



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Hernán Jiménez Aguayo

Tel. (56) 22433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

Ruta del Maipo

Sociedad Concesionaria S.A.

Junio 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	31 de marzo de 2016

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de Bonos Serie A1 (BAMAI-A1) Serie A2 (BAMAI-A2) Serie B1 (BAMAI-B1) Serie B2 (BAMAI-B2)	Nº 382 de 22.09.2004 Primera emisión Primera emisión Segunda emisión Segunda emisión

Características bono colocado en Chile				
Subseries	Tasa interés anual (%)	Período capitalización	Valor nominal vigente ¹	Fecha vencimiento
A1-A2	4,85%	Semestral	5.800.500	Junio 2025
B1-B2	3,20%	Semestral	7.967.181	Diciembre 2030

Estado de resultados IFRS					
M\$ de cada período	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Mar-16
Ingresos actividades ordinarias	28.967.263	34.753.606	37.361.791	45.192.531	11.370.305
Otros gastos por naturaleza	-23.845.879	-28.457.124	-30.705.867	-38.829.776	-9.800.820
Ingresos financieros	103.887.848	105.289.322	104.738.380	117.101.481	30.233.017
Costos financieros	-68.433.412	-64.225.997	-82.509.482	-75.681.795	-19.866.258
Ganancia	28.334.261	38.554.202	28.336.802	38.942.315	9.684.689

Estado de situación IFRS					
M\$ de cada período	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Mar-16
Activos Corrientes	120.022.978	139.480.872	155.045.566	166.439.196	179.716.737
Activos No Corrientes	829.330.084	849.794.098	871.628.820	905.323.467	913.468.129
Total Activos	949.353.062	989.274.970	1.026.674.386	1.071.762.663	1.093.184.866
Pasivos Corrientes	35.672.677	34.913.782	42.355.236	62.992.843	69.715.765
Pasivos No Corrientes	695.795.747	705.159.238	727.004.520	719.510.435	726.622.844
Total Pasivos	731.468.424	740.073.020	769.359.756	782.503.278	796.338.609
Patrimonio	217.884.638	249.201.950	257.314.630	289.259.385	296.846.257
Total Pasivos y Patrimonio	949.353.062	989.274.970	1.026.674.386	1.071.762.663	1.093.184.866

¹ Mayo 2016.

Opinión



Fundamento de la clasificación

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

La clasificación de los títulos de deuda emitidos por **Ruta del Maipo** se sustenta en las características propias de la concesión y en las características de la estructura financiera de los bonos. Los títulos de deuda cuentan con la garantía irrevocable e incondicional de MBIA Insurance Corporation.

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 crecientes.

El mecanismo de distribución de ingresos permite subir tarifas para enfrentar períodos de menores flujos. La concesionaria tiene la opción de incrementarlas 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. El total de incremento de tarifas no puede superar el 25% durante el plazo original de la concesión. Si la extensión de la concesión supera los 100 meses, existe la opción de incrementarla en un 25% adicional.

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. Es así como la concesionaria presenta inversiones líquidas, por un monto de aproximadamente UF 622 mil a diciembre de 2015.

La tendencia de la clasificación se estima como "*Estable*", ya que existe una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro, producto que no se estiman cambios relevantes en la estructura de la concesión, ni en los riesgos y fortalezas estructurales de la sociedad.

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.

Hechos recientes

Resultados 2015

Durante el año 2015, la empresa generó ingresos por tráfico por \$98.996 millones aproximadamente, presentando un aumento nominal de 13,5% respecto al año anterior, lo que significa un crecimiento en el tráfico equivalente de 2.891.467 vehículos en el período. Cabe señalar que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 45.193 millones (un 21,0% mayor respecto al año 2014), su diferencia se debe principalmente a una mayor ingreso por servicios de construcción. En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 38.830 millones, equivalentes a un alza nominal de 26,5% respecto a 2014, este incremento se debe a cambios en casi todos los ítems de costos.

La ganancia ascendió a \$38.942 millones, implicando una alza de 37,4% (al cierre de 2014 esta cifra ascendió a \$ 28.337 millones).

