



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Eduardo Valdés S.  
Tel. (56) 22433 5200  
eduardo.valdes@humphreys.cl

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

**Octubre 2014**

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
Bonos Tendencia	A Estable
EEFF Base	Junio de 2014

Características Bonos Colocados en Chile (Agosto 2014)						
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	2.979.028	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 NCCh					
M\$ de cada año	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 administración 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
<b>Utilidad neta</b>	<b>1.652.036</b>	<b>4.921.531</b>	<b>1.965.811</b>	<b>1.997.448</b>	<b>3.059.611</b>

Balance General Individual NCCh					
M\$ de cada año	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
<b>Total activos</b>	<b>208.399.207</b>	<b>195.972.934</b>	<b>175.516.463</b>	<b>185.586.661</b>	<b>177.789.925</b>
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
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>208.399.207</b>	<b>195.972.934</b>	<b>175.516.463</b>	<b>185.586.661</b>	<b>177.789.925</b>

### Estado de Resultados Individual IFRS

M\$ de cada año	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Jun-14
Ingresos de actividades ordinarias	10.090.323	11.754.611	9.416.928	8.857.771	5.360.406
Otros gastos por naturaleza	-8.535.555	-9.933.935	-7.838.661	-7.353.598	-4.514.251
Gasto por beneficios a empleados	-674.117	-660.316	-718.719	-696.548	-357.878
Costos financieros	-23.168.357	-24.202.311	-22.015.268	-19.053.271	-8.926.245
Ganancia	4.981.699	4.747.760	7.013.982	1.633.956	-494.963

### Balance General Individual IFRS

M\$ de cada año	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Jun-14
Activos Corrientes	15.540.097	17.849.103	67.756.778	83.953.802	92.387.883
Activos No Corrientes	328.513.651	323.771.134	224.399.004	147.336.761	126.360.824
Total Activos	344.053.748	341.620.237	292.155.782	231.290.563	218.748.707
Pasivos Corrientes	28.107.868	27.356.369	32.903.081	29.076.918	28.564.753
Pasivos No Corrientes	265.308.857	258.879.085	198.958.131	138.180.924	126.646.196
Patrimonio	50.637.023	55.384.783	60.294.570	64.032.721	63.537.758
Total Pasivos y Patrimonio	344.053.748	341.620.237	292.155.782	231.290.563	218.748.707

## 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 características 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, clasificado en "Categoría B2" 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 15 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 2014 la concesionaria presentaba activos líquidos por un monto cercano a UF 1.600.000. Además la sociedad concesionaria cuenta con una línea de liquidez de UF 2,1 millones con el Banco Itaú, 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.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Importancia de la ruta para la conexión del sur del país.

#### 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

- Disminuciones en el tráfico vehicular (baja probabilidad).
- Incumplimientos de obligaciones asumidas con el MOP (baja probabilidad).

## 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.

## Hechos recientes

### Resultados 2013

Durante el año 2013, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 46.389 millones, presentando un aumento de casi 10% respecto al año anterior, lo que significa un crecimiento del tráfico de 1.733.577 vehículos en el período. Cabe señalar que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 8.858 millones, un 5,9% inferior respecto a 2012, producto de menores ingresos de operación y construcción.

El resultado antes de impuestos de la compañía disminuyó un 85,7%, desde \$ 8.380 a \$ 1.195 millones entre 2012 y 2013, explicados principalmente por menores ingresos financieros. El resultado final ascendió a \$ 1.634 millones, que representan una disminución de 76,7% respecto al cierre año anterior (\$ 7.014 millones).

### Primer semestre 2014

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2014 la empresa generó ingresos por tráfico que ascendieron a \$ 25.480 millones, presentando un aumento de 5,9% respecto al primer semestre de 2013. Cabe señalar que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 5.360 millones (un 23,2% mayor respecto igual período del año anterior). En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 4.514 millones, lo que significó un aumento de 24,2% respecto al mismo periodo del año anterior.

