



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación**

Analista
Hernán Jiménez Aguayo
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Ruta del Maule Sociedad Concesionaria S.A.

Octubre 2015

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 y bonos	A+ ¹
Tendencia	Estable
Estados Financieros	30 de junio de 2015

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 417 de 13.06.2005
Bono Serie B1 (BRTAC-B1)	21.06.2005
Bono Serie B2 (BRTAC-B2)	21.06.2006
Bono Serie C1 (BRTAC-C1)	12.09.2006
Bono Serie C2 (BRTAC-C2)	12.09.2006

Características bonos colocados en Chile (julio 2015)						
Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Plazo (Años)
417	B1-B2	5.650.500	2,75%	Semestral	2.360.135	15
	C1-C2	1.124.500	3,50%	Semestral	1.124.500	15,5

Estado de resultados, IFRS					
M\$	2011	2012	2013	2014	jun-15
Ingresos de actividades ordinarias	38.663.783	42.183.751	46.483.514	48.718.515	29.071.081
Otros gastos por naturaleza	-24.824.214	-20.885.541	-15.020.472	-16.054.866	-6.663.909
Gasto por beneficios a empleados	-660.316	-718.719	-696.548	-738.070	-327.648
Costos financieros	-9.312.032	-8.968.388	-11.386.397	-10.675.637	-4.378.090
Ganancia	3.867.221	11.611.103	19.380.097	21.249.942	17.701.434

¹ Clasificación anterior: A.

Balance general, IFRS					
M\$	2011	2012	2013	2014	jun-15
Activos Corrientes	17.849.103	67.756.778	83.953.802	99.241.207	107.696.054
Activos No Corrientes	323.771.134	224.399.004	147.336.761	114.673.136	93.682.874
Total Activos	341.620.237	292.155.782	231.290.563	213.914.343	201.378.928
Pasivos Corrientes	27.356.369	32.903.081	29.076.918	31.348.208	30.470.946
Pasivos No Corrientes	258.879.085	198.958.131	138.180.924	118.066.090	105.878.628
Patrimonio	55.384.783	60.294.570	64.032.721	64.500.045	65.029.354
Total Pasivos y Patrimonio	341.620.237	292.155.782	231.290.563	213.914.343	201.378.928

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 región del Maule y la del Bio Bio. 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.

El cambio en la clasificación desde "Categoría A" a "Categoría A+" responde a que los flujos provenientes de la operación han logrado ser mayores a los proyectados por la clasificadora. Adicionalmente y producto de lo anterior, los nuevos análisis de **Humphreys** permiten presumir que, en virtud de los contratos suscritos con el Ministerio de Obras Públicas, la concesión finalizaría aproximadamente el año 2018, reduciendo el horizonte de tiempo de la proyección y, por ende, su riesgo temporal. Cabe mencionar que los fondos acumulados por el emisor, más los flujos estimados hasta el año 2018 son más que suficiente para hacer frente el pago del saldo insoluto de la deuda y de intereses que se devenguen.

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 (en contraposición podría conllevar a una reducción del plazo de la concesión, tal como se espera que suceda en la práctica).

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 2015 la concesionaria presentaba activos líquidos por un monto cercano a UF 1.931.000. Además la sociedad concesionaria cuenta con una línea de liquidez de UF 0,6 millones con el Banco Itau, hasta el año 2016.

Es importante señalar que las proyecciones de **Humphreys**, no obstante ser conservadoras, implican que el plazo de la concesión, dado las condiciones establecidas por el Mecanismo de Distribución de Ingresos, terminaría con anterioridad el vencimiento del último cupón del título de deuda (alrededor de tres años antes). Sin embargo, las inversiones liquidadas que actualmente mantiene **Ruta del Maule**, sumado a los excedentes esperados a futuro, serían más que suficiente para responder oportunamente al pago íntegro de los bonos,

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.

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.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2015 la empresa generó ingresos por tráfico que ascendieron a \$ 29.025 millones, presentando un aumento de 13,9%

respecto al primer semestre de 2014. Los ingresos por tráfico registraron un incremento de 13,8% al alcanzar los \$ 28.998 millones. Cabe señalar que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 4.313 millones (una contracción de 19,5% con respecto igual período del año anterior), donde la diferencia se debe principalmente al efecto de la norma IFRIC 12². En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 3.726 millones, lo que significó una disminución de 17,5% respecto al mismo periodo del año anterior.

El resultado antes de impuestos pasó de registrar una pérdida de \$ 1.506 millones a junio de 2014 a mostrar una ganancia de \$ 48 millones a la misma fecha de 2015, el cual se debe principalmente a menores ingresos ordinarios y mayores gastos de conservación y mantenimiento. El resultado después de impuesto alcanzó un valor de \$ 529 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 región del Maule y la del Bio Bio. 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 la actualidad, la vía consta de 74 puentes, 40 enlaces, 52 pasarelas peatonales, 10 pasos sobre y bajo línea férrea, 11 atravesos, 186 paraderos de buses, 65 km. de calles de servicio, 3 km. 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

² El modelo IFRIC 12 considera los costos de operación y construcción y recaudados de peajes y otros montos estipulados en el acuerdo de concesión. Influye en el reconocimiento de los ingresos de la compañía, como también en la valorización del activo financiero.

