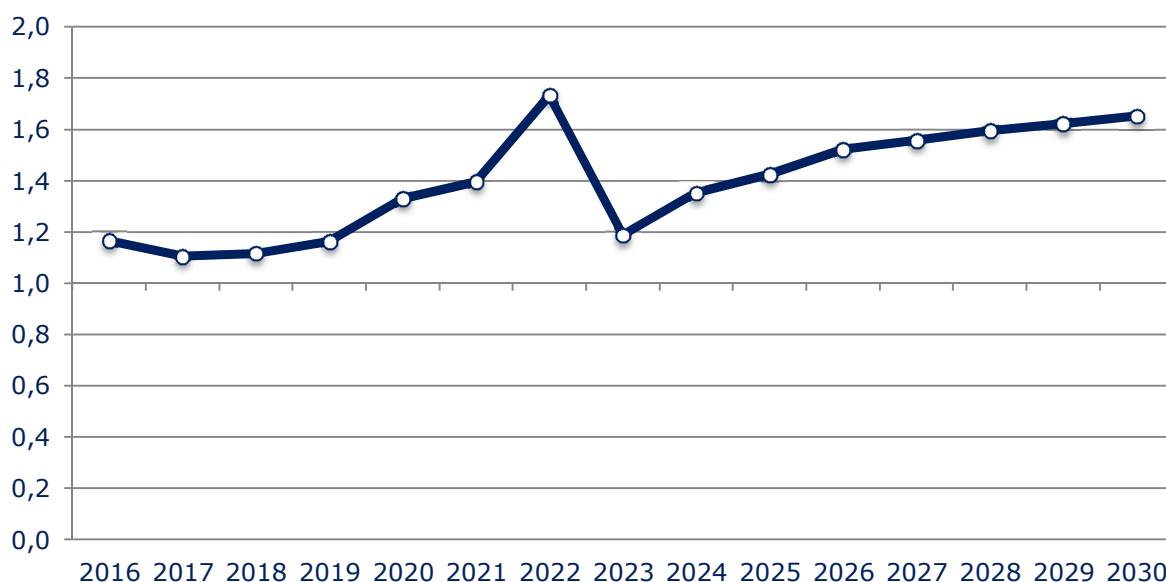


Ilustración 5: Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda proyectado

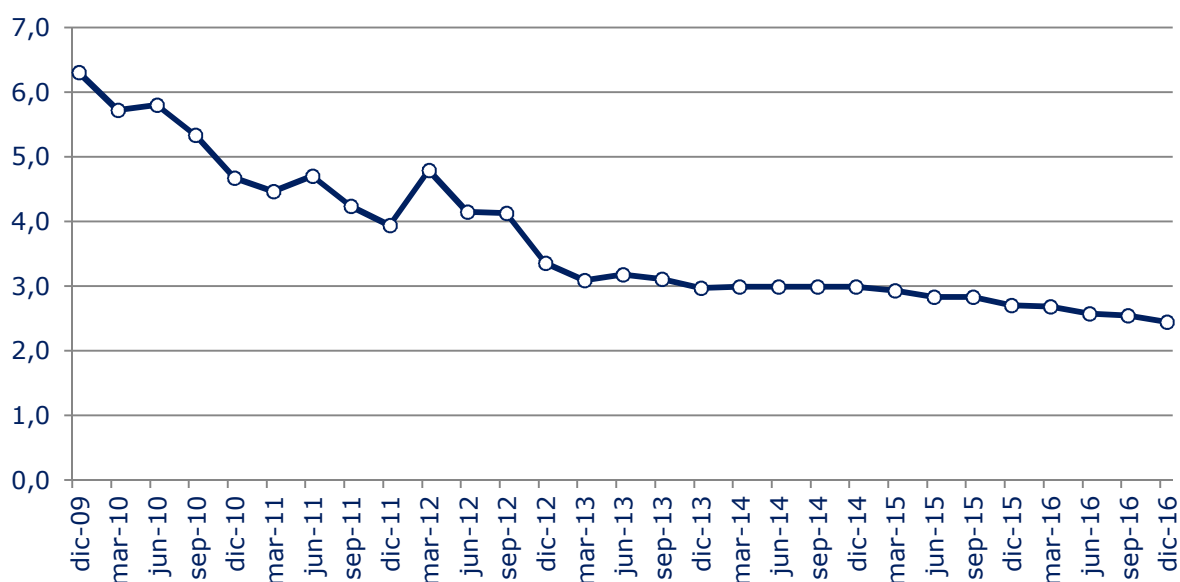


Ilustración 6: Endeudamiento (Pasivo exigible / Patrimonio)

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 y una tendencia a la baja desde el año 2013 a la fecha, disminuyendo desde 4,3 veces (diciembre 2013) a 2,5 veces (diciembre 2016).

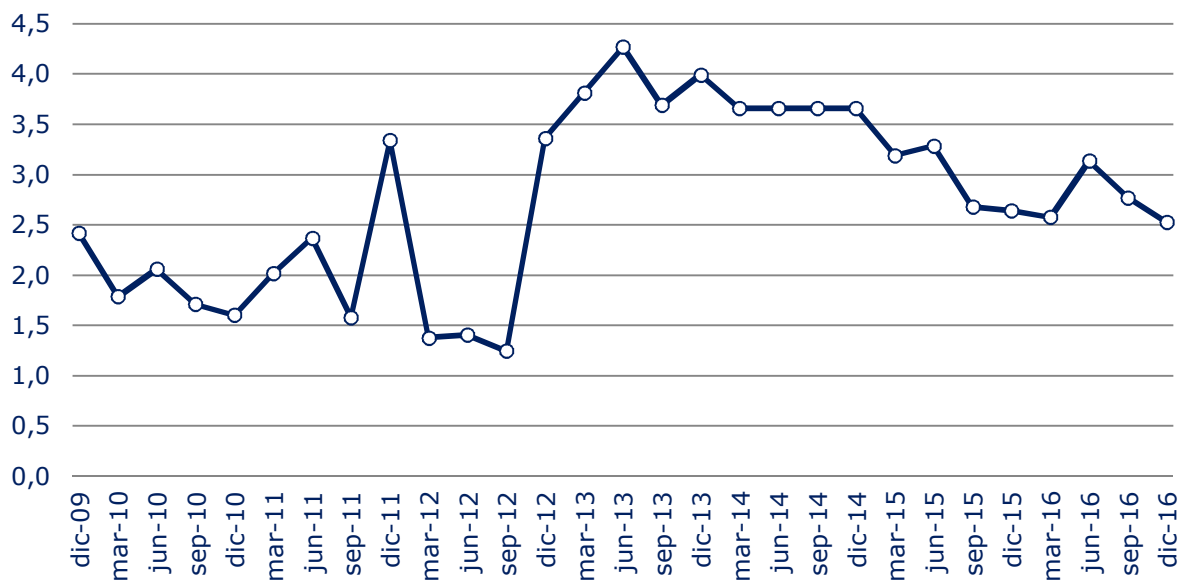


Ilustración 7: Razón de liquidez

"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 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."