



Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

Eric Pérez F.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

[eric.perez@humphreys.cl](mailto:eric.perez@humphreys.cl)

[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

**Ruta del Maipo**

**Sociedad Concesionaria S.A.**

**Junio 2021**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 22433 5200  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	<b>A+</b> <b>Estable</b>
EEFF base	31 de marzo de 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie C (BAMAI-C) Serie D (BAMAI-D) Serie E (BAMAI-E) Serie F (BAMAI-F)	Nº 877 de 21.12.2017 Primera emisión Primera emisión Primera emisión Segunda emisión

Características bonos colocados en Chile				
Series	Tasa interés anual (%)	Período capitalización	Valor nominal Vigente UF <sup>1</sup>	Fecha vencimiento
C	4,85%	Semestral	5.800.000	Junio 2025
D	3,20%	Semestral	9.317.042	Diciembre 2030
E	2,30%	Semestral	1.000.000	Diciembre 2024
F	2,30%	Semestral	5.000.000	Diciembre 2030

Estado de resultados IFRS					
M\$ de cada período	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Ingresos actividades ordinarias	31.300.241	45.475.256	70.430.627	80.226.005	16.553.543
Otros gastos por naturaleza	-26.096.126	-38.257.110	-58.476.736	-67.644.513	-13.620.764
Ingresos financieros	126.090.253	116.991.604	120.126.942	123.988.076	31.703.954
Costos financieros	-58.558.202	-52.232.663	-51.363.216	-56.853.579	-9.521.219
<b>Ganancia neta</b>	<b>45.093.414</b>	<b>42.968.966</b>	<b>45.513.537</b>	<b>39.011.664</b>	<b>11.526.166</b>

<sup>1</sup> Abril 2021.

Estado de situación IFRS					
M\$ de cada período	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>mar-21</b>
Activos corrientes	188.956.759	227.239.044	391.000.313	303.342.688	319.852.962
Activos no corrientes	977.256.120	974.271.140	1.007.769.529	1.116.693.760	1.120.724.220
<b>Total activos</b>	<b>1.166.212.879</b>	<b>1.201.510.184</b>	<b>1.398.769.842</b>	<b>1.420.036.448</b>	<b>1.440.577.182</b>
Pasivos corrientes	55.454.761	79.802.143	73.740.968	88.151.672	91.252.578
Pasivos no corrientes	741.925.405	709.416.605	866.557.748	884.361.430	890.360.095
<b>Total pasivos</b>	<b>797.380.166</b>	<b>789.218.748</b>	<b>940.298.716</b>	<b>972.513.102</b>	<b>981.612.673</b>
Patrimonio	368.832.713	412.291.436	458.471.126	447.523.346	458.964.509
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>1.166.212.879</b>	<b>1.201.510.184</b>	<b>1.398.769.842</b>	<b>1.420.036.448</b>	<b>1.440.577.182</b>

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Ruta del Maipo Sociedad Concesionaria S.A. (Ruta del Maipo)** tiene a su cargo la concesión vial denominada "Concesión Internacional Ruta 5 Tramo Santiago Talca y Acceso Sur a Santiago", 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.

**Ruta del Maipo**, durante 2020, tuvo ingresos<sup>2</sup> por actividades ordinarias por \$ 80.226 millones, en tanto los ingresos por tráfico ascendieron a \$ 119.117 millones. El EBITDA<sup>3</sup> del período alcanzó \$ 88.515 millones, finalizando con una deuda financiera de \$ 833.984 millones.

La clasificación de los títulos de deuda de la sociedad en "Categoría A+" se fundamenta, principalmente, en la existencia de mecanismos legales que acotan una eventual caída en los flujos de caja del emisor. En este contexto, 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 el hecho que el conductor local se ha habituado al pago de peaje, que la autopista es parte de un eje fundamental en la estructura de transporte del país (Ruta 5) y que la autopista ha demostrado tener flujo de vehículos creciente.

<sup>2</sup> De acuerdo a IFRS, la contabilidad de las Concesiones de Infraestructura Pública se debe reconocer según lo establecido por el Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera N° 12 ("CINIIF-12" o "IFRIC-12" en inglés), Acuerdos de Concesión de Servicios.

De acuerdo a ello, la sociedad reconoce el derecho de concesión como un Activo Financiero, que corresponde a una cuenta por cobrar por los servicios de Construcción y Operación y Mantenimiento que entrega la sociedad a su mandante (Ministerio de Obras Públicas, MOP). Esta cuenta por cobrar se compensa con los pagos que realiza el MOP a la sociedad directamente o por medio de los cobros de peajes u otros ingresos garantizados.