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, medido a un valor presente. De esta forma, el régimen de concesión a plazo fijo se convierte a plazo variable, hasta alcanzar ingresos totales garantizados de UF 12.012.839,; como contrapartida la sociedad concesionaria realiza inversiones por un monto máximo de UF 961.027.

Convenio Ad Referéndum N° 1

Con fecha 17 de enero de 2010, la sociedad concesionaria y el MOP suscribieron este convenio, el cual involucra inversiones para la elaboración de una serie de proyectos de ingeniería sobre seguridad normativa dentro del tramo Talca Chillan.

Convenio Ad Referéndum N° 2

Con fecha 27 de enero de 2010, la sociedad concesionaria y el MOP suscribieron este convenio donde se encarga a la sociedad concesionaria, por un monto cercano a las UF 226.736, la elaboración del estudio de ingeniería definitiva de reemplazo del puente Achibueno Oriente ejecutar las inversiones asociadas al reemplazo de este puente.

Convenio Ad Referéndum N° 3

Con fecha 15 de diciembre de 2010 la sociedad concesionaria y el MOP suscribieron este convenio que encarga inversiones y gastos para la construcción de obras adicionales al contrato de concesiones del servicio de suministro, mantención y operación de la iluminación de las Áreas de Servicio de Control, ubicadas en San Rafael y Ñuble. A su vez se encargaron los trabajos necesarios para independizar los sistemas de energía eléctrica externa de la que utiliza Carabineros de Chile al interior del edificio de control.

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.	99,9993%
ISA Inversiones Toltén Ltda.	0,0007%

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 2015, ISA tenía activos cercanos por US\$ 10.173 millones e ingresos operacionales por US\$ 438 millones.

Mecanismo de distribución de ingresos

Este mecanismo transforma la duración de la concesión desde un plazo fijo a uno variable, de manera que 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 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 flujos 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 operación³. La proyección muestra que **Ruta del Maule** puede hacer frente al pago de la deuda, pero si el flujo proyectado decae fuertemente en los próximos años, 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 1.931.000 para hacer frente a imprevistos que afecten negativamente la generación de flujos. La proyección y los flujos futuros de la deuda se muestran en la Ilustración 1.

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.

³ Es importante mencionar que las proyecciones determinan que la concesión se terminaría antes del último vencimiento de la deuda. Sin embargo, los datos que se presentan a continuación son proyecciones consideradas hasta el último pago del bono.

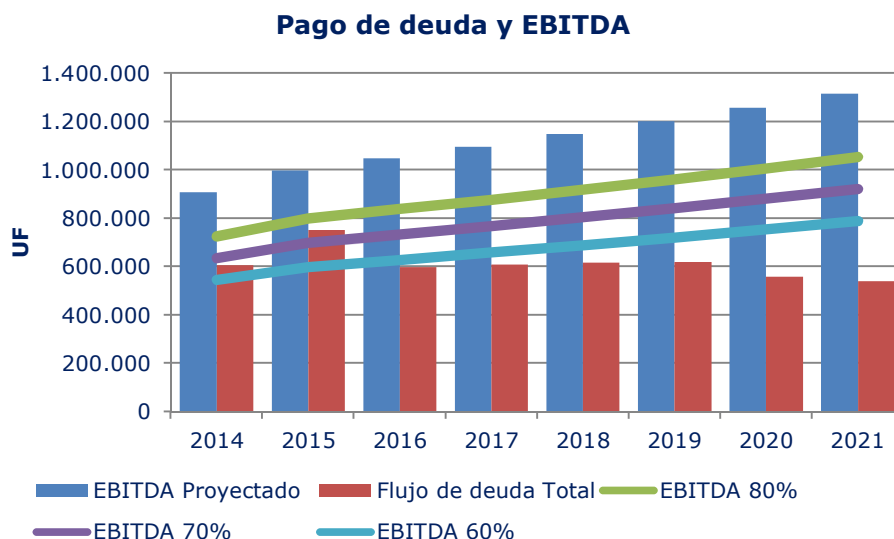


Ilustración 1: Proyección del EBITDA y pago de la deuda

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 global⁴ se muestra en la Ilustración 2.

Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda⁵ (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 en la *Ilustración 3*.

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 1,0% promedio en los últimos cuatro años, mientras que en ese mismo período, el pasivo exigible se ha reducido en 4,2% promedio trimestral en el mismo periodo de tiempo, ayudando a que la relación alcance 2,1 veces en el segundo trimestre de 2015. Esta relación se puede observar en la Ilustración 4.

⁴ Para el año 2014 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; a partir de 2015 se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.

