



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Margarita Andrade P.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

margarita.andrade@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

**Ruta del Maipo
Sociedad Concesionaria S.A.**

Junio 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16^o
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 Tendencia	A Estable
EEFF base	31 de marzo de 2018

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
Línea de bonos Serie C (BAMAI-C) ¹ Serie D (BAMAI-D) ² Serie E (BAMAI-E) ³	Nº 877 de 21.12.2017 Primera emisión Primera emisión Primera emisión

Características bonos colocados en Chile				
Subseries	Tasa interés anual (%)	Período capitalización	Valor nominal vigente ⁴	Fecha vencimiento
A1-A2	4,85%	Semestral	5.800.500	Octubre 2025
B1-B2	3,20%	Semestral	8.485.240	Diciembre 2030

Estado de resultados IFRS					
M\$ de cada período	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18
Ingresos actividades ordinarias	37.361.791	45.192.531	49.054.785	31.300.241	7.526.294
Otros gastos por naturaleza	-30.705.867	-38.829.776	-42.723.244	-26.096.126	-6.144.761
Ingresos financieros	104.738.380	117.101.481	123.510.013	126.090.253	29.684.984
Costos financieros	-82.509.482	-46.653.269	-55.116.631	-58.558.202	-14.028.882
Ganancia neta	28.336.802	38.942.315	42.306.200	45.093.414	9.564.512

¹ Bonos inscritos y no colocados.

² Bonos inscritos y no colocados.

³ Bonos inscritos y no colocados.

⁴ Marzo 2018.

Estado de situación IFRS					
M\$ de cada período	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18
Activos corrientes	155.045.566	166.439.196	174.727.814	188.956.759	222.661.201
Activos no corrientes	871.628.820	905.323.467	950.311.034	977.256.120	949.056.537
Total activos	1.026.674.386	1.071.762.663	1.125.038.848	1.166.212.879	1.171.717.738
Pasivos corrientes	42.355.236	62.992.843	69.114.561	55.454.761	62.176.312
Pasivos no corrientes	727.004.520	719.510.435	730.121.947	741.925.405	731.690.512
Total pasivos	769.359.756	782.503.278	799.236.508	797.380.166	793.866.824
Patrimonio	257.314.630	289.259.385	325.802.340	368.832.713	377.850.914
Total pasivos y patrimonio	1.026.674.386	1.071.762.663	1.125.038.848	1.166.212.879	1.171.717.738

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 2017, tuvo ingresos⁵ por actividades ordinarias por \$ 31.300 millones, en tanto los ingresos por tráfico ascendieron a \$ 121.029 millones. El EBITDA⁶ del período alcanzó \$ 97.155 millones, finalizando con una deuda financiera de \$ 706.016 millones. No obstante, la sociedad ha inscrito en diciembre de 2017 una nueva línea de bonos (Nº 877) por UF 22 millones, cuyas emisiones (bonos series C, D y E) reemplazarán a las bonos series A1, A2, B1 y B2, actualmente vigentes.

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

⁵ 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 Nº 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.

⁶ Calculado por **Humphreys** como Ingresos por tráfico menos Otros gastos, por naturaleza más Costos de construcción menos Gastos por beneficios a los empleados.

la estructura de transporte del país (Ruta 5) y que la autopista ha demostrado tener flujo de vehículos crecientes.

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 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 2,1 millones, monto superior a las obligaciones financieras para el 2018, según datos a diciembre de 2017.

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 prevén 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 enero-diciembre 2017

Durante el año 2017, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 121.029 millones, presentando un aumento nominal de 7,1% respecto al año 2016, lo que significa un crecimiento en el tráfico equivalente de 1.998.289 vehículos en el período. Cabe señalar, que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 31.300 millones (un 36,2% menor respecto al año 2016). En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 26.096 millones, equivalente a una disminución nominal de 38,9% respecto a 2016.

La ganancia ascendió a \$ 45.093 millones, lo que implica un incremento de 6,6% (al cierre de 2016 esta cifra ascendió a \$ 42.306 millones).

Resultados enero-marzo 2018

Durante el primer trimestre de 2018, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 35.297 millones, presentando un aumento nominal de 7,2% respecto igual período de 2017, lo que significa un crecimiento en el tráfico equivalente de 621.962 vehículos en el período. Cabe señalar, que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 7.526 millones (un 0,6% menor respecto al primer trimestre de 2017). En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 6.145 millones, equivalente a una disminución nominal de 4,5% respecto a igual período de 2017.

La ganancia ascendió a \$ 9.565 millones, lo que implica una rebaja de 18,9% (al cierre a marzo de 2017 esta cifra ascendió a \$ 11.792 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 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 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.

