



# 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](mailto:eric.perez@humphreys.cl)

[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

## **Sociedad Concesionaria Rutas del Desierto S.A.**

Julio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono (56) 22433 5200  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	<b>A</b> <b>Estable</b>
EEFF base	31 de marzo de 2020

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie A	Nº 1018 de 31.03.2020 Primera emisión

Estado de resultados IFRS					
M\$ de cada período	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
Ingresos de actividades ordinarias	4.245.010	3.700.825	3.199.361	3.215.276	747.791
Costos de ventas	-1.377.540	-1.340.785	-1.472.560	-1.416.131	-362.704
Gastos de administración	-2.873.165	-2.425.572	-1.586.142	-2.511.488	-386.500
Costos financieros	-5.466.766	-5.607.677	-5.438.979	-5.357.893	-1.498.673
<b>Ganancia</b>	<b>4.252.097</b>	<b>3.911.189</b>	<b>4.172.444</b>	<b>2.886.566</b>	<b>446.669</b>

Estado de situación IFRS					
M\$ de cada período	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
Activos corrientes	6.571.342	7.015.108	18.249.741	19.711.741	21.802.051
Activos no corrientes	133.294.316	138.869.103	120.972.508	120.227.268	120.854.056
<b>Total activos</b>	<b>139.865.658</b>	<b>145.884.211</b>	<b>139.222.249</b>	<b>139.939.009</b>	<b>142.656.107</b>
Pasivos corrientes	3.146.906	3.757.656	3.801.251	4.695.372	5.609.550
Pasivos no corrientes	113.614.314	114.119.358	117.435.885	128.566.317	129.441.752
<b>Total pasivos</b>	<b>116.761.220</b>	<b>117.877.014</b>	<b>121.237.136</b>	<b>133.261.689</b>	<b>135.051.302</b>
Patrimonio	23.104.438	28.007.197	17.985.113	6.677.320	7.604.805
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>139.865.658</b>	<b>145.884.211</b>	<b>139.222.249</b>	<b>139.939.009</b>	<b>142.656.107</b>

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Sociedad Concesionaria Rutas del Desierto S.A. (Rutas del Desierto)** tiene a su cargo la concesión vial denominada "Concesión Alternativas de Acceso a Iquique", con una longitud de aproximadamente 78 kilómetros, comprendiendo un tramo de la Ruta 1 así como también un tramo de la Ruta 16, junto con sus respectivas variantes.

**Rutas del Desierto**, durante 2019, tuvo ingresos<sup>1</sup> por actividades ordinarias por \$ 3.215 millones, en tanto los ingresos por tráfico ascendieron a \$ 10.599 millones. El EBITDA<sup>2</sup> del período alcanzó \$ 6.671 millones, finalizando con una deuda financiera de \$ 125.802 millones.

La clasificación de la línea de bonos de la sociedad en "Categoría A" se fundamenta, principalmente, en la suficiencia de los ingresos y flujos de caja proyectados 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 3.886.000, según lo definido en el contrato suscrito entre la empresa y el Ministerio de Obras Públicas (MOP), con tope el año 2043. 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 a finales del año 2043 y, a la vez, generar flujos anuales que superen en torno a un 27% 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 88% de la tarifa máxima partir del año 2021. En caso de que el tráfico real fuere inferior a las proyecciones, **Rutas del Desierto** 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

<sup>1</sup> 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.

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

tiene la posibilidad de reducir el valor de los peajes. Cabe señalar que, como era previsible, la pandemia mundial ha afectado fuertemente el tráfico de la autopista; sin embargo, la clasificadora espera que éste se comience a recuperar, paulatinamente, a partir del último trimestre del año en curso. Desviaciones relevantes en relación con este supuesto, podrían llevar a revisar la clasificación de riesgo, aunque no se descarta que la sociedad emisora adaptara la estructura del bono si se produjese cambios significativos en las expectativas de tráfico.

Sobre la base de lo expuesto en el párrafo anterior, la categoría de riesgo asignada a la eventual deuda presume que el contrato de la misma 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 concesión es parte fundamental en la estructura de transporte de la región por su conexión con la Ruta 5 y el Aeropuerto, y que en los últimos tres 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 se supone 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 20% de los ingresos totales aproximadamente que significarán el término de la concesión.

