



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Sociedad Concesionaria Ruta del Algarrobo S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Diego Salinas Barra

Ignacio Muñoz Quezada

diego.salinas@humphreys.cl

ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA

Julio 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos	A+
Tendencia	Estable
EEFF base	Marzo 2023

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
---	--

Línea de bonos y bonos	N°988 de 12.12.2019
Serie A (BRDAL-A)	Primera emisión

Características Bonos Colocados en Chile					
Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual	Periodo de Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Fecha de Vencimiento
A	9.300.000	2,20%	Semestral	8.717.000	2044

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	Mar-23

Ingresos de actividades ordinarias	4.279.790	5.017.807	5.204.117	5.383.035	6.292.463	1.455.118
Costos de Ventas	1.530.176	1.563.884	1.565.981	1.637.324	1.824.256	488.702
Gastos de Administración	2.765.368	3.476.712	3.787.920	3.790.224	3.952.132	745.928
Costos financieros	8.496.312	9.255.505	12.214.598	7.213.040	8.578.726	2.170.706
Utilidad del ejercicio	8.606.935	7.072.252	2.160.388	2.793.013	9.170.455	1.459.311

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	Mar-23

Activos corrientes	34.442.115	39.665.188	29.126.552	39.175.721	38.165.127	42.492.237
Activos no corrientes	201.818.926	204.951.934	246.411.507	248.049.624	316.213.679	280.769.776
Total activos	236.261.04	244.617.12	275.538.05	287.225.34	316.213.67	323.262.01
	1	2	9	5	9	3
Pasivos corrientes	7.591.224	57.996.914	7.293.571	8.956.862	5.878.854	10.335.409
Pasivos no corrientes	188.280.016	144.897.750	244.111.324	252.532.093	279.164.370	280.296.383
Patrimonio	40.389.801	41.722.458	24.133.164	25.736.390	31.170.455	18.239.795
Total patrimonio y pasivos	236.261.04	244.617.12	275.538.05	287.225.34	316.213.67	323.262.01
	1	2	9	5	9	3

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, al cierre de marzo de 2023, tuvo ingresos¹ por actividades ordinarias por \$ 1.455 millones, en tanto los ingresos por tráfico ascendieron a \$ 6.021 millones. El EBITDA² del período alcanzó \$ 4.786 millones, finalizando con una deuda financiera de \$ 289.932 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, 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.

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 pocas desviaciones significativas entre lo real y lo presupuestado para un ejercicio anual. Por su parte, los costos y gastos también son altamente 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.

¹ De acuerdo con la 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 con 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.

² Calculado por **Humphreys** como Ingresos por tráfico menos Otros gastos, por naturaleza más Costos de construcción menos Gastos por beneficios a los empleados.

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 46,3% del ITC al cierre de 2022 aproximadamente).

De hecho, para que se cumpla el plazo inicial estimado para la concesión se requiere —considerando el comportamiento que ha tenido el tráfico vehicular desde el 2021, el cual ha mostrado un aumento significativo y ha superado niveles históricos— que la sociedad fije a futuro tarifas por debajo de las proyectadas inicialmente, de tal manera que se mantenga un crecimiento orgánico que permita hacer crecer el ITC de forma gradual y así poder llegar al año 2047. Esto es algo que **Humphreys** se encontrará monitoreando.

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 el fin de la concesión y compensar variaciones en el tráfico.

Fortalezas complementarias

- Contrato de emisión que genera incentivo a prolongar la concesión hasta el año 2047.
- Estructura que favorece la liquidez al emisor.

Riesgos considerados

- Perfil de la deuda ajustado en relación a los flujos estimados.

Definición 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

Primer trimestre 2023

Al cierre del primer trimestre de 2023, **Ruta del Algarrobo** tuvo un ingreso por cobro de tarifas de \$6.021 millones, lo que representa un aumento del 4,39% con respecto al mismo periodo del año anterior. En términos de ingresos por actividades ordinarias, estos percibieron un aumento explicado principalmente por el por el incremento de los ingresos financieros por concesión, pasando de \$6.510 millones a \$6.906 millones.

Ruta del Algarrobo presentaba al cierre de marzo de 2023, activos por \$323.262 millones, pasivos por \$290.632 millones y un patrimonio de \$32.629 millones. La deuda financiera de la compañía ascendió a \$289.932 millones.

En el periodo registró ganancias brutas por \$ 6.417 millones, contrastado con las ganancias al cierre de marzo de 2022, que ascendieron a \$ 6.077 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) a 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 adaptado por derecho de paso, compuesto por dos plazas de peajes troncales.