Antecedentes generales



Características de la concesión

La concesión vial, denominada "Concesión Internacional Ruta Tramo Santiago Talca y Acceso Sur a Santiago" (**Ruta del Maipo**), tiene una longitud aproximada de 237 kilómetros que comprenden 190 kilómetros de la Ruta 5 Sur, 46 kilómetros correspondientes al acceso Sur a Santiago y el *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 Nº 4, la concesión pasó a tener un plazo de término variable de manera que 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.

Además, la operatividad del sistema está extendido a 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 anualmente el 1º de enero de cada año según la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC). En virtud del Convenio Complementario Nº 4 (MDI) también se pueden realizar alzas de tarifas anuales de hasta 5%, en caso de 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. Si el período de extensión de la concesión supera los 100 meses, existe la opción de incrementar un 25% adicional. La concesionaria podrá realizar alzas de tarifas por premio de seguridad vial de hasta 5% en virtud de la disminución anual de accidentes y fallecidos. 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 –medidos en base anual– a la concesionaria para todo el período de la concesión (hasta 2024). El monto a pagar es la diferencia que se produce entre los ingresos reales por tráfico de la concesionaria y el ingreso mínimo establecido en las bases de la licitación.

A la fecha, dado el nivel de tráfico que ha presentado la autopista, no se han producido los eventos que generan la aplicación del mecanismo de ingresos mínimos garantizados.

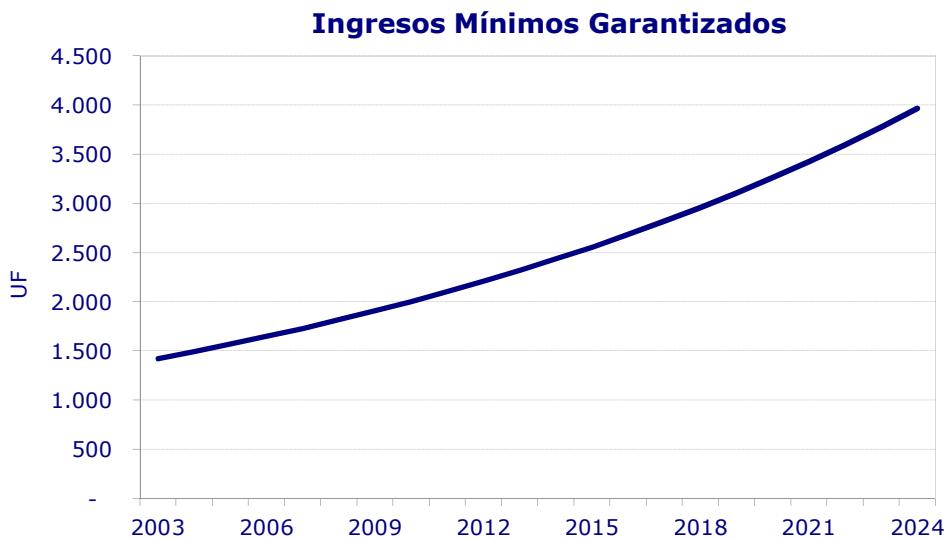


Ilustración 1: Ingresos mínimos garantizados de **Ruta del Maipo**

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). Esto 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).

Además, este mecanismo permite subir tarifas para enfrentar períodos de menores flujos. La concesionaria tiene la opción de incrementar los precios según lo estipulado en los antecedentes de la concesión.

Convenios complementarios

Convenio complementario N° 1

Con fecha 22 de julio 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 estableciéndose 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 se realizó este convenio complementario 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 se suscribe este convenio que regula el pago por indemnización del MOP a la sociedad 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 se suscribió este convenio complementario, en donde la sociedad 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° 5

Desde diciembre de 2013 se encuentra en ejecución éste 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 anti vandálicos en el lugar. El MOP reembolsará el costo de las obras a través de resoluciones mensuales de acuerdo al estado de avance de éstas². El valor de la inversión alcanza UF 2,3 millones.

