



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**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
hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Ruta del Algarrobo S.A.

Julio 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
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 2021 |

| Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda | |
|---|---|
| Línea de bonos Serie A (BRDAL-A) | Nº 988 de 12.12.2019 Primera emisión |

| Características bonos colocados en Chile | | | | |
|--|------------------------|------------------------|---------------------------------------|-------------------|
| Series | Tasa interés anual (%) | Período capitalización | Valor nominal Vigente UF ¹ | Fecha vencimiento |
| A | 2,20% | Semestral | 9.112.001 | Diciembre 2044 |

| Estado de resultados IFRS | | | | | |
|------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| M\$ de cada período | dic-17 | dic-18 | dic-19 | dic-20 | mar-21 |
| Ingresos de actividades ordinarias | 5.991.682 | 4.279.790 | 5.017.807 | 5.204.117 | 1.438.712 |
| Costos de Ventas | -3.445.512 | -1.530.176 | -1.563.884 | -1.565.981 | -398.826 |
| Gastos de Administración | -2.551.903 | -2.765.368 | -3.476.712 | -3.787.920 | -681.269 |
| Costos financieros | -9.292.522 | -8.496.312 | -9.255.505 | -12.214.598 | -1.751.038 |
| Ganancia | 7.297.115 | 8.606.935 | 7.072.252 | 2.160.388 | 1.416.798 |

| Estado de situación IFRS | | | | | |
|-----------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| M\$ de cada período | dic-17 | dic-18 | dic-19 | dic-20 | mar-21 |
| Activos corrientes | 18.345.242 | 34.442.115 | 39.665.188 | 29.126.552 | 33.549.039 |
| Activos no corrientes | 214.433.500 | 201.818.926 | 204.951.934 | 246.411.507 | 248.028.396 |
| Total activos | 232.778.742 | 236.261.041 | 244.617.122 | 275.538.059 | 281.577.435 |
| Pasivos corrientes | 7.233.343 | 7.591.224 | 57.996.914 | 7.293.571 | 8.871.923 |
| Pasivos no corrientes | 185.369.587 | 188.280.016 | 144.897.750 | 244.111.324 | 246.989.604 |
| Total pasivos | 192.602.930 | 195.871.240 | 202.894.664 | 251.404.895 | 255.861.527 |
| Patrimonio | 40.175.812 | 40.389.801 | 41.722.458 | 24.133.164 | 25.715.908 |
| Total pasivos y patrimonio | 232.778.742 | 236.261.041 | 244.617.122 | 275.538.059 | 281.577.435 |

¹ Abril 2021.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Sociedad Concesionaria Ruta del Algarrobo S.A. (Ruta del Algarrobo) tiene a su cargo la concesión vial denominada "Concesión Ruta 5 Tramo La Serena – Vallenar", con una longitud de aproximadamente 187 kilómetros desde La Serena, al norte del cruce de Francisco de Aguirre, hasta el acceso a la localidad de Domeyko.

Ruta del Algarrobo, durante 2020, tuvo ingresos² por actividades ordinarias por \$ 5.204 millones, en tanto los ingresos por tráfico ascendieron a \$ 17.133 millones. El EBITDA³ del período alcanzó \$ 11.779 millones, finalizando con una deuda financiera de \$ 239.372 millones.

La clasificación de la línea y los títulos de deuda de la sociedad en "Categoría A+" se fundamenta, principalmente, en la suficiencia y en el alto grado de predictibilidad de los ingresos y flujos de caja de la sociedad concesionaria, variables que presentan un reducido riesgo de experimentar disminuciones abruptas bajo la presunción que el precio de los peajes se gestiona buscando dicho objetivo.

Cabe señalar que la concesión se extingue cuando los ingresos hayan alcanzado un monto igual al ITC ofertado que asciende a UF 7.185.000, según lo definido en el contrato suscrito entre la empresa y el Ministerio de Obras Públicas (MOP), con tope el año 2047. No obstante, esta situación, en opinión de **Humphreys**, es factible, mediante una adecuada fijación de tarifas para las plazas de peaje, generar un nivel de ingresos que permitan extender la concesión hasta el año 2047 y, a la vez, generar flujos anuales que superen en torno a un 25% el monto de los vencimientos de las deudas financieras.