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 Nº 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.

Si el período de extensión de la concesión supera los 100 meses, existe la opción de incrementar 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. 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.

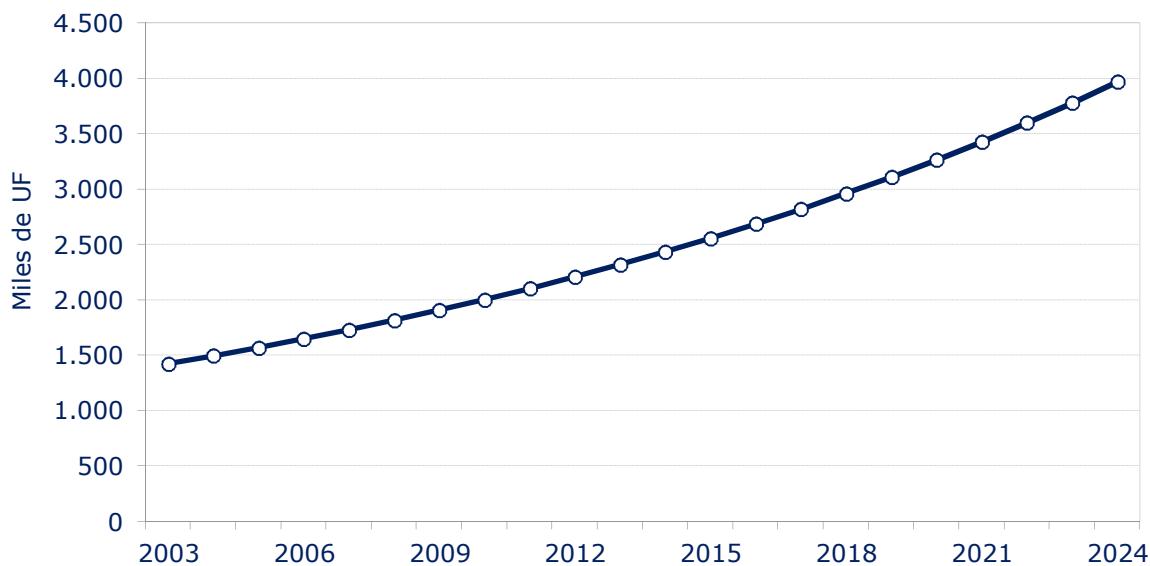


Ilustración 1: Ingresos mínimos garantizados de Ruta del Maipo

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).

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 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 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° 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 anti vandálicos en el lugar. El MOP reembolsará el costo de las obras a través de resoluciones mensuales, según el estado de avance de éstas⁷. El valor de la inversión alcanza UF 2,3 millones.

Características del flujo vehicular

En sus años de operación, la autopista ha aumentado constantemente el nivel de tráfico que posee en su traza, mostrando en todos los ejercicios un crecimiento respecto del mismo mes del período anterior. La excepción se da en marzo de 2010, pues producto del terremoto del mes inmediatamente anterior, la autopista tuvo que abrir varias plazas de peajes (no se cobraba por el paso por la plaza), lo que resintió el tráfico realmente cobrado y contabilizado. Sin perjuicio de ello, en abril de 2010, el tráfico retornó a su senda normal e incluso se registró un aumento en el flujo vehicular.