Por ende, el Estado de Resultados refleja el ingreso financiero que genera este Activo Financiero y el margen de construcción y operación y mantenimiento que corresponda a los servicios prestados por la sociedad al MOP como ingreso del período. La recaudación de peajes, los derechos de acceso y el permiso de sobrepeso no son reconocidos como "Ingresos de Explotación", sino que rebajan al activo financiero.

<sup>3</sup> Calculado por **Humphreys** como Ingresos por tráfico menos Otros gastos, por naturaleza más Costos de construcción menos Gastos por beneficios a los empleados.

Junto con lo anterior, la clasificación también se sustenta en las características propias de la concesión y en las características de la estructura financiera de los bonos.

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 cuanto a la contingencia actual (COVID-19), si bien se ha visto afectado el tráfico de la autopista, se puede ver que el flujo vehicular a marzo 2021 no ha sido tan bajo como en marzo 2020. Sin embargo, se estima que los flujos de la concesionaria podrían verse fuertemente resentido y aun así cubrir el pago de la deuda dado por la disponibilidad de liquidez de la compañía, que a marzo de 2021 asciende a UF 4,8 millones, y por contar con un Ingreso Mínimo Garantizado que le permite asegurar UF 3,43 millones en 2021.

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. Al 31 de marzo la sociedad mantenía \$ 80.819 millones en efectivo y equivalente de efectivo.

La tendencia de clasificación en el corto plazo se mantiene en "Estable", ya que no se visualizan modificaciones en los factores relevantes que puedan incidir favorablemente o desfavorablemente en la clasificación de riesgo de la compañía; sin perjuicio, de revisar la clasificación en la medida que se prolongue en el tiempo la crisis sanitaria que afecta al país (y continúe incidiendo fuertemente en el desplazamiento de la población).

### 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.

"+": corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Hechos recientes

### Resultados enero-diciembre 2020

Durante el año 2020, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 119.117 millones, presentando una disminución nominal de 10,6% respecto al año 2019. Cabe señalar, que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 80.226 millones (un 13,9% mayor respecto al año 2019). En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 67.645 millones, equivalente a un aumento nominal de 15,7% respecto a 2019.

La ganancia ascendió a \$ 39.012 millones, lo que implica una disminución de 14,3% (al cierre de 2019 esta cifra ascendió a \$ 45.514 millones).

### Resultados enero-marzo 2021

Durante el primer trimestre de 2021, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 37.701 millones, presentando una disminución nominal de 1,4% respecto igual período de 2020. Cabe señalar, que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 16.554 millones (un 3,7% mayor respecto al primer trimestre de 2020). En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 13.621 millones, equivalente a un aumento nominal de 1,9% respecto a igual período de 2020.

La ganancia ascendió a \$ 11.526 millones, lo que implica un aumento de 7,0% (al cierre a marzo de 2020 esta cifra ascendió a \$ 10.774 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 comprende 190 kilómetros de la Ruta 5 Sur, 46 kilómetros del acceso Sur a Santiago y del *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 (al cierre del 2020 el valor presente de los ingresos es UF 23,7 millones aproximadamente).

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 1º 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. Cabe destacar que, debido a los buenos niveles de crecimiento de tráfico que se han presentado durante la concesión, nunca se ha presentado la necesidad de utilizar dicha alza en las tarifas.