Para lo anterior, se requiere, de cumplirse el tráfico vehicular proyectado, que la sociedad concesionaria fije a futuro tarifas equivalentes a aproximadamente un 83% de la tarifa máxima (a la fecha es aproximadamente dicho porcentaje). En caso de que el tráfico real fuere inferior a las proyecciones, **Ruta del Algarrobo** tiene la facultad de subir las tarifas y, así, alcanzar los ingresos y flujos de caja propuestos, sin grandes riesgos dado la inelasticidad que ha mostrado el uso de carreteras a la variable precio; a ello se debe agregar la inexistencia de caminos alternativos. Asimismo, se debe considerar que las variaciones en el flujo vehicular son altamente predecibles en el corto plazo, por lo tanto, se estima muy poco probables desviaciones significativas entre lo real y lo presupuestado para un ejercicio anual. Por su parte, los costos y gastos también son altamente

² 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.

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

predecibles y menores en relación con los ingresos. En el evento de un tráfico efectivo superior al supuesto, la sociedad concesionaria tiene la posibilidad de reducir el valor de los peajes.

La clasificación de riesgo reconoce que la autopista es parte de un eje fundamental en la estructura de transporte del país (Ruta 5) y que cuenta con un flujo de vehículos bastante estable.

La clasificación de riesgo se encuentra contraída por los niveles de endeudamiento de la sociedad concesionaria y por el riesgo asociado a una inadecuada gestión de tarifa que afecte los niveles de ingresos y de flujos de caja presupuestado; en particular dado que los ingresos generados por la empresa emisora ya representan un porcentaje no menor de los ingresos totales que significarán el término de la concesión (un 35% del ITC al cierre de 2020 aproximadamente).

Si bien la contingencia actual (Covid-19) ha afectado el tráfico de las autopistas, producto de la restricción del movimiento de la población, se ve que el tráfico a la fecha ha sido incluso mayor que en 2019. Sin embargo, cabe destacar que la sociedad actualmente cuenta con niveles de caja suficiente para hacer frente a las obligaciones de corto plazo en caso de que la caída en el tráfico haga que los flujos sean insuficientes para cubrir dichos pagos.

La tendencia de la clasificación se estima "Estable", dado que existe una alta probabilidad de que no presente variaciones a futuro, puesto 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 norte del país.
- Capacidad para realizar gestión tarifaria para controlar fin de concesión y compensar variaciones en tráfico.

Fortalezas complementarias

- Contrato de emisión que genera incentivo a prolongar la concesión hasta el año 2045.
- Estructura que favorece la liquidez al emisor.

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-marzo 2021

A marzo 2021, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 5.247 millones, presentando un aumento nominal de 13,6% respecto al mismo periodo del año 2020. Cabe señalar, que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 1.439 millones (un 26,1% menor respecto al año 2020). En el mismo período, los costos de venta alcanzaron un monto de \$ 399 millones, equivalente a un aumento nominal de 2,7% respecto a marzo 2020.

El periodo registró ganancias por \$ 1.417 millones, contrastado con las pérdidas al cierre de marzo 2020 que ascendieron a \$ 2.426 millones.

Antecedentes generales

Características de la concesión

Ruta del Algarrobo tiene una longitud aproximada de 187 kilómetros desde La Serena, al norte del cruce de Francisco de Aguirre, hasta el acceso a la localidad de Domeyko. Actualmente, no existe una ruta alternativa (que sustituya) para la autopista **Ruta del Algarrobo**.

El plazo de la concesión es variable y finalizará cuando el valor presente de los ingresos acumulados alcance el Ingreso Total de la Concesión ofertado que asciende a UF 7,2 millones, no pudiendo ser ello con fecha posterior a abril de 2047. La administración de la sociedad, mediante gestión de tarifas, espera que la concesión se extinga el año 2047.

