



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

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.

Agosto 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
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	30 de junio de 2019

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	26 años
Fecha de Vencimiento	3 de abril de 2045
Monto Máximo	UF 11.000.000
Moneda de emisión	Pesos o Unidades de Fomento
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos del emisor u otros corporativos. Pagar deuda adicional permitida. Fines corporativos generales. Pago de los costos, comisiones y honorarios asociados a la colocación.
Garantías	Prenda sobre concesión. Prenda sobre acciones. Prenda de dinero e inversiones permitidas. Prendas sobre contratos relevantes. Hipoteca sobre inmuebles. Prenda sobre activos. Convenio de subordinación. Prenda sobre créditos subordinados. Mandato de cobro contrato de concesión. Mandato irrevocable de cobro. Designación de asegurados o beneficiario adicional. Prenda especial sobre dinero.

Estado de resultados IFRS					
M\$ de cada período	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19
Ingresos de actividades ordinarias	44.245.742	21.871.345	5.991.682	4.279.790	2.452.722
Costos de ventas	-43.048.038	-18.259.474	-3.445.512	-1.530.176	-799.482
Gastos de administración	-1.202.703	-3.624.346	-2.551.903	-2.765.368	-1.664.724
Costos financieros	-6.879.731	-9.547.778	-9.292.522	-8.496.312	-4.756.642
Ganancia	5.416.506	4.136.409	7.297.115	8.606.935	3.309.253

Estado de situación IFRS					
M\$ de cada período	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19
Activos corrientes	7.833.899	17.734.338	18.345.242	15.519.322	17.095.082
Activos no corrientes	195.278.923	218.412.014	214.433.500	220.741.719	223.647.906
Total activos	203.112.822	236.146.352	232.778.742	236.261.041	240.742.988
Pasivos corrientes	9.707.678	8.225.131	7.233.343	7.591.224	53.759.742
Pasivos no corrientes	154.452.673	184.448.312	185.369.587	188.280.016	143.284.192
Total pasivos	164.160.351	192.673.443	192.602.930	195.871.240	197.043.934
Patrimonio	38.952.471	43.472.909	40.175.812	40.389.801	43.699.054
Total pasivos y patrimonio	203.112.822	236.146.352	232.778.742	236.261.041	240.742.988

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 2018, tuvo ingresos¹ por actividades ordinarias por \$ 4.280 millones, en tanto los ingresos por tráfico ascendieron a \$ 15.474 millones. El EBITDA² del período alcanzó \$ 11.234 millones, finalizando con una deuda financiera de \$ 183.465 millones. No obstante, la sociedad planea adquirir a finales del 2019 una nueva deuda por UF 9,2 millones, cuya finalidad es refinanciar la deuda vigente.

El objeto de este informe es la inscripción por parte de **Ruta del Algarrobo** de una línea de bonos, a 26 años (con fecha de vencimiento 3 de abril de 2045), por un monto máximo de colocación de UF 11 millones. El uso de los fondos provenientes de esta operación será el refinanciamiento de pasivos del emisor u otros corporativos, pagar deuda adicional permitida, fines corporativos generales, pago de los costos, comisiones y honorarios asociados a la colocación.

¹ 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.

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 los eventuales 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 noviembre de 2045 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 83,09% de la tarifa máxima. 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 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.

Sobre la base de lo expuesto en el párrafo anterior, la categoría de riesgo asignada a los eventuales bonos presume que el contrato de emisión de los mismos establecerá los incentivos necesarios para que la sociedad concesionaria administre las tarifas, de tal manera de cumplir los objetivos de ingresos y flujos de caja.

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 en los últimos dos años ha tenido un flujo de vehículos bastante estable.

La clasificación también se sustenta en las características de la estructura financiera de los bonos que permitirán generar la liquidez necesaria al emisor para dar cumplimiento oportuno al servicio de la deuda.

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 26% del ITC al cierre de abril de 2019 aproximadamente).

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.