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

Características del flujo vehicular

El tráfico de **Ruta del Algarrobo** presentó al cierre de mayo de 2023 una disminución de un 9,7% con respecto al mismo periodo en 2022, superando en ambos años los niveles de obtenidos previo a la pandemia. El tráfico en 2022 se concentró un 56,27% en autos y camionetas, seguido por camiones de dos o más ejes que representaron un 36,88%. La Ilustración 1 presenta la evolución del tráfico de **Ruta del Algarrobo**.

Patrocinadores

Ruta del Algarrobo pertenece en un 51% a Concesiones Viales Andinas SpA; la cual a su vez es controlada por Sacyr Concesiones Chile S.A., 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 cinco continentes.



Ilustración 1: Tráfico vehicular

Ingresos

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 2040. El monto por 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.

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 3,4 millones a mayo de 2023, un 47,60% del objetivo. Sin embargo, cabe destacar que el comportamiento del tráfico vehicular en conjunto con el mecanismo de precios, son los que permiten controlar hasta cierto punto el ITC y, por tanto, la duración de la concesión. De forma de lograr alcanzar el año 2044³, el crecimiento de los ingresos —es decir, el efecto precio y el efecto cantidad— no debe superar el 1% anual. Lo anterior, se encuentra sujeto al tráfico de los últimos años de la autopista, el cual ha superado con creces el flujo de años anteriores. Para el periodo vigente, el tráfico acumulado a marzo del 2023 representa un 6,1% menos del acumulado para la misma fecha en el 2022. Este último a su vez representó un 48,8% más de lo acumulado en el 2020.

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.

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo con las estimaciones realizadas por **Humphreys**, el EBITDA proyectado para la sociedad concesionaria presenta un ajustado nivel para el cubrir el pago de su deuda. 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. El nivel de EBITDA Proyectado y los respectivos flujos de deuda se presenta en la Ilustración 2.

En relación con el margen EBITDA de **Ruta del Algarrobo**, a marzo de 2023 se mantuvo en torno al orden del 79%, 600 puntos base más alto que el cierre de 2022. La evolución del indicador se puede apreciar en la Ilustración 3.

³ Fecha de término del bono.