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 dos plazas de peajes troncales.

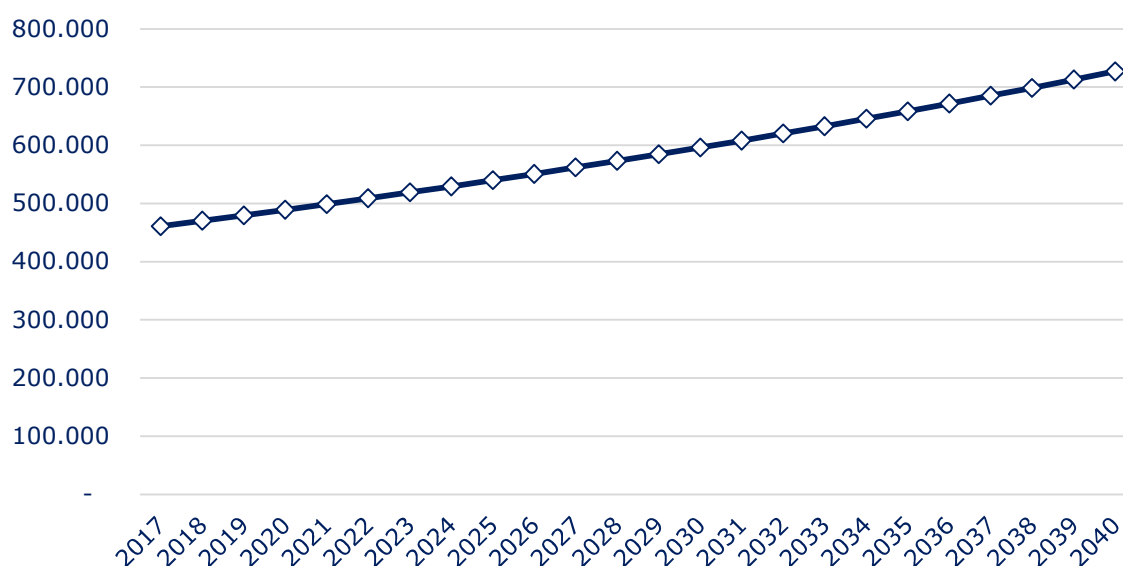
Las tarifas se reajustan el 1º de enero de cada año, según la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Ingresos mínimos garantizados

El mecanismo de ingresos mínimos garantizados consiste en que el Estado de Chile garantiza a la concesionaria, hasta el año 2040, un monto mínimo de ingresos por peajes, medido en base anual. El monto a pagar es la diferencia entre los ingresos reales percibidos por tráfico 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
Ingreso Mínimo Garantizado RDA



Ingresos Totales de la Concesión

Este mecanismo transforma el período de la concesión desde un plazo fijo a uno variable en función de un monto máximo a recibir por la sociedad concesionaria, que se denomina Ingresos Totales de la Concesión (ITC). Ello implica que el plazo de la concesión termina cuando el valor presente acumulado de los ingresos (VPI) alcanza el ITC.

Asimismo, los términos del contrato suscrito con el MOP, según lo estipulado en las bases de licitación, permite modificar las tarifas con el fin de ajustar el plazo de la concesión (siempre y cuando el precio fijado no supere la tarifa máxima anual permitida).

Actualmente el ITC asciende a UF 7,2 millones y el VPI a aproximadamente UF 2,5 millones a finales de 2020. Se estima que con una tarifa base del orden de UF 0,08, sería posible que la concesión se extendiera hasta el año 2047.