Hechos recientes

Resultados enero-diciembre 2018

Durante el año 2018, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 15.474 millones, presentando una disminución nominal de 16% respecto al año 2017, esto se debe a la gestión tarifaria realizada y en parte también a un decrecimiento en el tráfico equivalente de 53.612 vehículos en el período. Cabe señalar, que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 4.279 millones (un 29% menor respecto al año 2017). En el mismo período, los otros costos de venta alcanzaron un monto de \$ 1.530 millones, equivalente a una disminución nominal de 56% respecto a 2017.

La ganancia ascendió a \$ 8.607 millones, lo que implica un incremento de 18% (al cierre de 2017 esta cifra ascendió a \$ 7.297 millones).

Resultados enero-junio 2019

A junio 2019, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 8.497 millones, presentando un aumento nominal de 8% respecto al mismo periodo año 2018. Cabe señalar, que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 2.453 millones (un 24% mayor respecto al año 2018). En el mismo período, los otros costos de venta alcanzaron un monto de \$ 799 millones, equivalente a un aumento nominal de 9% respecto a junio 2018.

La ganancia ascendió a \$ 3.309 millones, lo que implica una disminución de 33% (al cierre de junio 2018 esta cifra ascendió a \$ 4.971 millones).

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.

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 2045.

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.

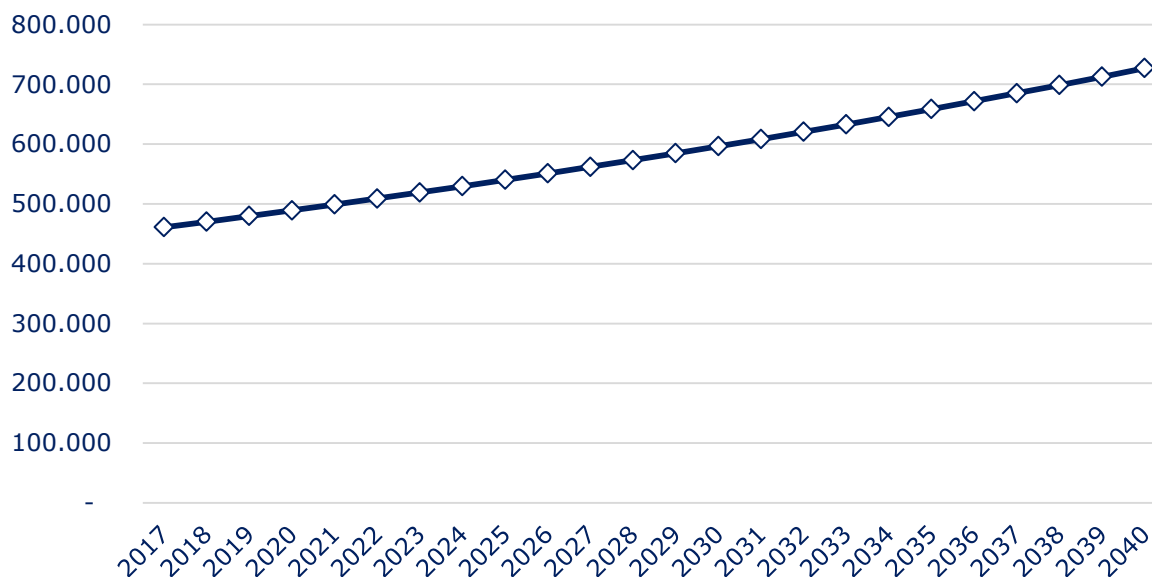
Las tarifas se reajustan el 1º de enero de cada año, según la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Ingresos mínimos garantizados

El mecanismo de ingresos mínimos garantizados consiste en que el Estado de Chile garantiza un monto mínimo de ingresos por peajes —medido en base anual— a la concesionaria hasta el año 2040. 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
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.