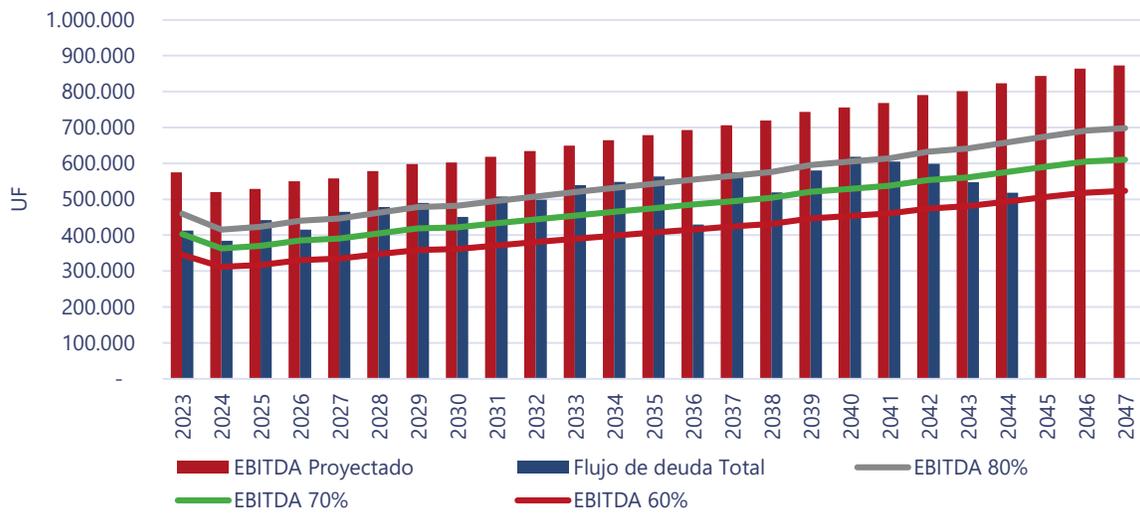


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

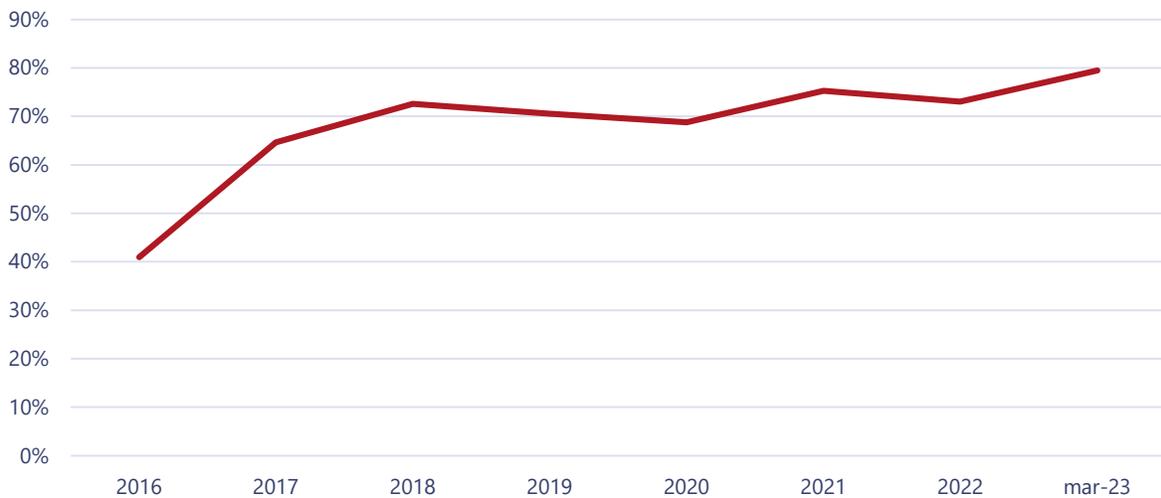


Ilustración 3: Margen EBITDA

Índice de cobertura global

El Indicador de Cobertura Global (ICG) es calculado como el coeficiente entre el valor presente del EBITDA proyectado durante el periodo de vigencia del bono, descontado a la tasa de este, y el saldo insoluto de la deuda financiera que mantiene la sociedad concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a la unidad (corrigiendo el efecto del pago de impuestos futuros), se asume que la compañía está en condiciones de responder a sus obligaciones, bajo el supuesto de calce en los flujos.

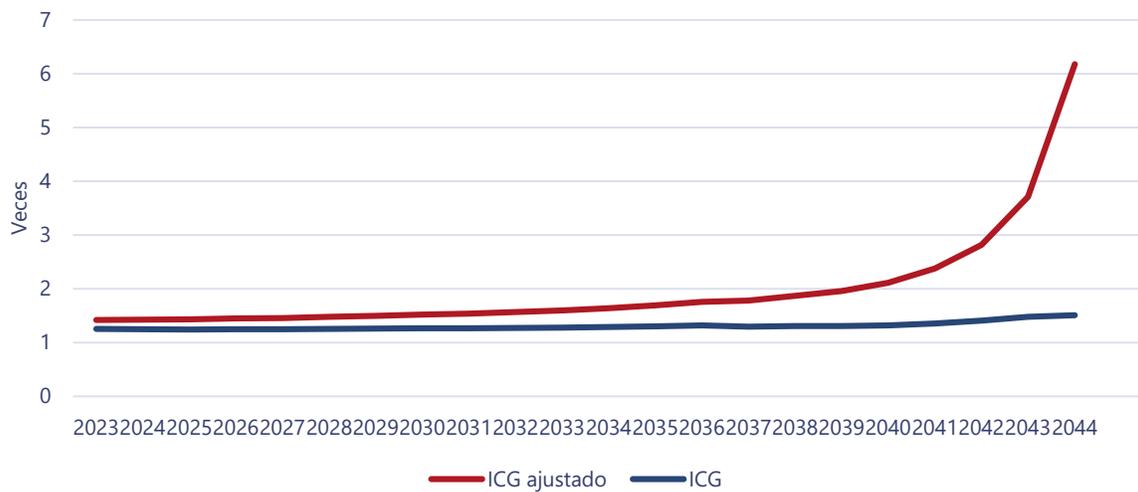


Ilustración 4: Índice de Cobertura Global

La Ilustración 4 presenta el comportamiento del ICG de **Ruta del Algarrobo**, en donde se muestran dos versiones de este indicador; en primer lugar, con flujos hasta el término del bono (ICG) y con flujos hasta el término de la concesión (ICG ajustado); sin embargo, ambos contabilizan solamente la deuda del bono (no incluyen la deuda subordinada). Cabe destacar que ambas versiones del indicador se muestran sin incorporar los flujos que la sociedad tendrá derecho a recibir al término de la concesión como compensación de no reajustar sus tarifas anualmente en 3,5%.

Es posible observar que **Ruta del Algarrobo** presenta indicadores de cobertura siempre por sobre la unidad, alcanzando al marzo de 2023 las 1,32 veces considerando los flujos hasta el término del bono y las 1,50 veces al incluir los flujos hasta el término de la concesión.