Convenios complementarios

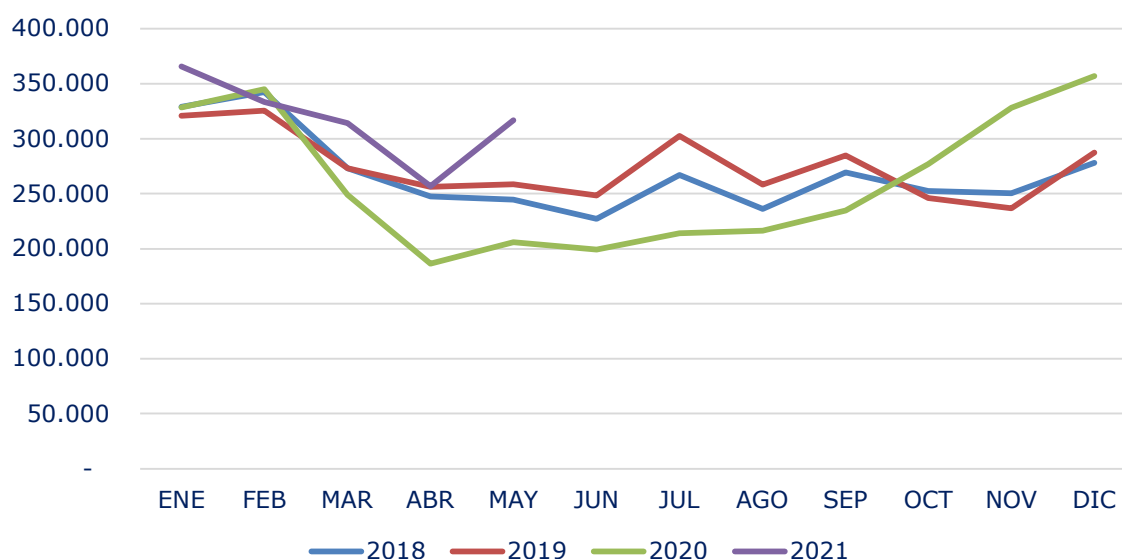
Convenio ad-referéndum N° 1

Con fecha 04 de abril de 2017, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, donde se elimina la obligación de ejecutar las obras conforme al trazado original entre el km. 571.167 y km. 573.803. También se establece la ejecución de la obra "Variante Incahuasi" en dicho tramo.

Características del flujo vehicular⁴

Si bien el flujo de tráfico se vio golpeado durante el 2020 producto de la pandemia y las medidas de confinamiento, en lo que va del 2021 se puede apreciar una buena recuperación con cifras que en promedio superan incluso lo alcanzado en 2019. En cuanto a la estacionalidad, se nota que el tráfico suele ser mayor en los meses de enero y febrero.

Ilustración 2
Flujo de Tráfico de la Autopista



⁴ Hasta abril 2016 el tramo uno se encontraba en etapa de construcción.

Patrocinadores

Sacyr Concesiones Chile S.A. es una organización con base en Chile, que adjudicó su primera concesión en 1996 y desde entonces se ha adjudicado 16 proyectos. Actualmente cuenta con una inversión total superior a 3.000 millones de euros y gestiona seis carreteras, un hospital y dos aeropuertos.

Sacyr S.A es un grupo español con presencia internacional, enfocado en las áreas de ingeniería e infraestructura, concesiones, servicios e industrial. A través de sus filiales cuenta con presencia en más de veinte países en los 5 continentes.

