



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Antonio Velásquez Herrera
Tel. (56-2) 433 5200
antonio.velasquez@humphreys.cl

Ruta del Maule Sociedad Concesionaria S.A.

Octubre 2012

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 2012

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	4.061	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

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

¹ Valores a junio de 2012.

Balance General Individual			
Cifras en Miles de \$	Dic-10	Dic-11	Jun-12
Activos Corrientes	15.540.097	17.849.103	24.553.373
Activos No Corrientes	328.513.651	323.771.134	315.365.417
Total de Activos	344.053.748	341.620.237	339.918.790
Total de Pasivo	293.416.725	286.235.454	281.575.629
Pasivos Corrientes	28.107.868	27.356.369	28.679.992
Pasivos No Corrientes	265.308.857	258.879.085	252.895.637
Patrimonio Neto Total	50.637.023	55.384.783	58.343.161
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	344.053.748	341.620.237	339.918.790

Estado de Resultados Individual				
Cifras en Miles de \$	Dic-10	Dic-11	Jun-11	Jun-12
Total Ingresos Por Actividades Ordinarias	10.090.323	11.754.611	5.200.476	3.832.631
Gastos por beneficios a los empleados	-674.117	-660.316	-339.013	-335.152
Otros gastos, por naturaleza	-8.535.555	-9.933.935	-4.398.445	-3.149.058
Ingresos financieros	27.638.263	27.178.290	13.466.229	14.076.454
Costos financieros	-23.168.357	-24.202.311	-11.133.602	-11.613.501
Ganancia (pérdida)	4.981.699	4.747.760	2.864.906	2.958.378

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, la industria manufacturera y el 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 tienen relación con 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 que le permitiría 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 en la actualidad no existe la factibilidad económica para 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 2012 la concesionaria presentaba activos líquidos por un monto de UF 1.085.119. Además, la sociedad concesionaria cuenta con una línea de liquidez de UF 2,1 millones con el Banco Itau, hasta diciembre de 2016.

Para la mantención de la clasificación, se espera que el proyecto genere flujos de caja crecientes que les permitan, cuando menos, mantener los niveles de holgura proyectados por *Humphreys*, especialmente para los años 2013 y 2015, donde el servicio de la deuda se incrementa respecto a los restantes períodos. Cualquier evento que disminuya de forma permanente los flujos proyectados, podría conllevar una revisión de la clasificación de riesgo.

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

En diciembre de 2011, la sociedad colombiana ISA Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA), que era propietaria del 60% de Intervial Chile S.A., controladora de **Ruta del Maule**, decide ejercer su opción de compra por el 40% restante que hasta entonces pertenecía a la sociedad española Cintra Infraestructura S.A.

De acuerdo con información a junio de 2012, durante el primer semestre de este año la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 21.727 millones, presentando un aumento nominal de 7,71% respecto a similar lapso de 2011. Cabe señalar que contablemente² se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 3.833 millones (un 26,3% menor respecto al mismo semestre del año anterior). En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 3.149 millones, lo que significó un descenso de 28,41% respecto a la cifra registrada en 2011. Como resultado, la ganancia del período ascendió a \$ 2.958 millones, implicando un incremento de 3,26% respecto a junio de 2011 (a esa fecha esta cifra ascendió a \$ 2.864 millones).

En octubre de 2012, la sociedad ha iniciado, junto con el MOP, obras enfocadas a mejorar los estándares y calidad de servicio de la concesión por UF 1,1 millones.

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 km. En su zona de influencia, los sectores determinantes en la generación del Producto Regional Bruto son el agropecuario-silvícola, industria manufacturera y comercio-.