Este mecanismo permite modificar las tarifas (siempre y cuando la tarifa fijada sea inferior o igual a la tarifa máxima anual definida en el contrato de concesión) con el fin de ajustar el plazo de la concesión, según lo estipulado en las bases de licitación.

Actualmente el ITC asciende a UF 7,2 millones y el VPI a UF 1,7 millones a finales de 2018. Se estima que con una tarifa base del orden de UF 0,09, sería posible que la concesión se extendiera hasta el año 2045.

Convenios complementarios

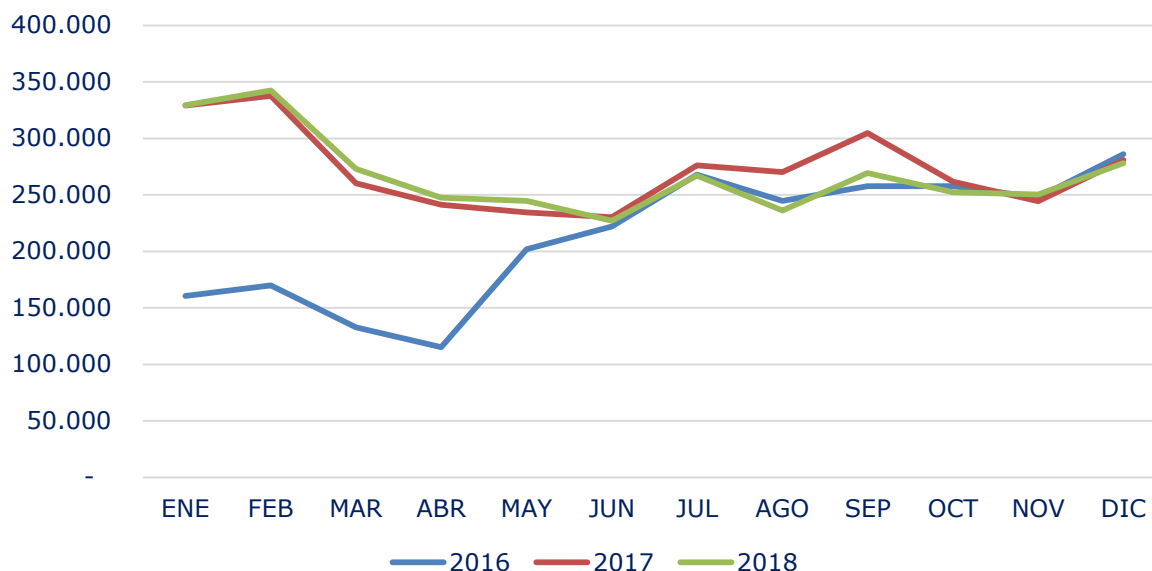
Convenio complementario N° 1

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 vehicular³

En sus últimos dos años de operación como concesión⁴, la autopista ha tenido un nivel de tráfico bastante estable, mostrando variaciones en torno al 1,6% respecto al periodo anterior. En cuanto a la estacionalidad, se nota considerable aumento de tráfico para los meses de enero y febrero.

Ilustración 2
Flujo de Tráfico de la Autopista



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.

³ Hasta abril 2016 el tramo uno se encontraba en etapa de construcción.

⁴ La autopista es más antigua, pero antes no estaba concesionada. Con todo, se trata de una carretera con un extenso historial de tráfico.