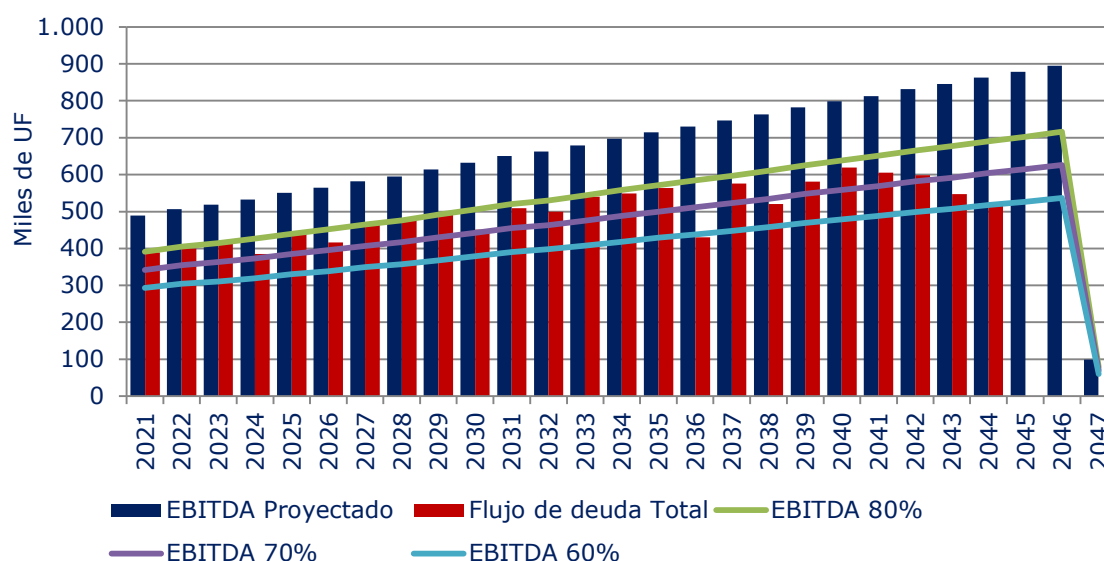
Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

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 el pago de su deuda. Se estima que los flujos proyectados soportan caídas de hasta un 20%. Sin embargo, considerando la elevada inelasticidad del tráfico vehicular y el hecho que las tarifas se pueden gestionar, se presume que existe una alta probabilidad de alcanzar los flujos presupuestados, en el entendido que la administración de la sociedad concesionaria gestiona los precios de los peajes con dicha intencionalidad.

Cabe destacar que, según las mismas proyecciones, se prevé un nivel de excedentes estable para la empresa, registrándose un leve incremento de holgura durante el año 2042, cercano al fin de la deuda.

Ilustración 3
Proyección EBITDA y Deuda

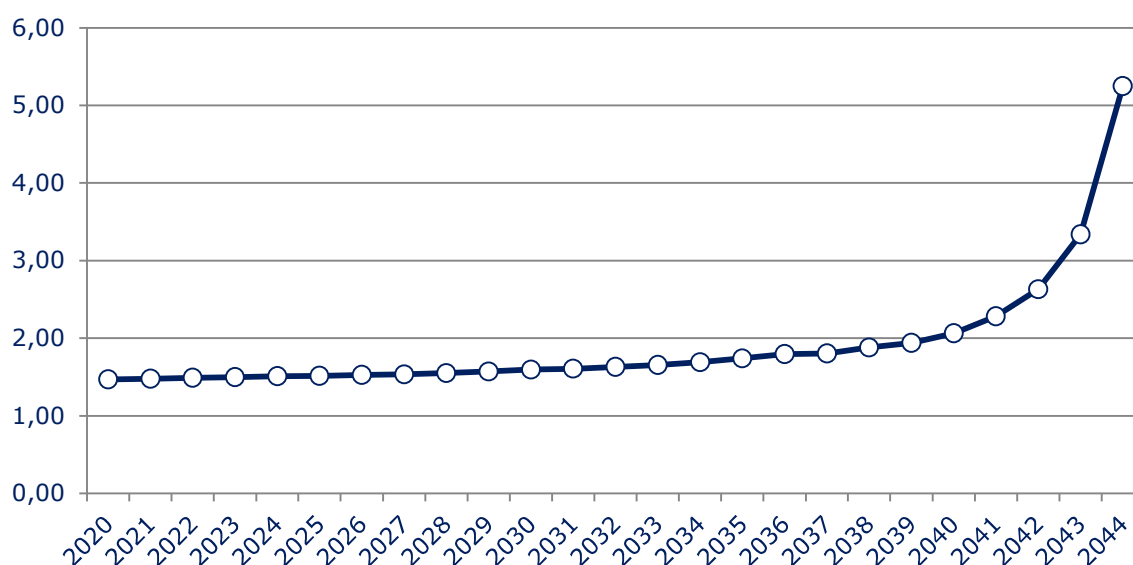


Índice de cobertura global (ICG)

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 (suponiendo calce de flujos).