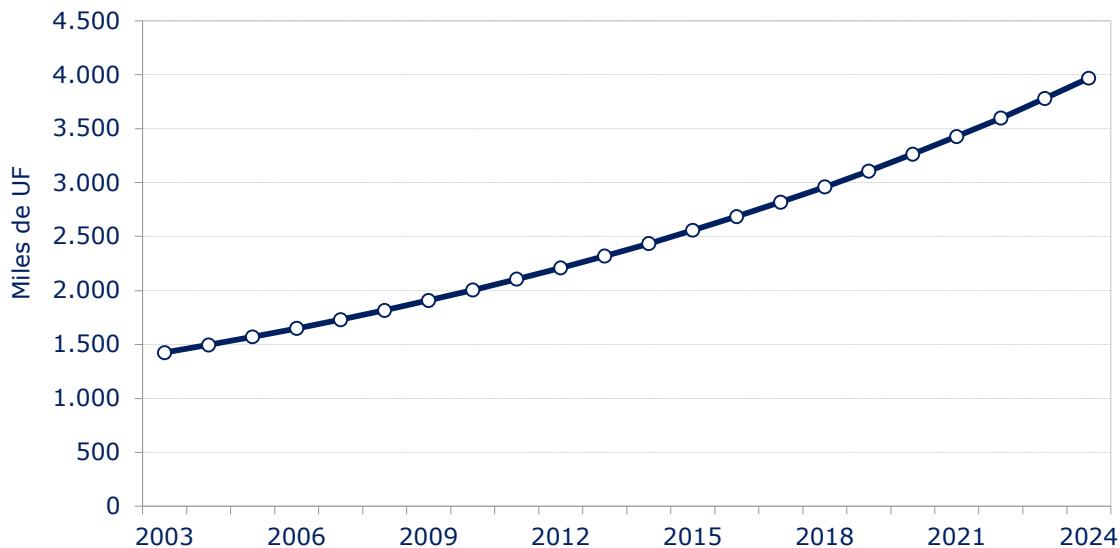
Si el período de extensión de la concesión supera los 100 meses, existe la opción de incrementar la tarifa en un 25% adicional. Junto con lo anterior, la concesionaria también podrá realizar alzas de tarifas por premio de seguridad vial de hasta 5%, esto en virtud de la disminución anual de accidentes y fallecidos. Desde el año 2010, las gestiones de la concesionaria le han permitido ganar el máximo incremento aplicable (5%). 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 —medido 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 y actualmente el plazo estimado es hasta Diciembre de 2032).

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 junio 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, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, 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, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio que regula el pago por indemnización a la 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, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio complementario, en donde la 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° 1**

Con fecha 20 de diciembre de 2010, la Sociedad Concesionaria suscribió este convenio con el Ministerio de Obra Publicas que regula las resoluciones de los Decretos Supremos N° 105 y N°171.

### **Convenio Ad Referéndum N° 2**

Con fecha 18 de octubre de 2010, la Sociedad Concesionaria suscribió este convenio con el Ministerio de Obra Publicas que regula las compensaciones de los Decretos Supremos N° 318, N°748, N° 948 y N° 130. Se facturó el equivalente UF 69.371 por inversiones realizadas, dicho monto ya fue pagado por el Ministerio de Obras Públicas.

### **Convenio Ad Referéndum N° 3**

Con fecha 8 de noviembre de 2010, la Sociedad Concesionaria suscribió este convenio con el Ministerio de Obra Publicas que regula la resolución del Decreto Supremo N° 187.

### **Convenio Ad Referéndum N° 4**

Con fecha 23 de febrero de 2013 fue aprobado el Convenio Ad Referéndum N° 4 sobre el Sistema de Telepeaje Interoperable.

### **Convenio Ad Referéndum N° 5**

Desde diciembre de 2013 se encuentra en ejecución este 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 antivandálicos en el lugar. El MOP reembolsará el costo de las obras a través de resoluciones mensuales, según el estado de avance de éstas<sup>4</sup>. El valor de la inversión alcanza UF 2,3 millones.

### **Convenio Ad Referéndum N° 6**

Con fecha 11 de octubre de 2014, fue aprobado el Convenio Ad Referéndum N° 6, que contempla las "Obligaciones del Titular del Proyecto Acceso Sur a Santiago por Impactos Ambientales" y establece su forma de pago.

### **Convenio Ad Referéndum N° 7**

La Sociedad Concesionaria firmó con fecha 15 de diciembre de 2017, el Convenio Ad Referéndum N°7 en donde se considera la ejecución, conservación, mantención, operación y explotación de obras como Terceras Pistas Ruta 5 Sur, tramo III, km 58.00 al km 70.00, VI Región, Obras Parque La Serena, PID Acceso Provisorio El Recurso, entre otros. Estas obras representan una inversión por MM UF 5,2 y que se ejecutarán entre el año 2017 y 2024.