El resultado antes de impuestos de la compañía disminuyó desde \$ 1.320 millones hasta un valor negativo de \$ 1.506 millones entre el primer semestre de 2013 y 2014, que se debe principalmente a menores ingresos financieros y mayores gastos de conservación y mantenimiento. El resultado después de impuesto alcanzó un valor negativo de \$ 495 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 kms.

A diciembre 2013, la vía constaba de 74 puentes, 40 enlaces, 52 pasarelas peatonales, 10 pasos sobre y bajo línea férrea, 11 atravesos, 186 paraderos de buses, 65 kms. de calles de servicio, 3 kms. de ciclovías, 58 citófonos S.O.S. de emergencia, 4 áreas de servicios, 2 estacionamientos de camiones y 2 áreas de control.

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 es 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.

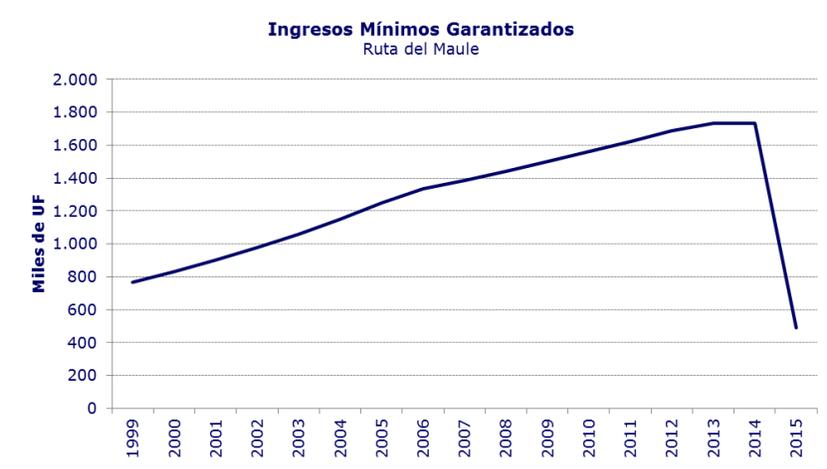
<b>Accionistas</b>	<b>Propiedad</b>
Intervial Chile S.A.	99,9993%
ISA Inversiones Toltén Ltda	0,00007%

### **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 empresa colombiana ISA, quien posee el 100% de la participación; 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 de 2014, ISA tenía activos cercanos por US\$ 13.527 millones e ingresos operacionales por US\$ 967 millones.

## **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 importe a pagar será la diferencia que se produzca entre los ingresos reales de la concesionaria y el mínimo establecido en las bases de licitación (Modificado de acuerdo al convenio complementario N°4).



## Mecanismo de distribución de ingresos

Este mecanismo transforma la duración de la concesión desde un plazo fijo a uno variable, de manera ésta 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 12.013 miles.

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.

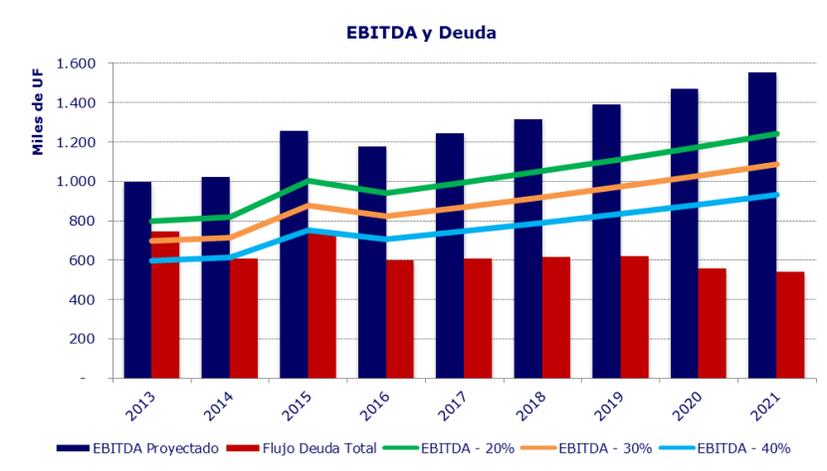
## Análisis financiero

### 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 flujos<sup>1</sup> futuros, **Humphreys** tomó en consideración los estudios de tráfico iniciales, 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 decae fuertemente en el mediano plazo,