En el caso de **Ruta del Algarrobo**, el indicador se mantiene sobre uno durante el periodo analizado. La proyección de este indicador se puede observar en la Ilustración 4.

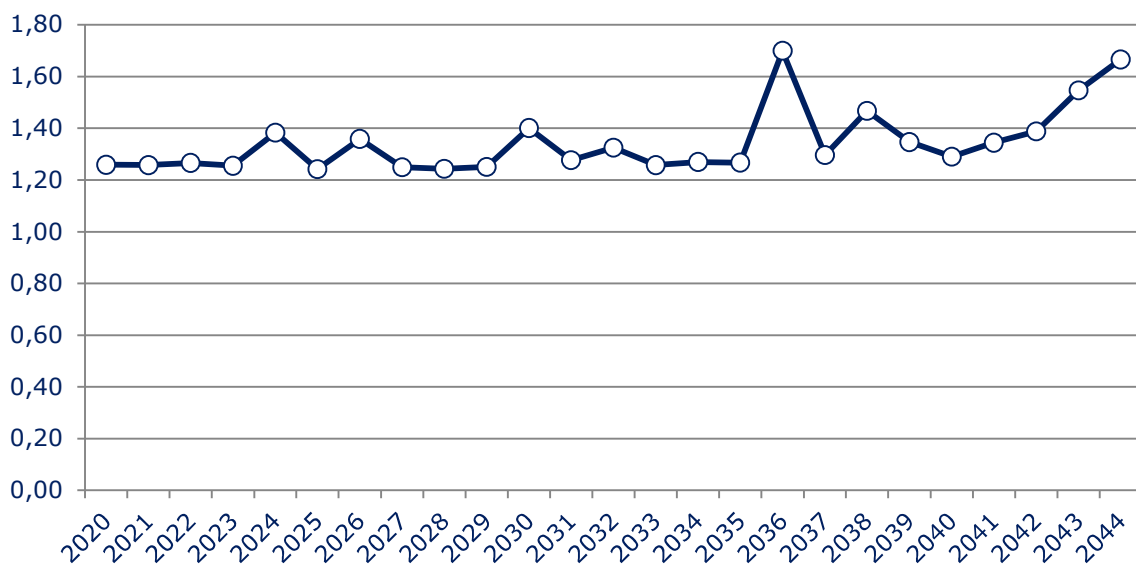
Ilustración 4
Índice de Cobertura Global Proyectada



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.

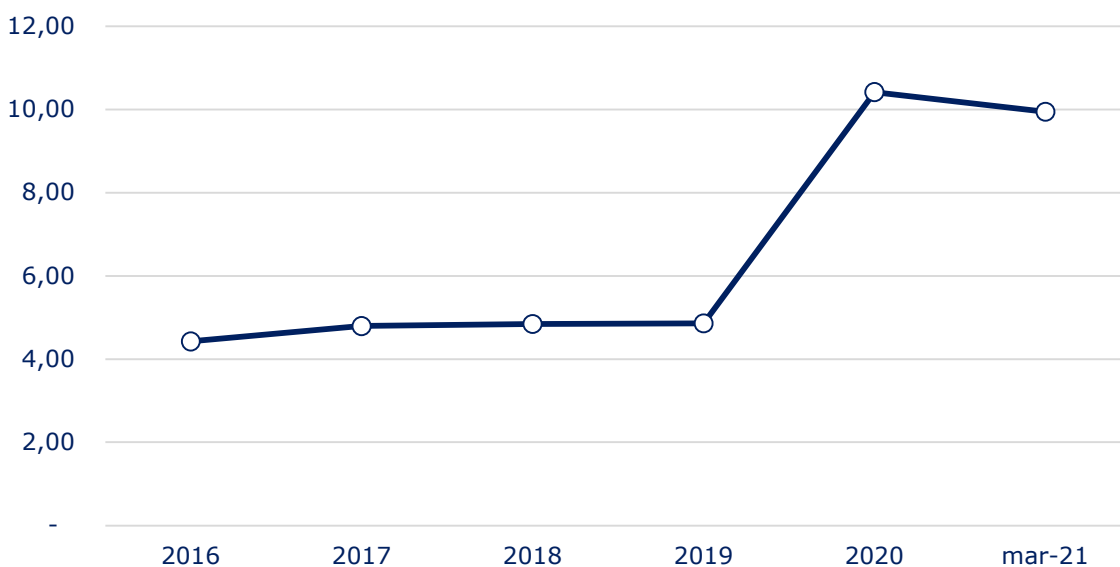
Ilustración 5
Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda Proyectado