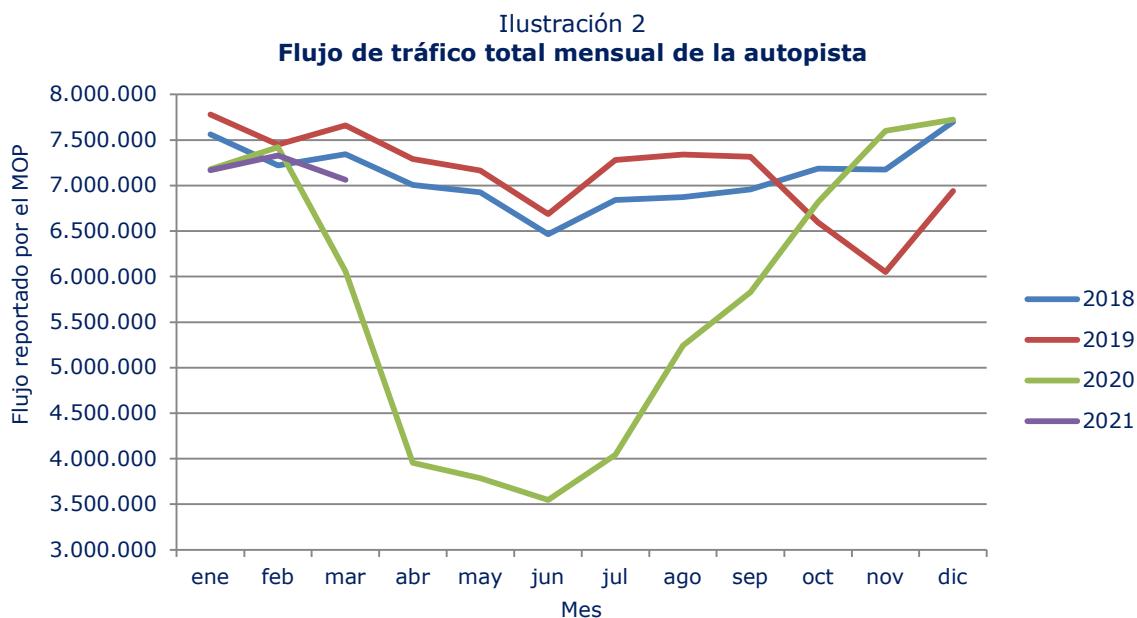
<sup>4</sup> Los costos se actualizarán a una tasa del 5,3% real anual.

### Convenio Ad Referéndum N° 8

Con fecha 21 de diciembre de 2018, la Sociedad Concesionaria firmó este convenio con el Ministerio de Obras Públicas, que sienta las bases para la implementación del sistema *free flow* en el peaje nueva angostura.

### Características del flujo vehicular

En sus años de operación, previos al estallido social del año 2019, la autopista aumentó constantemente el nivel de tráfico que posee en su traza, mostrando en todos los ejercicios un crecimiento respecto del mismo mes del período anterior y creciendo en promedio un 5,3% anual entre 2016 y 2018. Actualmente, si bien el flujo se ha visto afectado por las recientes contingencias, la autopista ha demostrado tener buena recuperación frente a eventos como el terremoto del 2010.



### Patrocinadores

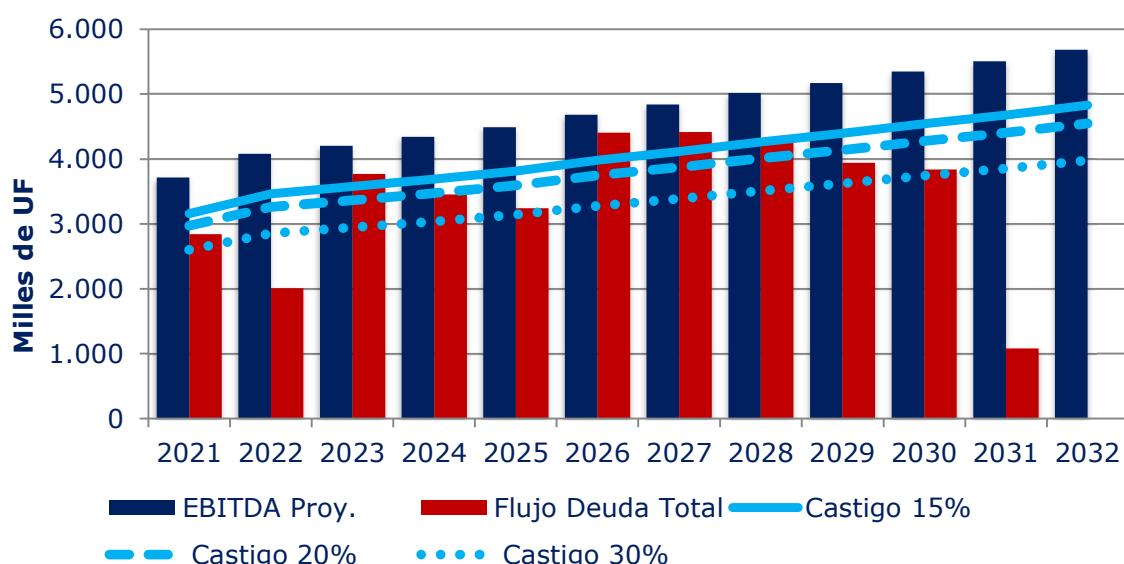
ISA S.A. E.S.P. es una organización de origen colombiano, constituida en 1967, con negocios en las siguientes áreas: Transporte de energía eléctrica, Concesiones viales, Tecnologías de información y telecomunicaciones y Gestión de sistemas de tiempo real. A diciembre de 2020, el Grupo ISA tenía activos por US\$ 15.739 millones.