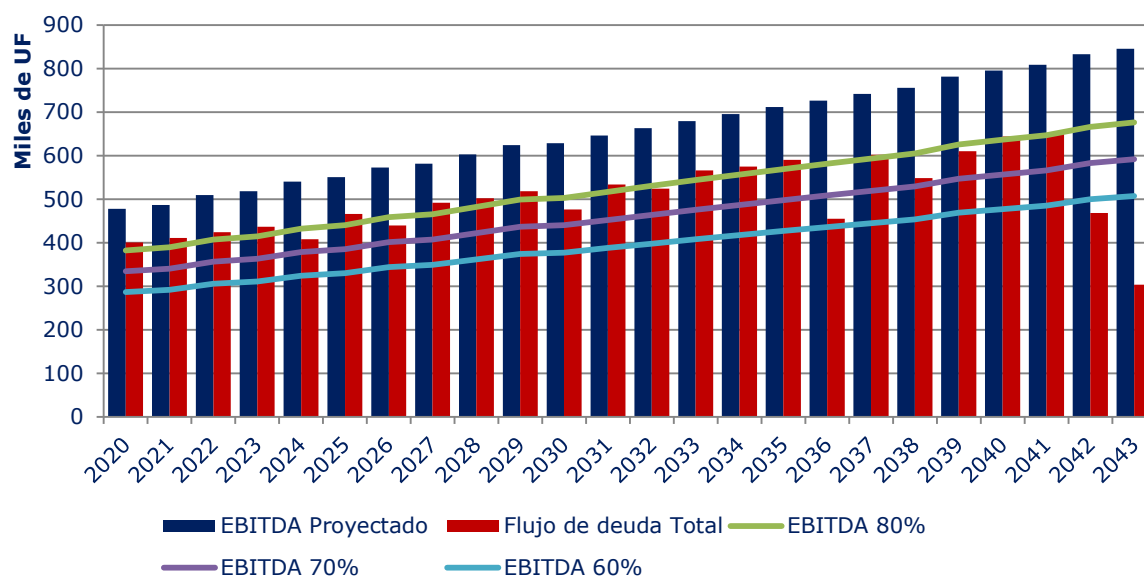
Análisis financiero

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 acumuladas no mayores al 15%. 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

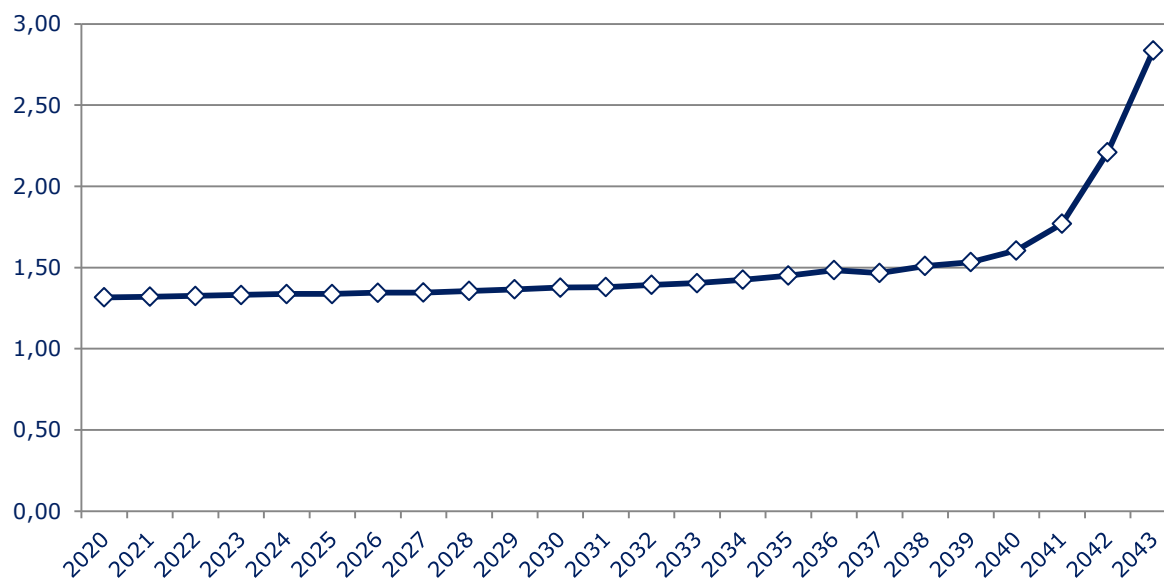


Índice de cobertura global (ICG)

El indicador de cobertura global es calculado con el valor presente del EBITDA proyectado (corregido por impuestos), 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 Algarrobo**, el indicador se mantiene sobre uno durante el periodo analizado. La proyección de este indicador se puede observar en la Ilustración 4.