Endeudamiento

El índice de endeudamiento de la sociedad, que se presenta en la Ilustración 6, alcanzó un máximo histórico a diciembre de 2020 situándose en las 10,42 veces debido principalmente a un aumento en el nivel de deuda producto de la emisión de los bonos serie A. En marzo de 2021 el indicador se situó en 9,95 veces producto de un aumento del patrimonio causado por las utilidades acumuladas.

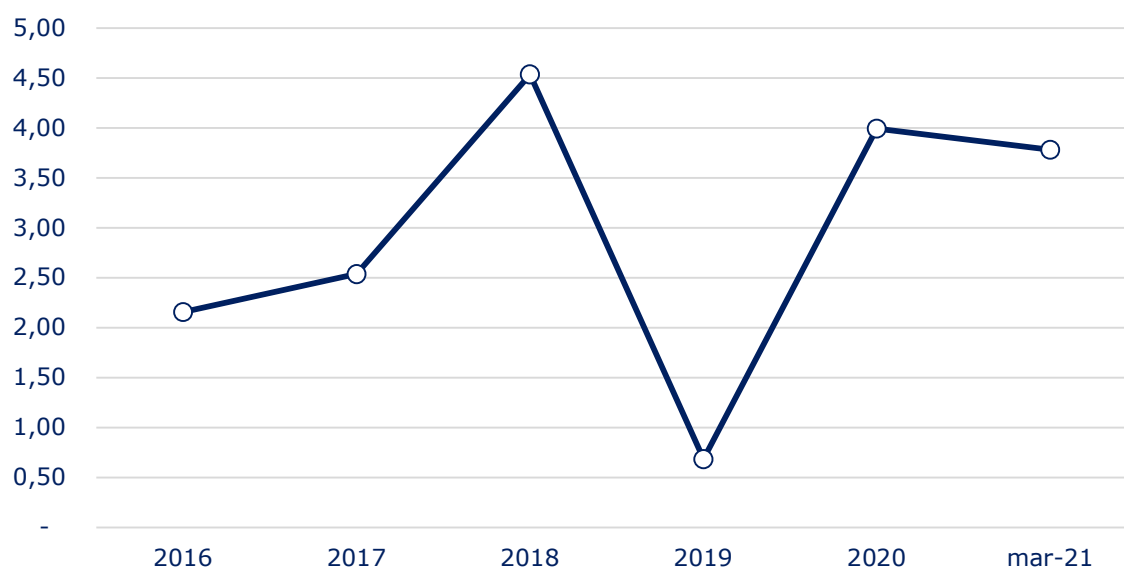
Ilustración 6
Endeudamiento (Pasivo exigible / Patrimonio)



Liquidez

La razón de liquidez, medida como la relación entre activos y pasivos corrientes, llegó a niveles inferiores a uno en 2019 producto del vencimiento de parte de sus obligaciones, sin embargo, dicha situación se revirtió en 2020 con la emisión de los bonos serie A que permitió refinanciar los pasivos. A marzo de 2021 el indicador se situó en 3,78 veces, tal como se puede observar en la Ilustración 7.

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."