⁵ El indicador sobre uno muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

ICG

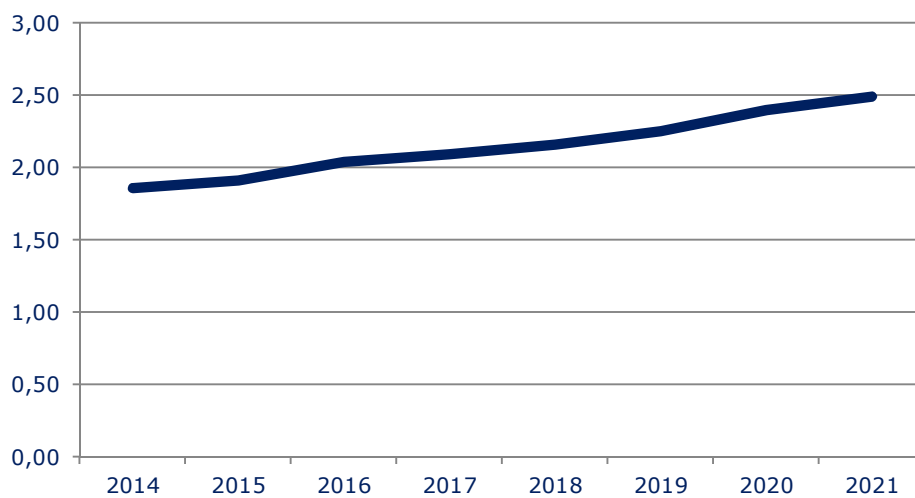


Ilustración 2: Índice de cobertura global

RCS D

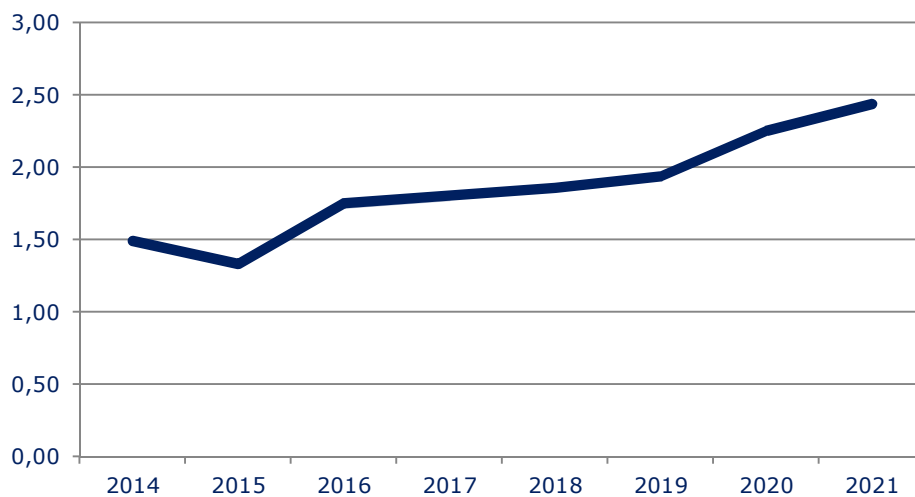


Ilustración 3: Proyección de la razón de cobertura de servicio de la deuda

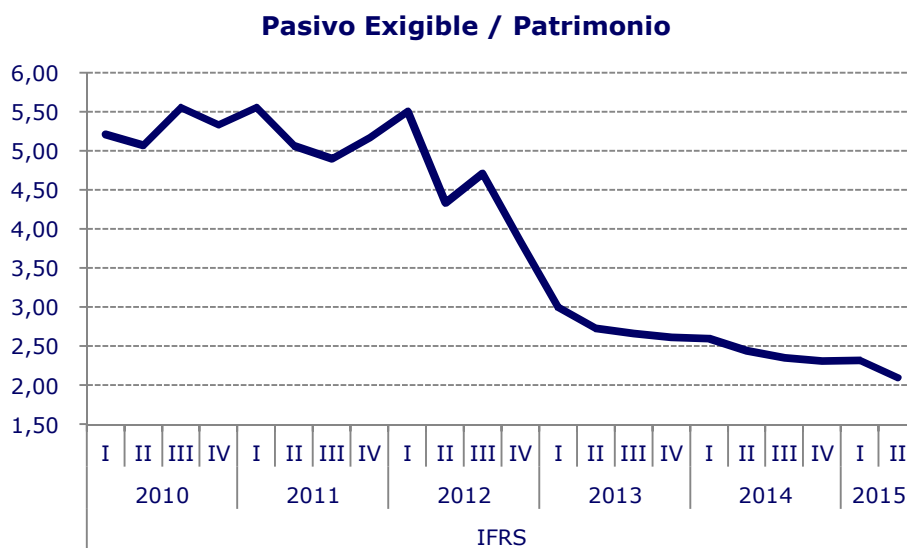


Ilustración 4: Evolución del endeudamiento

"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."