Endeudamiento

El endeudamiento de **Ruta del Algarrobo**, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, al cierre de marzo de 2023 es de 8,91 veces, nivel menor al alcanzado en el mismo periodo en 2022. El incremento se explica principalmente por el aumento en el pago de la deuda e intereses del bono pactado en UF y pago de facturas a proveedores por los servicios de operación, conservación y mantención. Adicionalmente, existe un incremento de la deuda financiera adquirida, por la emisión de bonos de la Seria A, pactados en UF con el Banco Santander, producto del reajuste por el aumento del valor de la UF en el periodo 2022. La evolución del indicador de endeudamiento se presenta en la Ilustración 5.

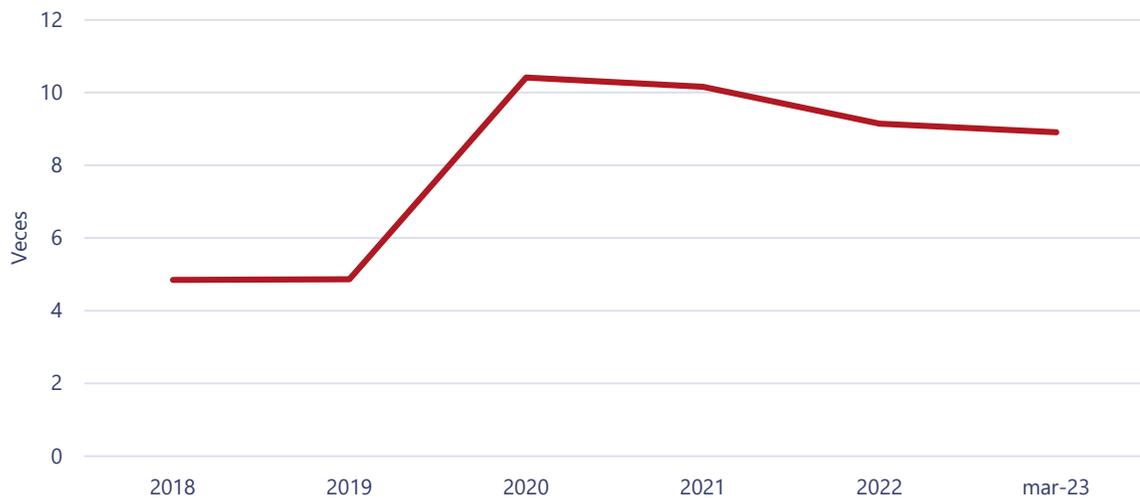


Ilustración 5: Endeudamiento

Liquidez

El indicador de liquidez de **Ruta del Algarrobo**, medido como activo corriente sobre pasivo corriente, muestra un aumento en los últimos años, a excepción de 2020 debido a la pandemia; alcanzando a septiembre de 2019 un indicador de 0,68 veces, el cual se ha ido recuperando de manera progresiva. Al cierre de Marzo de 2023, la liquidez alcanzó las 4,11 veces, nivel menor a lo obtenido al mismo periodo en 2022. La evolución de la liquidez de la compañía se presenta en la Ilustración 6.

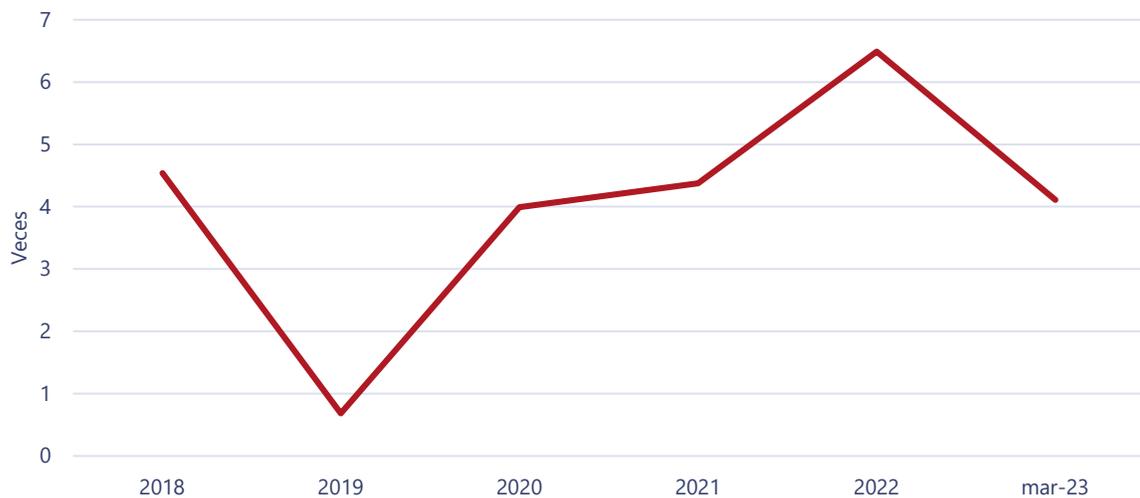


Ilustración 6: Liquidez

"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."