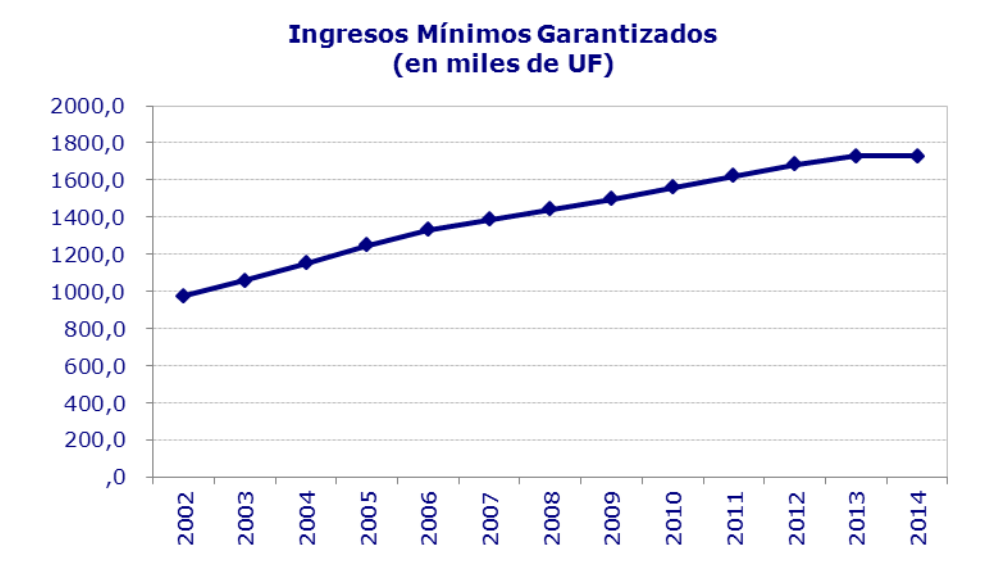
² IFRIC-12 establece que el Estado de Resultados solo reflejará la utilidad financiera que genere el derecho de concesión, entendido como activo financiero, y el margen de construcción y operación y mantenimiento que corresponda a los servicios prestados por la sociedad al MOP. Por lo tanto, la recaudación de peajes, los derechos de acceso y el permiso de sobrepeso ya no pueden ser reconocidos como "Ingresos de Explotación" en el Estado de Resultados, sino que rebajarán el activo financiero.

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 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 *bypass* 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 Intervial Chile S.A. A continuación se muestra la distribución de la sociedad a junio de 2012:

Accionistas	Porcentaje
Ruta del Maule Sociedad Concesionaria S.A.	Propiedad
Intervial Chile S.A.	99,9993%
ISA Inversiones Toltén Ltda.	0,0007%

ISA

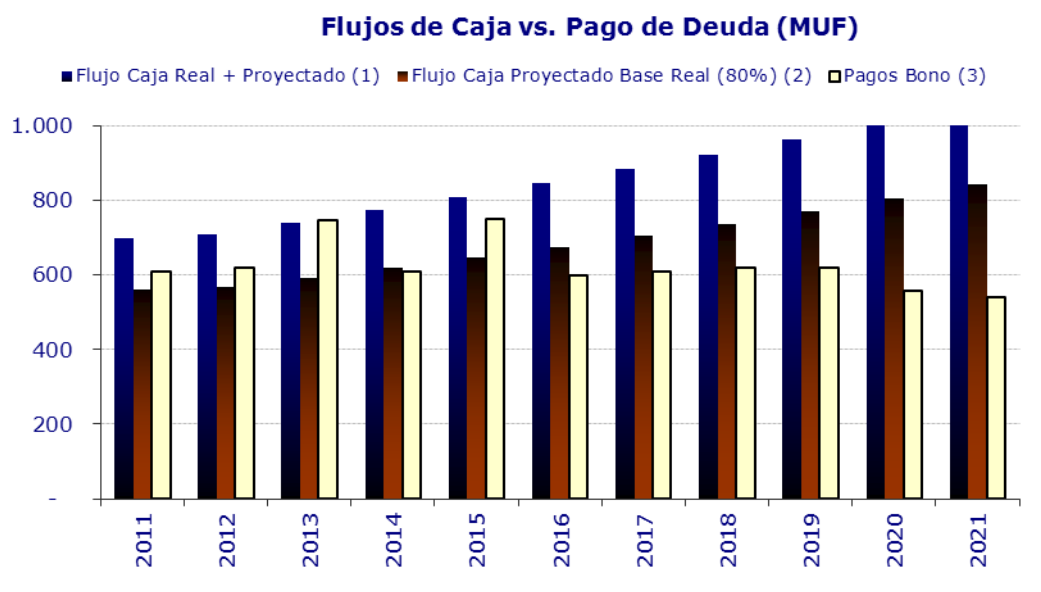
Isa es una empresa de origen colombiano, constituida en 1967, con negocios en las siguientes áreas: transporte de energía eléctrica, operación y administración de mercados energéticos, transporte de telecomunicaciones, construcción de proyectos de infraestructura y concesiones viales. En 2010 ISA adquiere el 60% de Cintra Chile al grupo español Ferrovial que hasta

entonces se había adjudicado varios proyectos de infraestructura en el país, entre ellos el tramo Talca Chillán de la Ruta 5. En diciembre de 2011, ISA adquiere el 40% restante de Cintra Chile. Al cierre de 2011, ISA tenía activos que superaban los US\$ 4.800 millones y durante esa gestión generó ingresos por US\$ 2.249 millones.

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 hasta su vencimiento. 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 (según las estimaciones extraídas del modelo base). A la fecha, mantiene activos líquidos por UF 1.085.119. 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 2011.