Características del flujo vehicular³

En sus años de operación, la autopista ha aumentado constantemente el nivel de tráfico que posee en su traza, mostrando todos los ejercicios un crecimiento respecto al mismo mes del ejercicio anterior. La excepción se hace en marzo de 2010, en donde producto del terremoto ocurrido en el mes inmediatamente anterior, la autopista tuvo que abrir varias plazas de peajes (no se cobraba por el paso por la plaza), por lo cual el tráfico realmente cobrado y contabilizado en marzo de ese período fue bastante inferior que el de periodos anteriores, sin perjuicio de ello, a abril de 2010, el tráfico vuelve a su senda normal, y se observa un aumento en el flujo vehicular. En el año 2010 y 2011, se observan mayores crecimientos de flujo vehicular producto de la entrada en operación del acceso sur a Santiago. Desde el año 2012 la sociedad concesionaria presenta variaciones más bien estables en su tráfico.

La Ilustración 2 presenta el comportamiento real del tráfico equivalente agregado, entre los años 2011 y 2016.

Patrocinadores

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, transporte de telecomunicaciones, construcción de proyectos de infraestructura y concesiones viales. A marzo de 2016, ISA tenía activos que cercanos a los US\$ 9.048 millones.

² Los costos se actualizarán a una tasa del 5,3% real anual.

³ Según las proyecciones de **Humphreys** de acuerdo a un caso base.

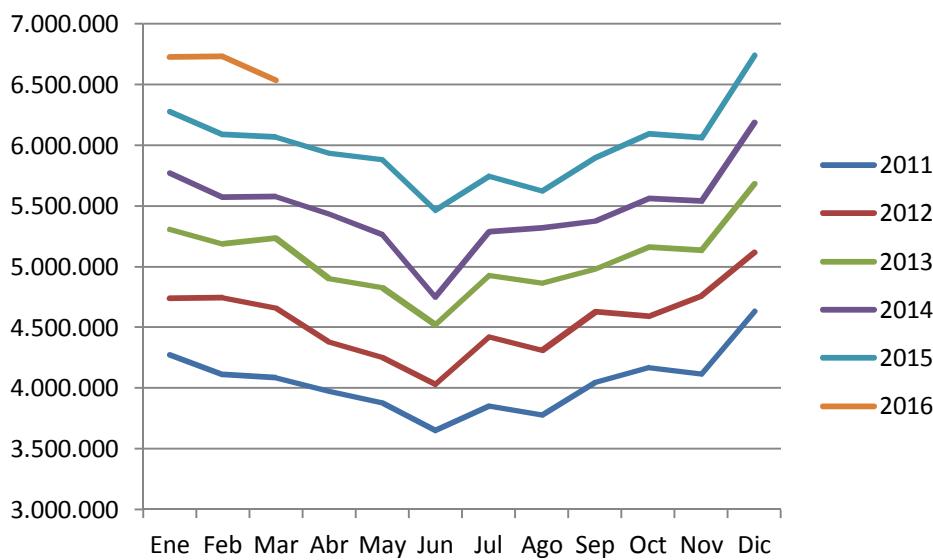


Ilustración 2: Tráficos de Ruta del Maipo

Análisis financiero



Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo a las estimaciones efectuadas por **Humphreys**, se observa que el EBITDA⁴ proyectado alcanza para cubrir los pagos de la deuda de la sociedad concesionaria en los periodos siguientes. Comparado con el proceso de clasificación anterior, la empresa no presenta déficits al sensibilizar en 20% el EBITDA, sino que ahora se presentarían algunos déficits al sensibilizar en 25% (sensibilizaciones efectuadas por la clasificadora). De acuerdo con las proyecciones, a partir de 2019 se prevé una mayor nivel de excedentes, registrándose la mayor holgura durante el año 2022.

Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global se calcula con el valor presente del EBITDA proyectado en el periodo, 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.

En el caso de **Ruta del Maipo**, el indicador se mantiene sobre uno durante todo el periodo analizado, y con una tendencia al alza. La evolución y proyección del indicador de cobertura global se muestra en la Ilustración 4.