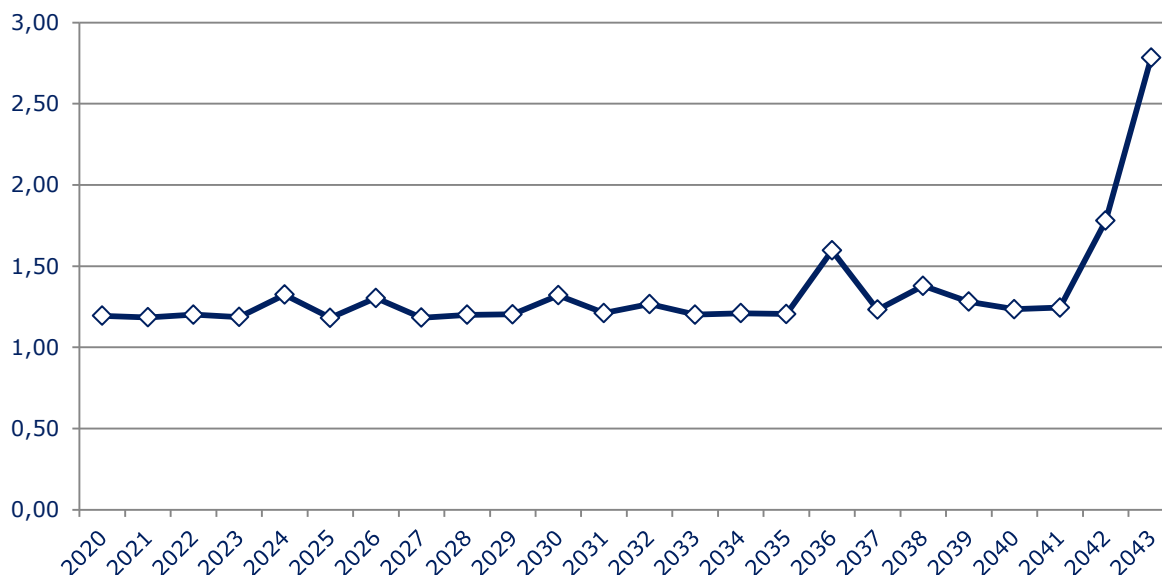
Ilustración 4
Índice de Cobertura Global Proyectada



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.

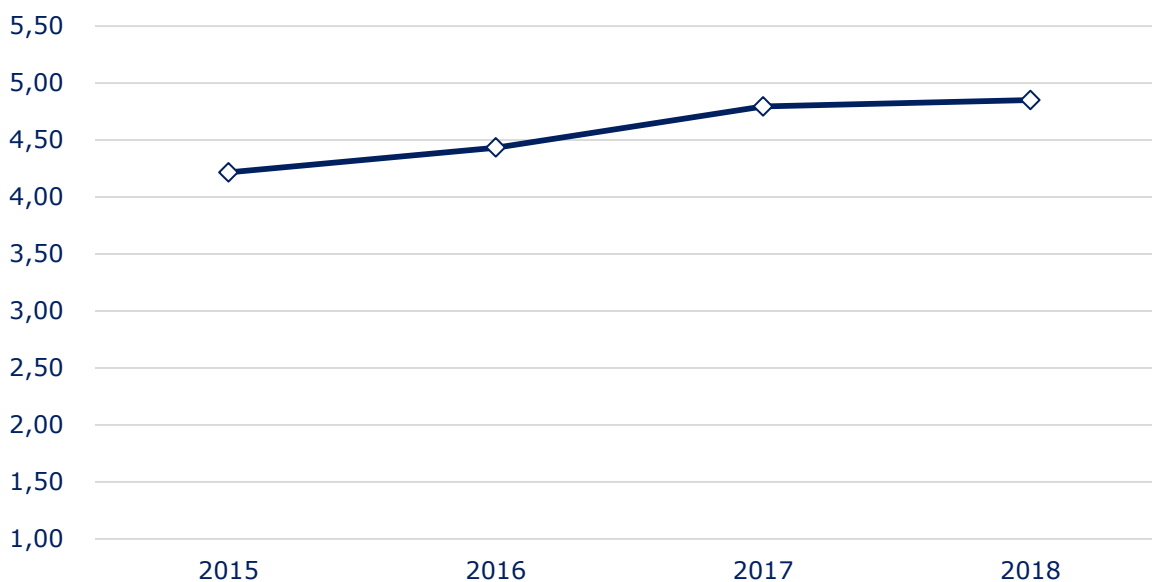
Ilustración 5
Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda Proyectado