## Análisis financiero

### Proyecciones de EBITDA y pago de bonos<sup>5</sup>

Como se observa en la Ilustración 3, y de acuerdo con las estimaciones efectuadas por **Humphreys**, el EBITDA proyectado para la sociedad concesionaria alcanza una holgura aceptable para cubrir los vencimientos anuales de la deuda, incluso previendo una baja de 5% en 2021 respecto a las proyecciones base (efecto pandemia), siendo en 2026 donde se estima se produciría el menor superávit, pero antecedido por dos ejercicios con elevados excedentes. De acuerdo con las proyecciones, caída del EBITDA sobre el 6% provocaría un déficit para el año 2026; en contraposición, tomando como base el año 2020, se requiere de un crecimiento del EBITDA de un 3% anual para alcanzar un monto similar al pago de la deuda.

Ilustración 3  
Proyección EBITDA y deuda



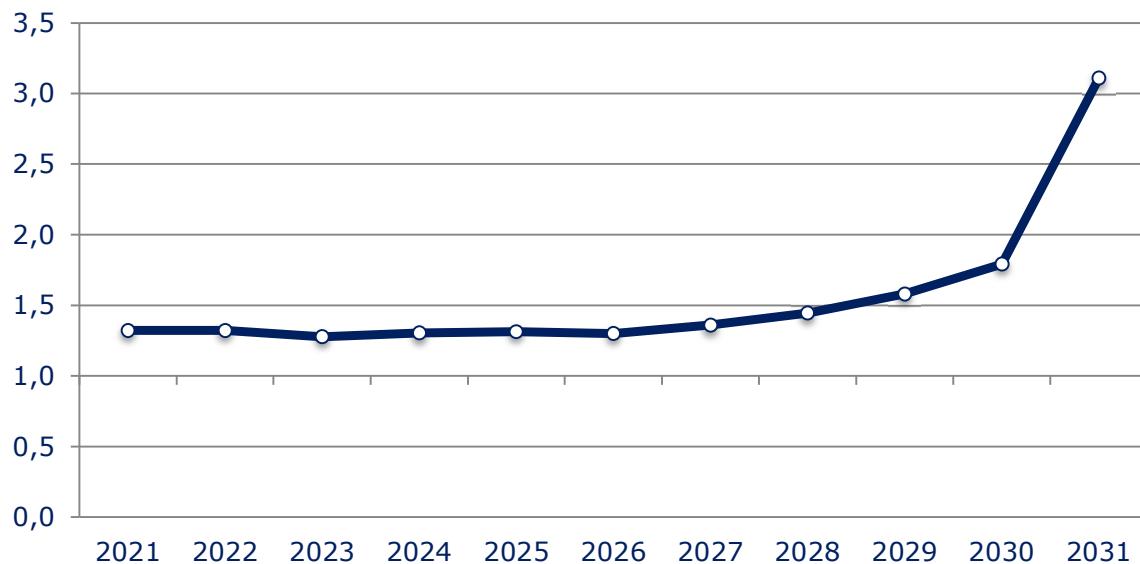
### Índice de cobertura global (ICG)

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

<sup>5</sup> Considera las características de los bonos series C, D y E.