Si bien la contingencia actual (covid-19) ha afectado el tráfico de las autopistas, producto de la restricción del movimiento de la población, **Rutas del Desierto** 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 Iquique y la Ruta 5.
- 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 2043.
- Estructura que favorece la liquidez al emisor.

##### Riesgos considerados

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

## Hechos recientes

### Resultados enero-marzo 2020

Durante el primer trimestre de 2020, la empresa generó ingresos por tráfico por \$ 3.019 millones, presentando un aumento nominal de 14% respecto al mismo trimestre de año 2019. Cabe señalar que contablemente se muestran ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 748 millones (un 3% menor respecto a marzo 2019). En el mismo período, los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 363 millones, equivalente a un aumento nominal de 4% respecto a marzo 2019.

La ganancia ascendió a \$ 447 millones, lo que implica una disminución de 66% (al cierre de marzo 2019 esta cifra ascendió a \$ 1.324 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.

## Antecedentes generales

### Características de la concesión

La concesión vial "Concesión Alternativas de Acceso a Iquique" (**Rutas del Desierto**) corresponde a dos vías de acceso a Iquique que en conjunto suman aproximadamente de 78 kilómetros de longitud. La primera vía es un tramo de la Ruta 16 con 13 km de extensión, que va desde la conexión con la Ruta 5 Norte km 1.814 hasta la Rotonda El Pampino. La segunda vía es un tramo de la Ruta 1 que va desde el km 1.200, al sur del acceso al Aeropuerto Diego Aracena, hasta el sector denominado Bajo molle y cuenta con una longitud de 31 km. Adicionalmente, cuenta con un par de variantes en el sector del aeropuerto y en el sector "Los Verdes".

Actualmente, no existe una ruta alternativa (que sustituya) para **Rutas del Desierto** ya que esta concesión comprende los dos únicos accesos a la ciudad de Iquique.

El plazo de la concesión es variable y finalizará cuando el valor presente de los ingresos acumulados alcance los Ingresos Totales de la Concesión de UF 3,8 millones, no pudiendo ser ello con fecha posterior a septiembre de 2043. La administración de la sociedad, mediante gestión de tarifas, espera que la concesión se extinga el año 2043.

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.

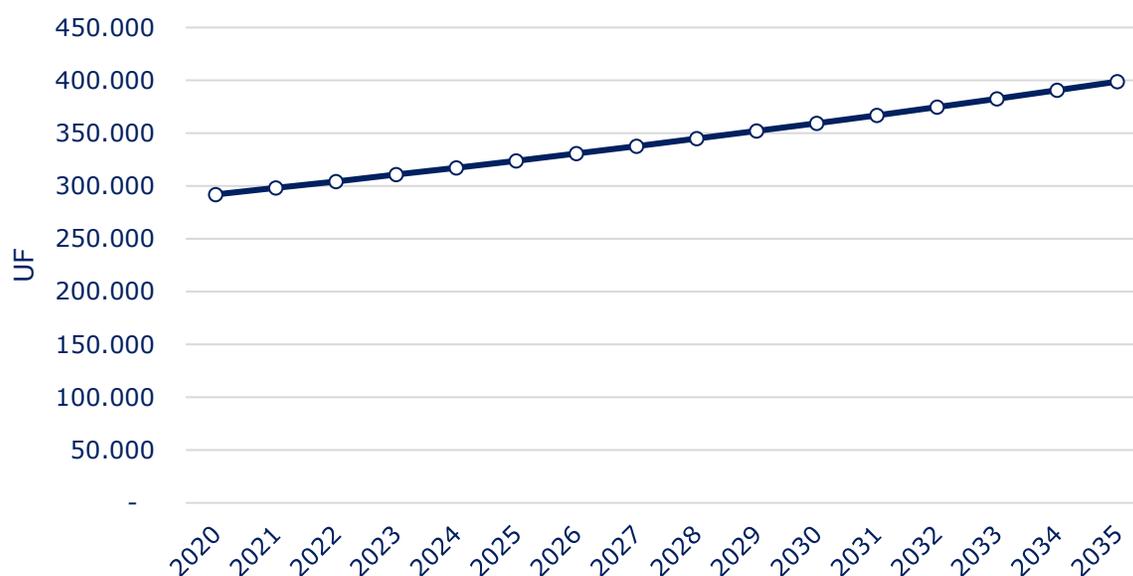
Las tarifas se reajustan el 1º de enero de cada año, según la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

