



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Hernán Jiménez A.

Tel. (56-2) 2433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

Ruta del Maule Sociedad Concesionaria S.A.

Octubre 2013

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
Bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	30 junio de 2013

Características Bonos Colocados en Chile (Julio 2013)

Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Periodo Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Plazo (Años)
417	B1-B2	5.650.500	2,75	Semestral	3.524.777	15,0
	C1-C2	1.124.500	3,50	Semestral	1.124.500	15,5

Inscripción de la Línea de Bonos en el Registro de Valores N° 417 con fecha 13 de junio de 2005.

Estado de Resultados Individual

Cifra 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

Cifra 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 y Patrimonio	208.399.207	195.972.934	175.516.463	185.586.661	177.789.925

EERR Consolidados IFRS				
M\$	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Jun-13
Ingresos de actividades ordinarias	32.112.283	38.667.059	42.222.402	24.124.995
Otros gastos por naturaleza	-22.301.922	-24.824.214	-20.885.541	-7.528.761
Gasto por beneficios a empleados	-674.117	-674.117	-718.719	-319.848
Costos financieros	-9.874.894	-9.312.032	-8.968.388	-3.376.310
Ganancia	-738.650	3.856.696	11.649.754	12.900.076

Balance General Consolidado, IFRS				
M\$	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Jun-13
Activos Corrientes	15.540.097	62.244.771	67.756.778	79.756.638
Activos No Corrientes	328.513.651	230.940.292	224.399.004	157.497.914
Total Activos	344.053.748	293.185.063	292.155.782	236.849.552
Pasivos Corrientes	28.107.868	28.926.208	32.903.081	29.854.520
Pasivos No Corrientes	263.416.725	210.296.400	198.958.131	143.485.732
Patrimonio	50.637.023	53.960.455	60.294.570	63.509.300
Total Pasivos y Patrimonio	344.053.748	293.185.063	292.155.782	236.849.552

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, industria manufacturera y 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 de la estructura financiera de los bonos. Si bien los títulos de deuda cuentan con la garantía irrevocable de MBIA Insurance Corporation, ésta 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 2015 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 2013 la concesionaria presentaba activos líquidos por un monto cercano a UF 1.300.000. Además la sociedad concesionaria cuenta con una línea de liquidez de UF 2,1 millones con el Banco Itau, hasta el año 2016.

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.

Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2013 la empresa generó ingresos por tráfico que ascendieron a \$ 24.067 millones, presentando un aumento de 10,8% respecto a 2012. Cabe señalar que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 4.352 millones (un 13,6% mayor respecto al mismo semestre del año anterior). En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 3.634 millones, lo que significó un aumento de 15,9% respecto al mismo periodo del año anterior.

La ganancia se redujo a \$ 1.320 millones antes de impuesto, equivalente a una caída de 66,5%, básicamente por el menor rendimiento no operacional producto de la disminución de la partida “otras ganancias”, que el año 2012 se vio favorecida por la liquidación de los seguros asociados a los siniestros causados por el terremoto de 2010, y la baja de otros ingresos financieros, variaciones que no pudieron ser compensadas por el menor costo financiero contabilizado durante el primer semestre de 2013. La ganancia después de impuesto fue de \$ 1.111 millones.

A fines del 2011, ISA adquiere el 40% restante de la propiedad de la autopista, haciéndose dueña del total de las acciones de la sociedad concesionaria. La operación se enmarca en el acuerdo suscrito el 15 de septiembre de 2010 donde las partes concertaron la opción de compra por parte de la compañía colombiana ISA.

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 pertenecen o en la economía.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

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

La construcción de la vía concesionada amplió su capacidad y produjo un significativo mejoramiento de sus niveles de servicio, debido 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 el ingreso mínimo establecido en las bases de licitación y los ingresos reales de la concesionaria.

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 *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.

Patrocinadores

Ruta del Maule es controlada por Grupo ISA a través de Intervial Chile S.A. con un 99,99% de la propiedad mientras que el 0,01% restante lo posee ISA Inversiones Toltén Ltda.

Accionistas	Propiedad
Intervial Chile S.A.	99,99%
ISA Inversiones Toltén Ltda	0,01%

Intervial Chile S.A.