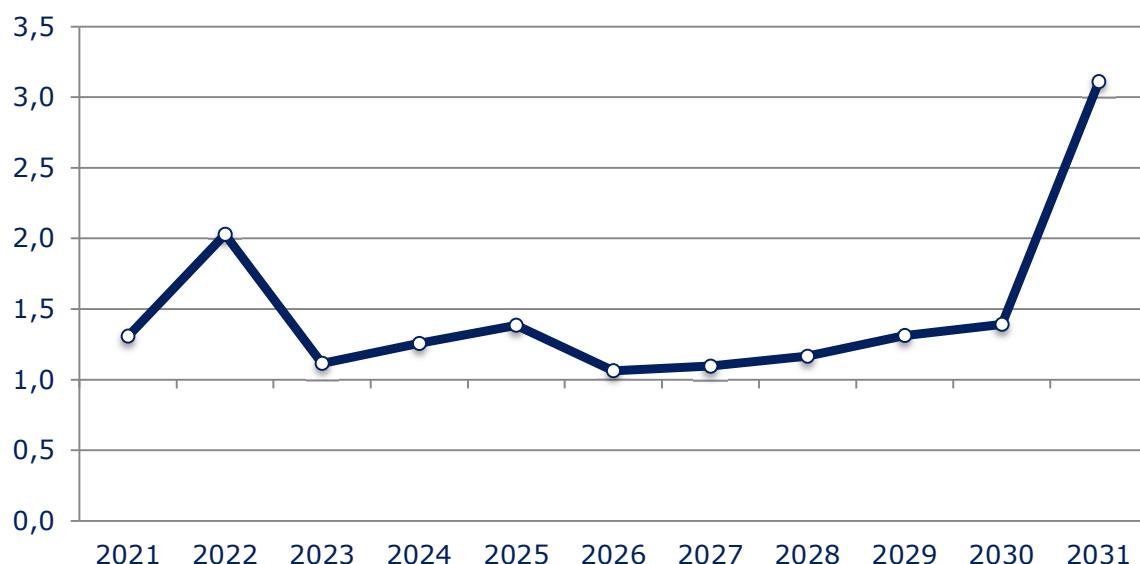
Ilustración 4  
**Índice de Cobertura Global proyectada**



### 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 para pagar en cada periodo sus pasivos 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.

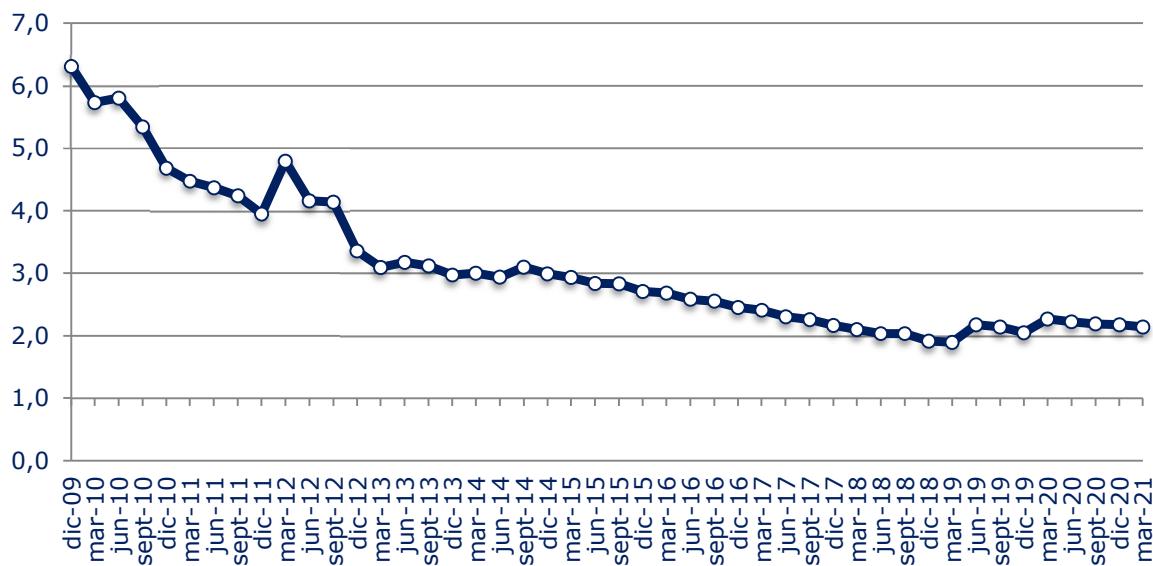
Ilustración 5  
**Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda proyectado**



## Endeudamiento

El índice de endeudamiento de la sociedad, que se presenta en la Ilustración 6, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha aumentado levemente los últimos años, pasando de 1,89 veces durante marzo 2019 a 2,14 veces en marzo de 2021. Esto obedece principalmente a la colocación de la serie F y a su vez es atenuado por el fortalecimiento en el nivel patrimonial en base a las ganancias acumuladas.

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. El nivel más elevado alcanzó 6,5 veces (junio 2019) con la colocación de la serie F, llegando a 3,5 veces en el último período (marzo 2021).

**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 Comisión para el Mercado Financiero 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."