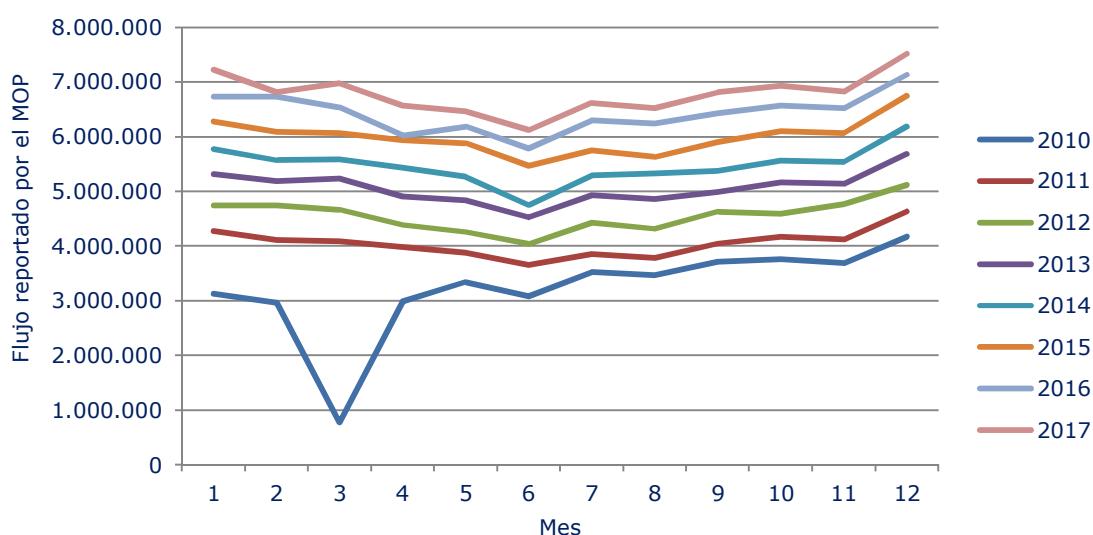


Ilustración 2: Flujo de tráfico de la autopista

En los años 2010 y 2011, también, se aprecian 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, tal como se observa en la Ilustración 2.

⁷ Los costos se actualizarán a una tasa del 5,3% real anual.

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 marzo de 2018, el Grupo ISA tenía activos por US\$ 14.954 millones.

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos⁸

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 acotada para cubrir el pago de su deuda en los períodos futuros más próximos (sin embargo, estos años, por el hecho de ser más próximos, presentan menor riesgo de desviación de las estimaciones). El menor excedente se refleja al momento de sensibilizar el EBITDA por sobre un 15%, donde la empresa presentaría déficits, hasta el periodo 2019 (sensibilizaciones efectuadas por la clasificadora).

Cabe destacar, que según las mismas proyecciones, a partir de 2020, se prevé un mayor nivel de excedentes para la empresa, registrándose la mayor holgura durante el año 2022.

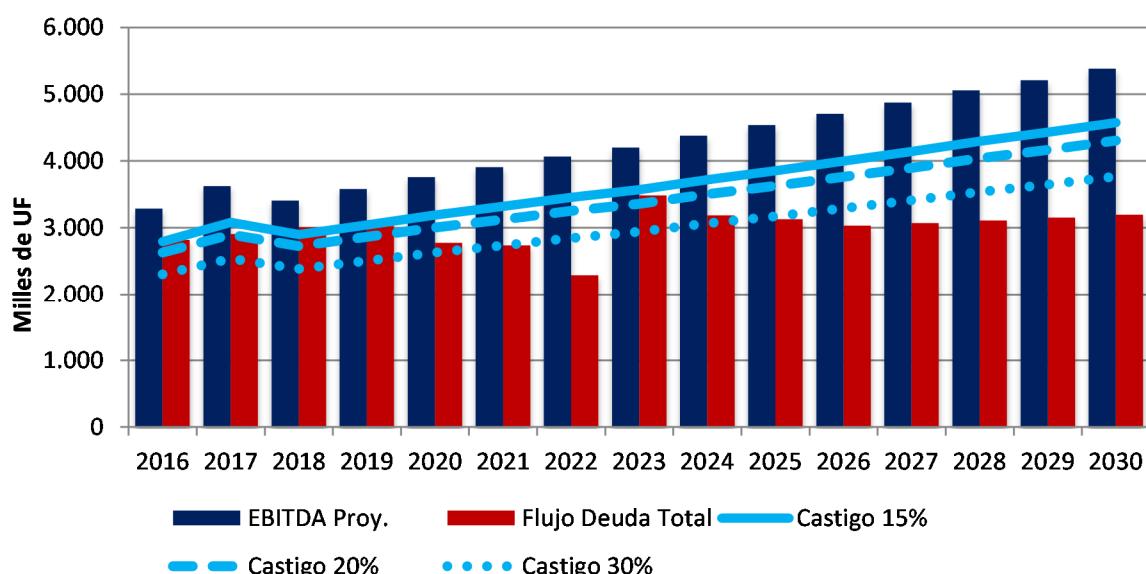


Ilustración 3: Proyección EBITDA y deuda

⁸ Considera las características de los bonos series C, D y E.

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.