Endeudamiento

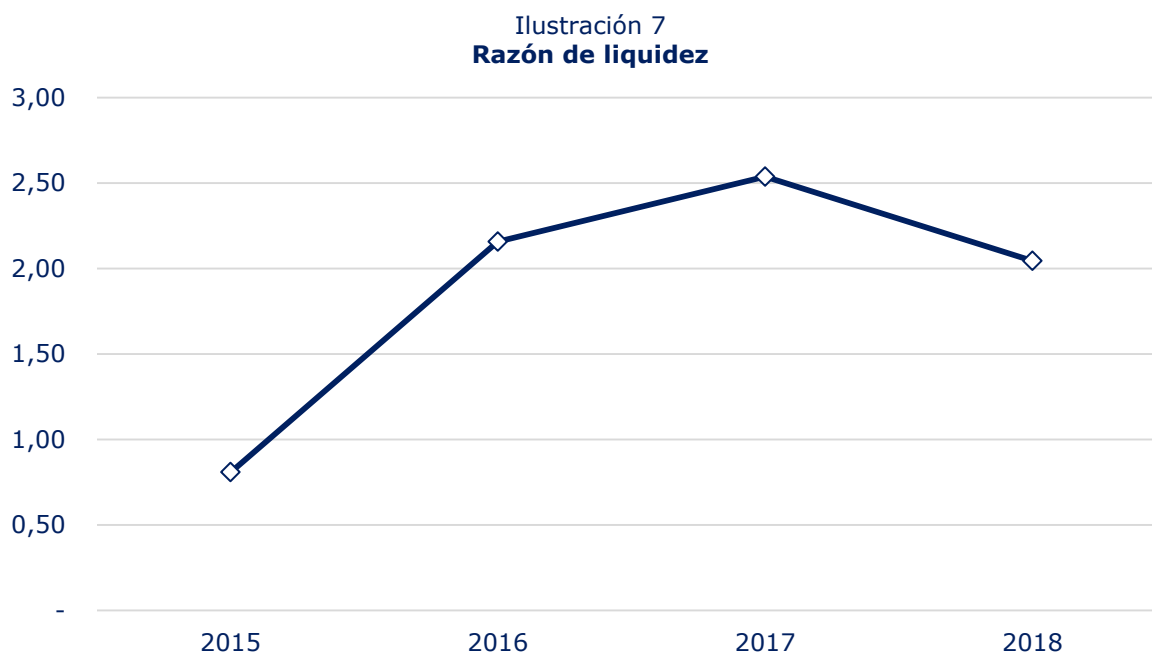
El índice de endeudamiento de la sociedad, que se presenta en la Ilustración 6, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha ido creciendo con el transcurso del tiempo, pasando de las 4,2 veces durante el año 2015 a 4,9 veces en el año 2018. Esto obedece principalmente a aumento en el nivel de deuda y una disminución en el nivel patrimonial en los últimos años.

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 las dos veces en los últimos 3 años, tal como se puede observar en la Ilustración 7. El nivel más elevado alcanzó 2,5 veces (diciembre 2017), llegando a dos veces en el último período (diciembre 2018).



"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."