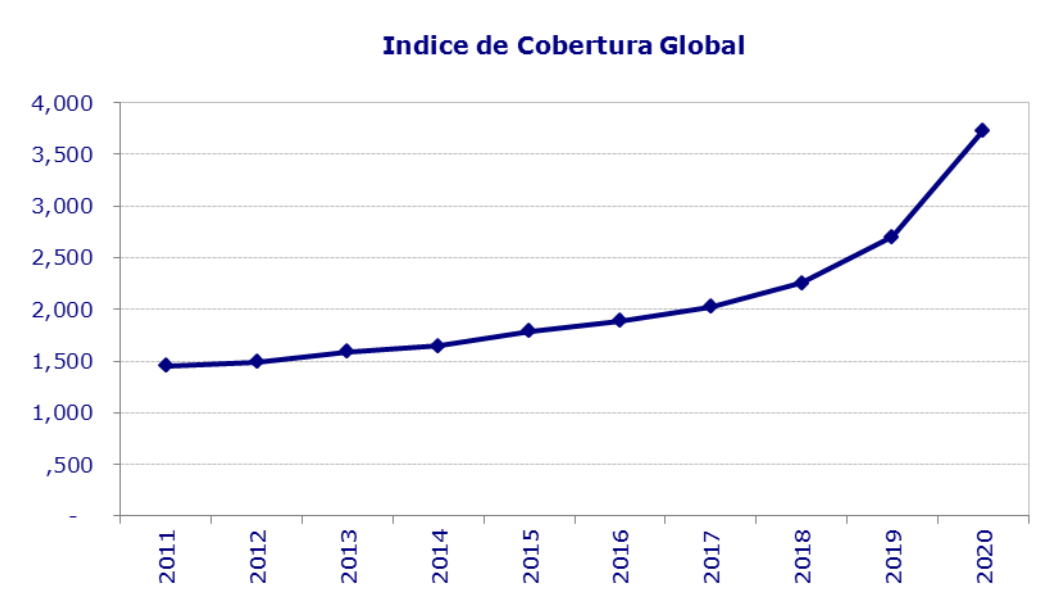
(2) EBITDA proyectado por **Humphreys** castigado en un 20%.

(3) Pago de los bonos.

Índice de Cobertura Global

El indicador de cobertura global es calculado como el cociente entre el valor presente de los EBITDA proyectados para el periodo de vigencia de los bonos, descontados 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 global³ se muestra a continuación:

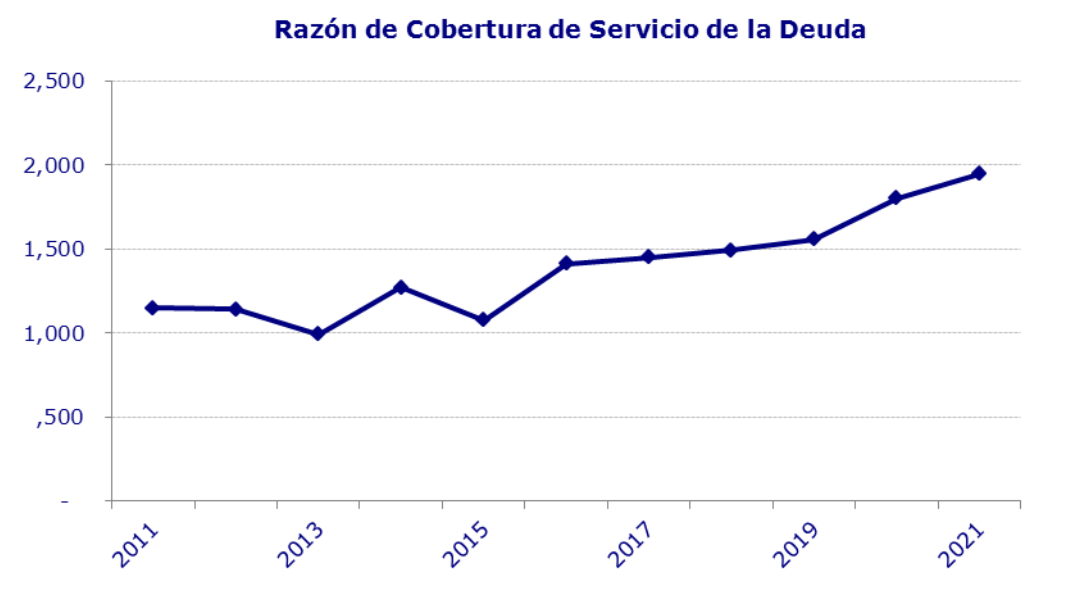


Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda⁴ (RCSD), muestra la holgura de la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA proyectado. Se evidencia que en 2013 y 2015 el EBITDA generado por la sociedad le podría brindar reducida holgura para el

³ Para el año 2011 se usan los datos reales para el cálculo del indicador. Desde 2012 en adelante se usan proyecciones realizadas sobre la base de supuestos utilizados por **Humphreys**.