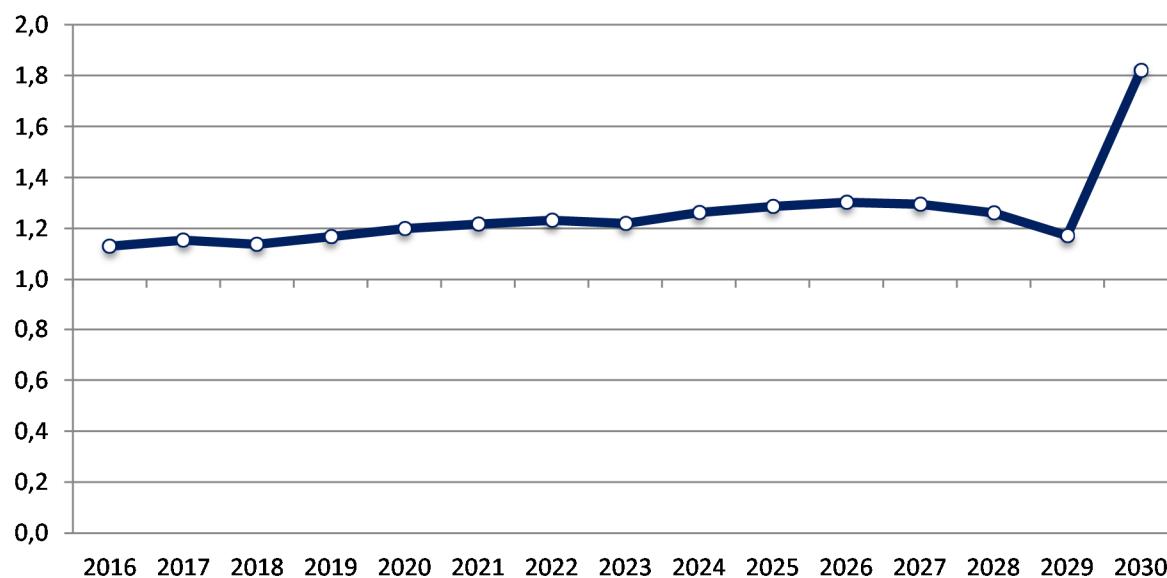


Ilustración 4: Índice de Cobertura Global proyectada

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.

Endeudamiento

El índice de endeudamiento de la sociedad, que se presenta en la *Ilustración 6*, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha ido disminuyendo con el transcurso del tiempo, pasando de índices sobre las 6 veces durante el año 2009 a 2,1 veces en marzo de 2018. Esto obedece principalmente a un fortalecimiento en el nivel patrimonial en base a las ganancias acumuladas, más la disminución del saldo insoluto de los bonos.