Intervial Chile es una de las principales operadoras de concesiones de carreteras interurbanas a lo largo del país. Desde 1996 tiene bajo su responsabilidad el control, la operación y la administración de 907 kilómetros desde Santiago hasta la ciudad de Río Bueno, al sur del país. El accionista de la compañía es la compañía colombiana ISA, quien posee el 100% de la participación. 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. Al segundo trimestre del 2013, ISA tenía activos que superaban los US\$ 14,0 mil millones e ingresos por US\$ 0,9 mil millones.

Mecanismo de distribución de ingresos

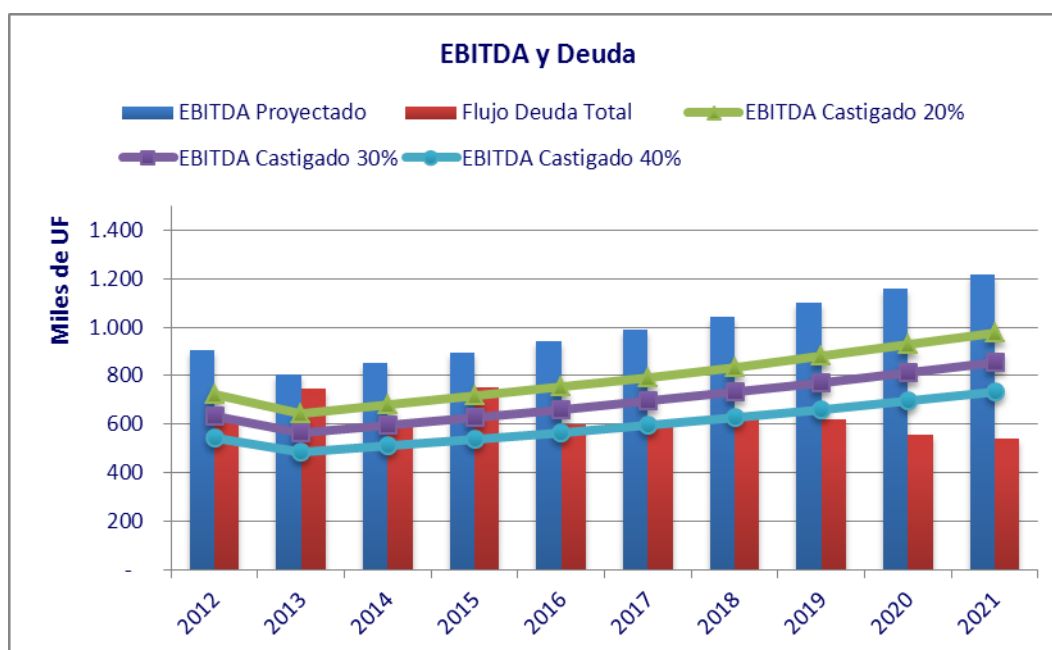
Este mecanismo transforma la duración de la concesión desde un plazo fijo a uno variable, de manera que la concesión termina cuando el valor presente de los ingresos en la extensión del plazo original, descontados al 9,5% real, alcancen el Ingreso Total Garantizado de UF 12 millones.

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.

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

Las proyecciones efectuadas en relación con los flujos de la concesionaria son de exclusiva elaboración y responsabilidad de **Humphreys**, por lo tanto, bajo ningún contexto, comprometen o representan la opinión de terceros ajenos a las administraciones de la clasificadora. Para la confección de los flujos¹ futuros, **Humphreys** tomó en consideración los estudios de tráfico existentes, los cuales se han ido ajustando en base al desempeño real que se ha exhibido en los años de operación. La proyección muestra que **Ruta del Maule** puede hacer frente al pago de la deuda, pero si el flujo proyectado comienza a decaer, podría verse afectado. Sin embargo, la sociedad concesionaria posee activos líquidos cercanos a UF 1.300.000 para hacer frente a cualquier obligación que tenga. La proyección y los flujos futuros de la deuda se muestran a continuación:



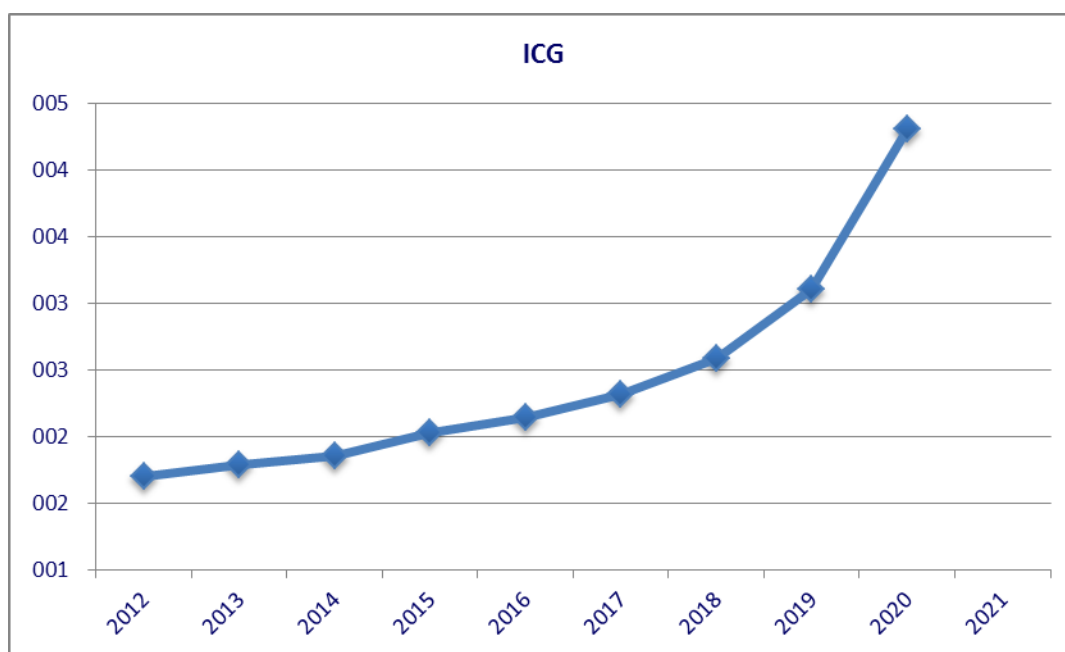
Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como el cociente 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

¹ En el caso de **Ruta del Maule**, la construcción de los flujos se realizaron considerando como ingresos operacionales los provenientes por el sistema de cobro de peajes por derecho de paso mientras que para los costos se tomaron los gastos por naturaleza más los intereses pasivo por infraestructura. A esto se le restan los gastos de administración y ventas junto con las depreciaciones y amortizaciones.

saldo insoluto de la deuda financiera de la concesionaria. De esta forma, si el indicador muestra una relación mayor a uno, entonces se presume que la compañía no debiera presentar problemas para dar cumplimiento al pago de sus pasivos financieros, bajo el supuesto de un adecuado calce de los flujos.

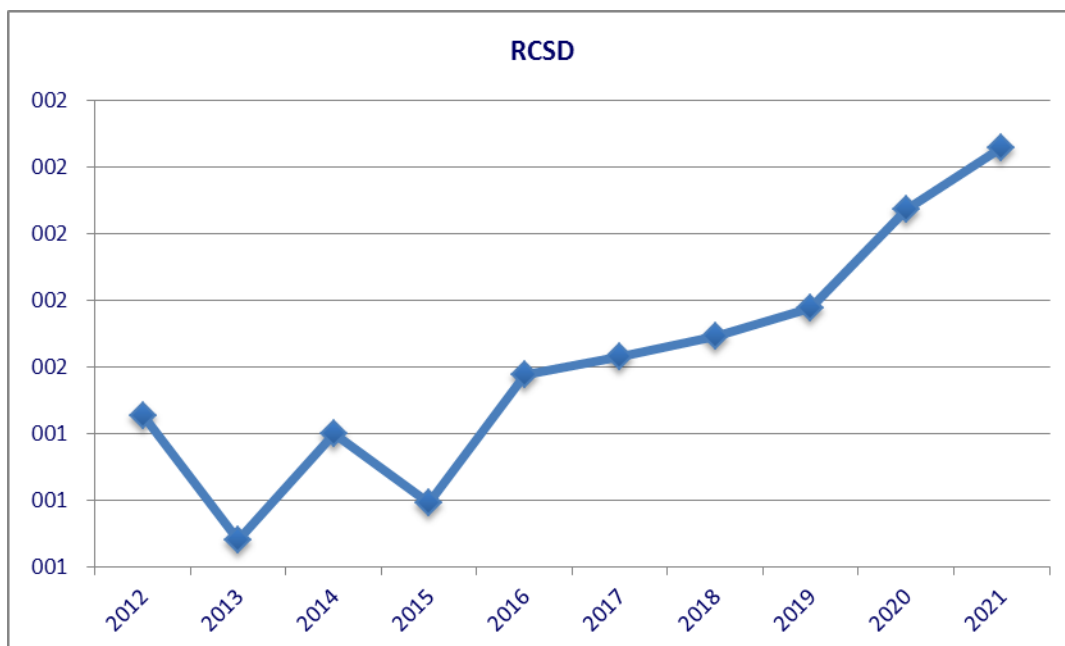
En el caso de **Ruta del Maule**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre uno, y con una tendencia al alza que toma más fuerza en al final del periodo analizado debido a que el EBITDA proyectado comienza a aumentar mientras que el flujo de la deuda disminuye. La proyección del indicador de cobertura global² se muestra a continuación:



Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda³ (RCSD) muestra para cada periodo cuán holgado es el EBITDA generado por la sociedad en relación con el pago de los pasivos. En particular para **Ruta del Maule**, este indicador muestra holguras aceptables. Hasta el 2015 el indicador se mantiene con valores muy cercano a uno, lo que significa que ante flujos menores a los proyectados podría necesitarse hacer uso de los saldos en caja del emisor. El indicador y su proyección se muestran a continuación:

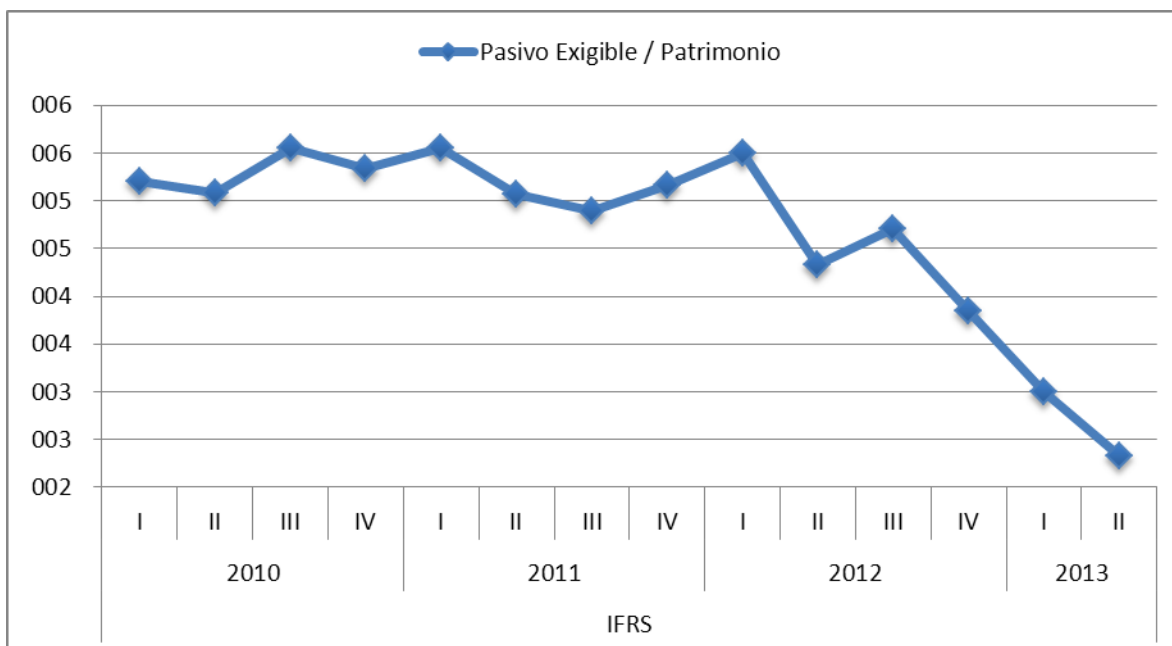
² Para el año 2012 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; a partir de 2013 se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.

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, muestra una tendencia a la baja, la cual se debe a que el patrimonio registra un crecimiento promedio de un poco menos de un 2,0% mientras que el pasivo exigible se ha reducido un 3,5% promedio trimestral, ayudando a que la relación marque menos de 2,5 veces. A continuación se grafica esta relación.



“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”.