<sup>1</sup> 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.

podrían presentarse complicaciones para el cumplimiento oportuno de las obligaciones. Sin embargo, como atenuante ante un desempeño inferior al proyectado, se tiene el que la sociedad concesionaria posee activos líquidos cercanos a UF 1.600.000 para hacer frente a imprevistos que afecten negativamente la generación de flujos. La proyección y los flujos futuros de la deuda se muestran a continuación:

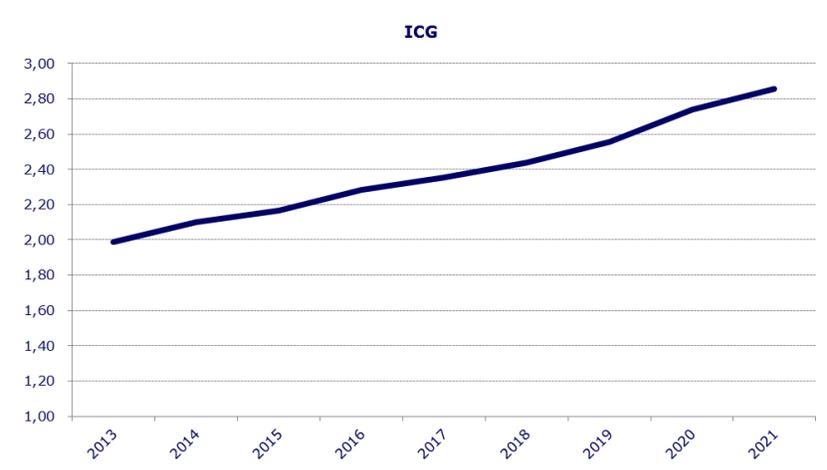


## Índice de cobertura global

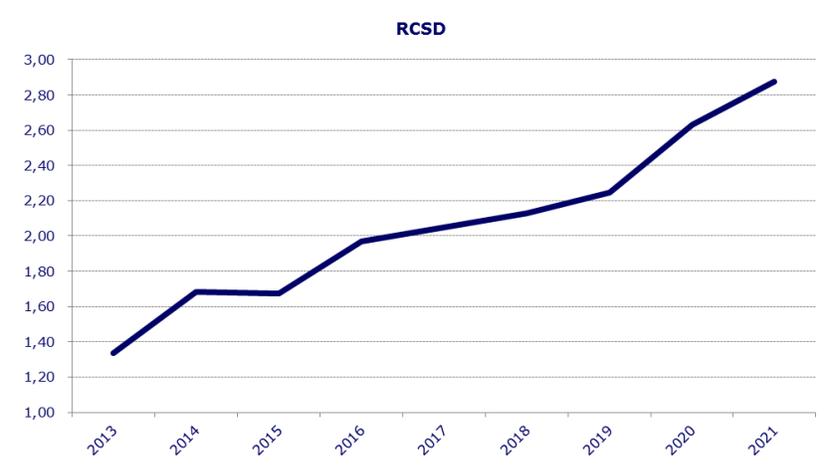
El indicador de cobertura global es calculado como el cociente entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de los mismos, y el saldo insoluto de la deuda financiera de la concesionaria. De esta forma, si el indicador muestra una relación mayor a uno, entonces, previo ajuste por el pago de impuesto, 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 global<sup>2</sup> se muestra a continuación:

<sup>2</sup> Para el año 2013 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; a partir de 2014 se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.



Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda<sup>3</sup> (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. El indicador y su proyección se muestran a continuación:



## Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, muestra una tendencia a la baja, la cual se debe a que a contar de 2011, el patrimonio ha crecido un 1,7% promedio, mientras que en ese mismo período, el pasivo exigible se ha reducido en 3,2% promedio trimestral, ayudando a que la relación alcance 2,4 veces en el segundo trimestre de 2014. A continuación se grafica esta relación.

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



*"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".*