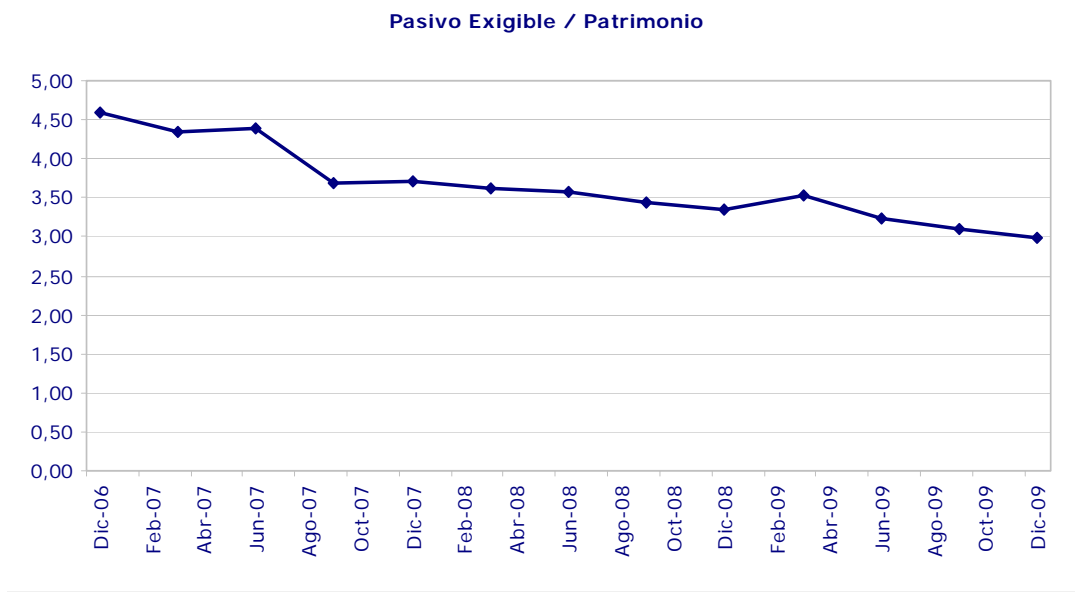
⁴ Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

cumplimiento de sus obligaciones; sin embargo, este potencial problema se ve contrarrestado por su elevada liquidez. La evolución y proyección la RCSD se muestra en el gráfico que sigue:

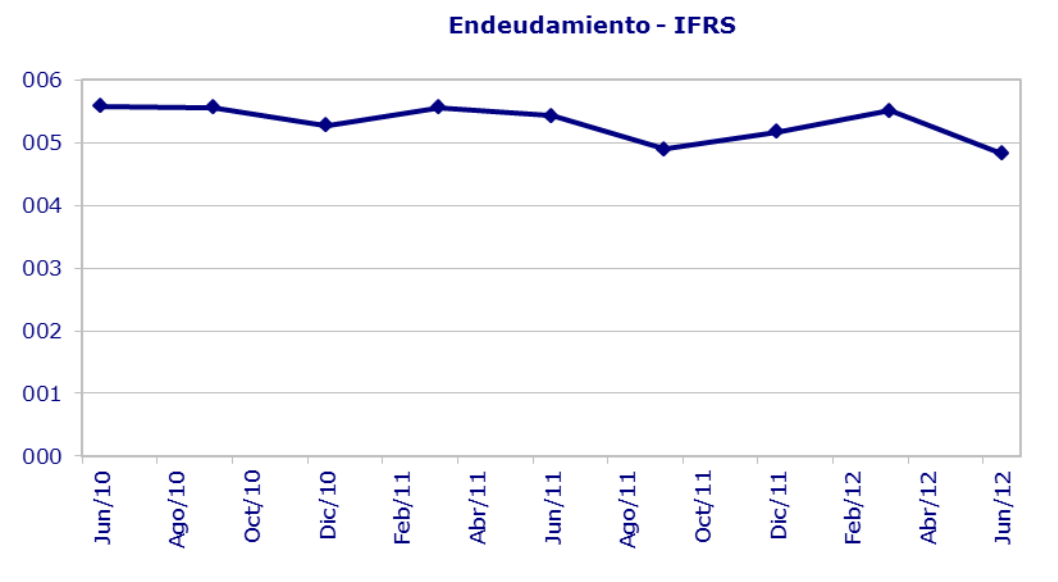


Endeudamiento

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:



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.”