⁴ EBITDA: Calculado como Ingresos por peajes – otros gastos por naturaleza (sin considerar costos de construcción) – Gastos por beneficio a los empleados – Otros pagos al MOP.

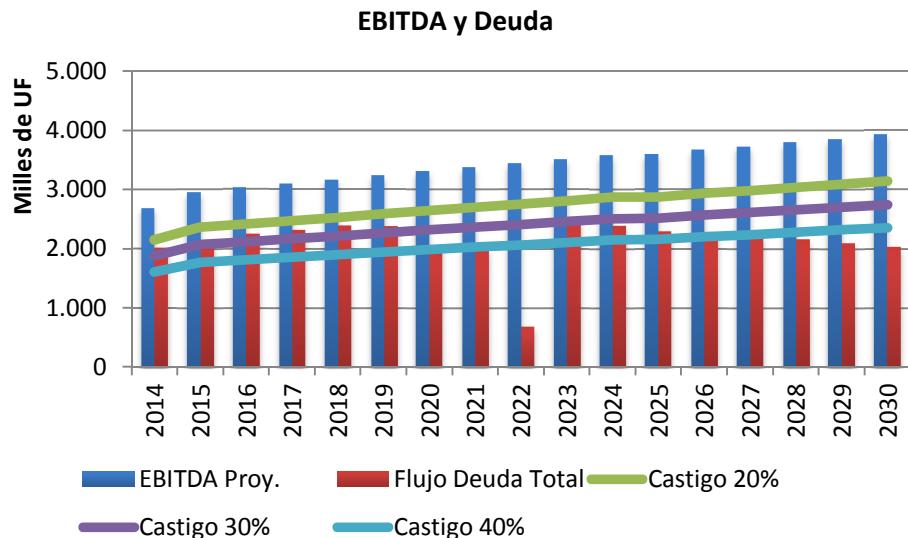


Ilustración 3: Proyección de EBITDA frente a pagos de deuda

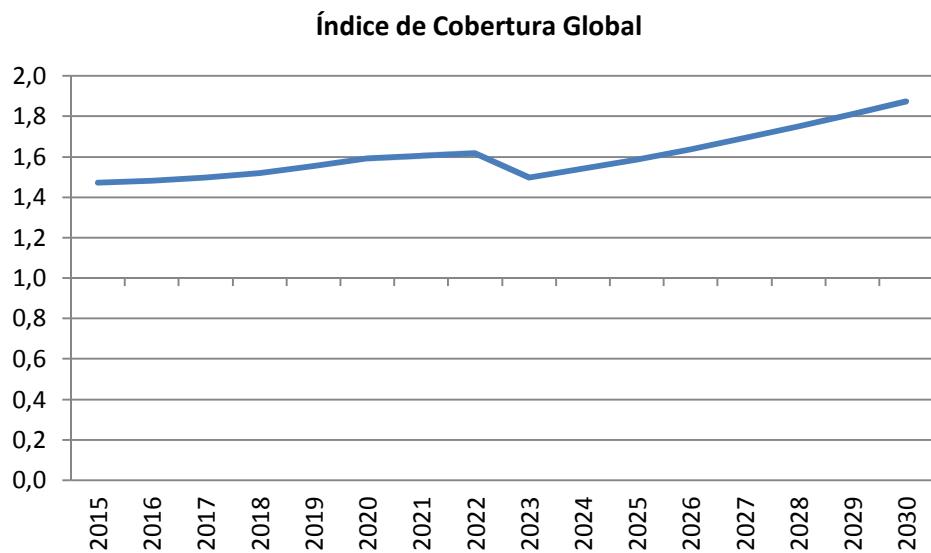


Ilustración 4: Índice de cobertura global de la autopista

Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA proyectado. La evolución y proyección de este indicador se muestra en la Ilustración 5.