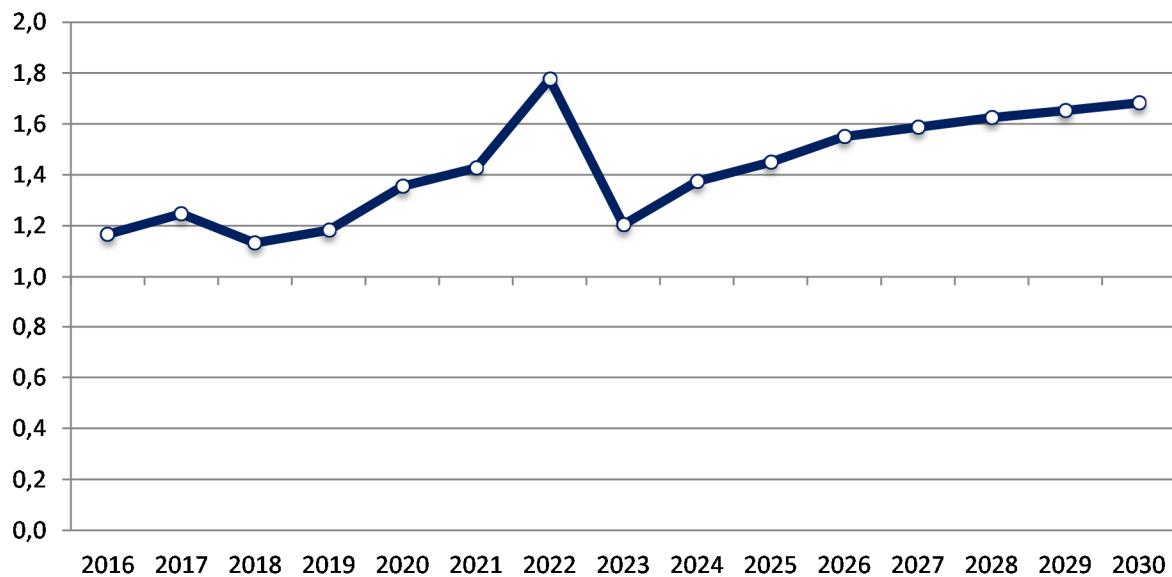


Ilustración 5: Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda proyectado

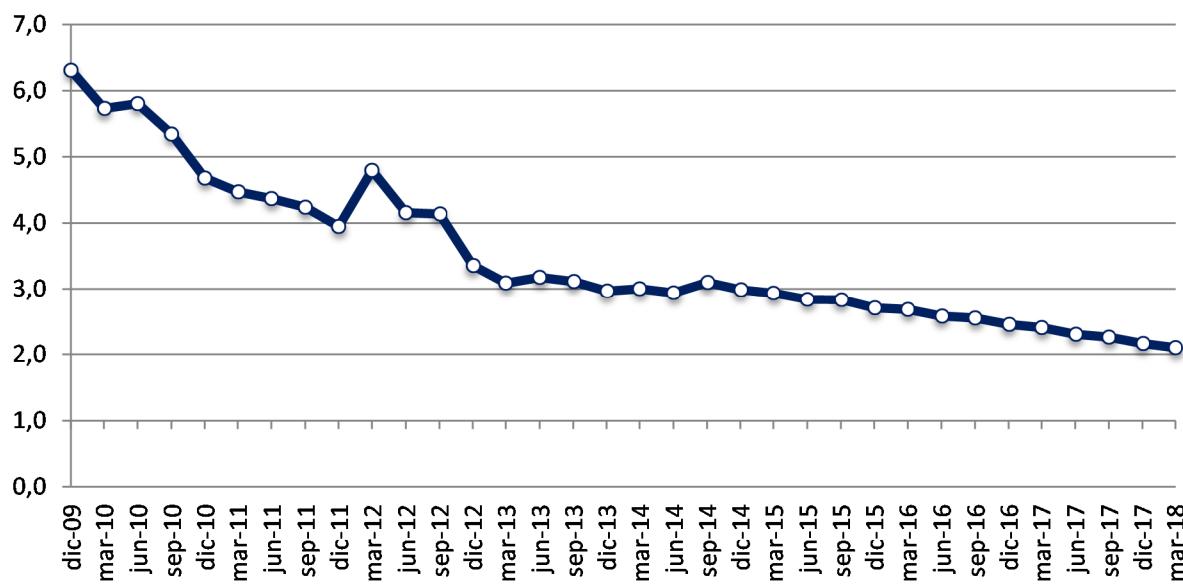


Ilustración 6: Endeudamiento (Pasivo exigible / Patrimonio)

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 4,3 veces (junio 2013), llegando a 3,6 veces en el último período (marzo 2018).

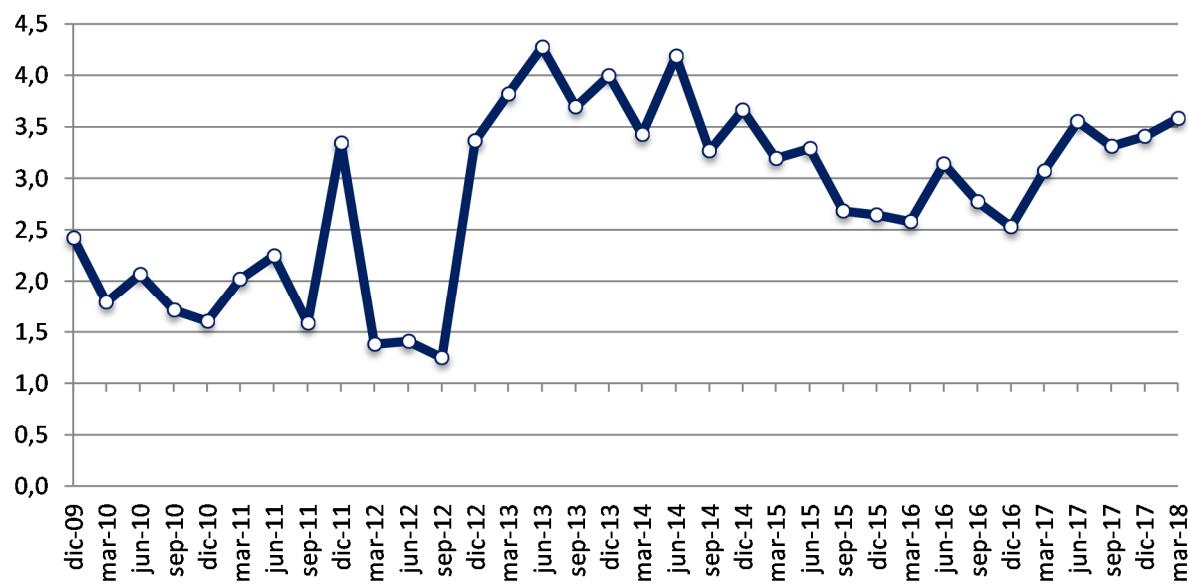


Ilustración 7: Razón de liquidez

"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."