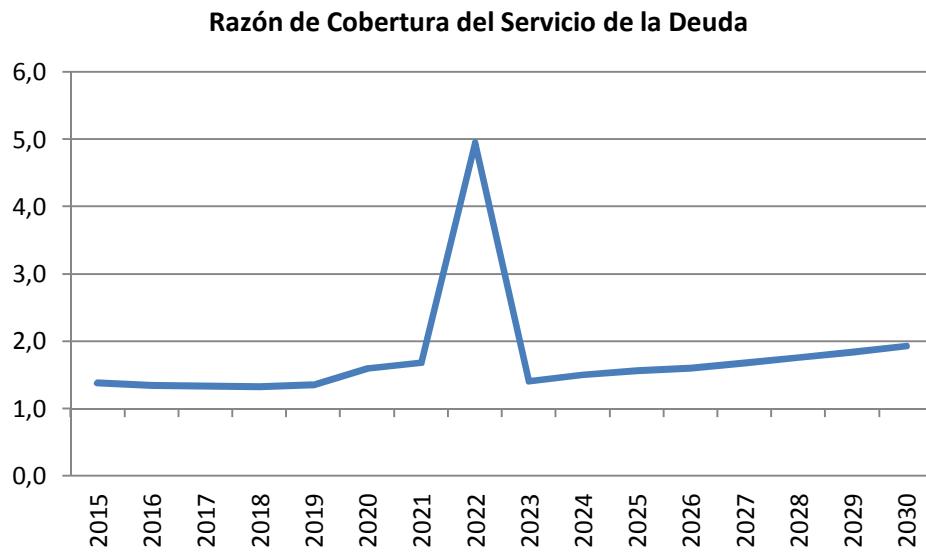


Ilustración 5: Razón de cobertura del servicio de la deuda

Endeudamiento

El índice de endeudamiento de la sociedad, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha ido disminuyendo en el tiempo, pasando de 6,3 a 2,7 veces entre diciembre de 2009 y diciembre de 2015 (bajo norma IFRS), explicado por un fortalecimiento en el nivel patrimonial gracias al aumento en las ganancias acumuladas y otras reservas, y una disminución de su pasivo exigible.



Ilustración 6: Endeudamiento relativo

Liquidez

La razón de liquidez, medida como la relación entre activos y pasivos corrientes, se ha mantenido en niveles superiores a una vez, pero con un comportamiento volátil en el tiempo. En relación a marzo de 2014, este índice bajó desde 3,4 a 3,2 veces.

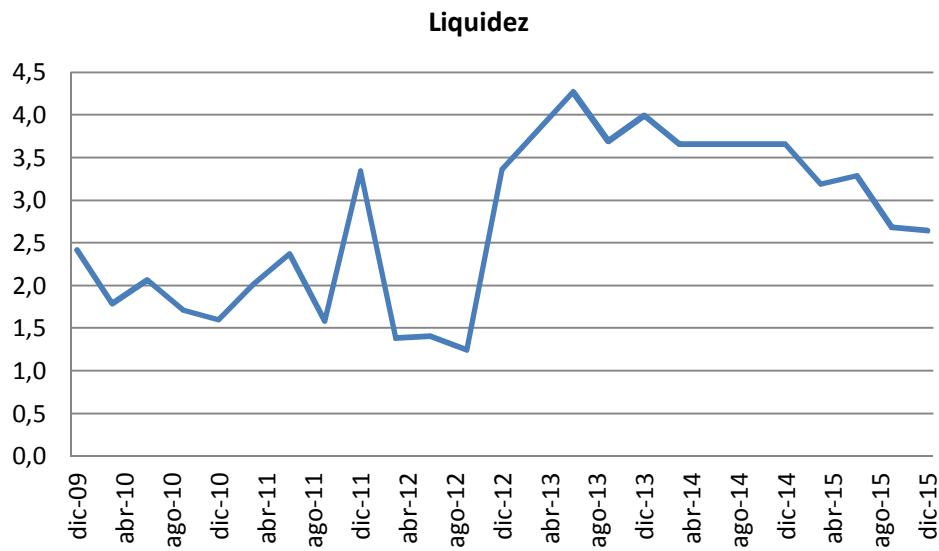


Ilustración 7: Relación de liquidez

"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 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."