## 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 2034. 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 RDD**



## 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 (subir o reducir) con el fin de ajustar el plazo de la concesión, según lo estipulado en las bases de licitación.

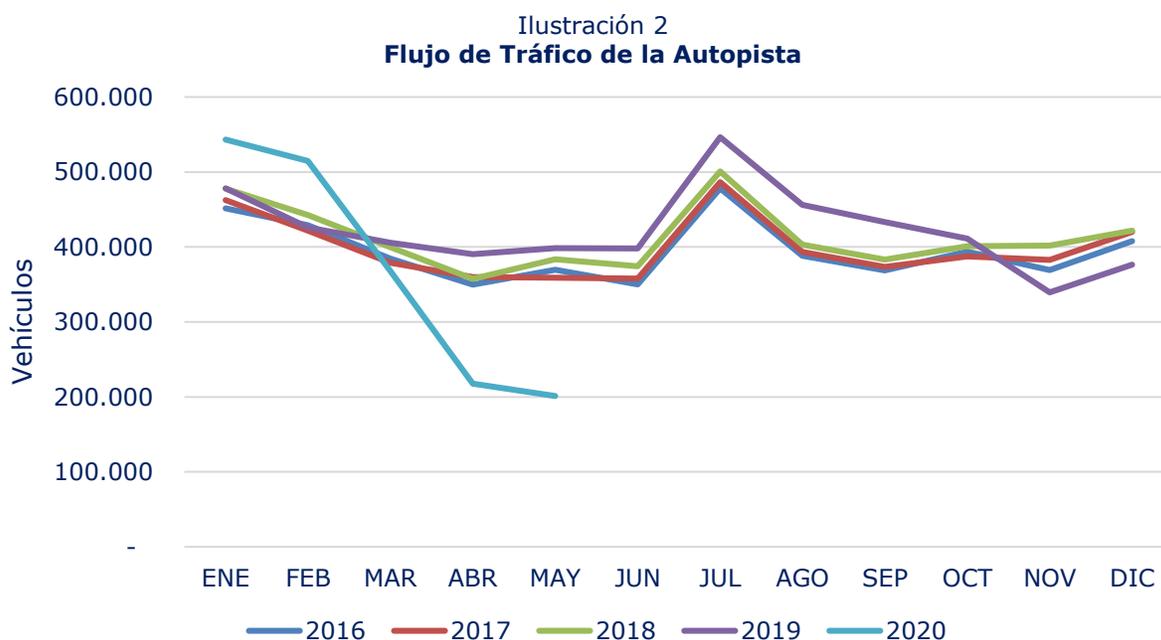
Actualmente el ITC ascendía a UF 3,8 millones y el VPI a UF 795 mil a finales de 2019. Se estima que con una tarifa base del orden de UF 0,04 para la Ruta 1 y 0,06 para la Ruta 16, sería posible que la concesión se extendiera hasta comienzos del año 2043.

## Convenios complementarios

A la fecha no cuenta con ningún convenio *ad referendum* o complementario.

## Características del flujo vehicular<sup>3</sup>

En sus últimos tres años de operación como concesión<sup>4</sup>, la autopista ha tenido un nivel de tráfico bastante estable, mostrando variaciones en torno al 2% respecto al periodo anterior (obviando el año en curso afectado por la crisis provocada por la pandemia). En cuanto a la estacionalidad, se nota considerable aumento de tráfico para los meses de enero y febrero.



<sup>3</sup> Hasta agosto 2015 el tramo Ruta 16 se encontraba aun en etapa de construcción.

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

## Patrocinadores

Sacyr Concesiones Chile S.p.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 un aeropuerto.

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.

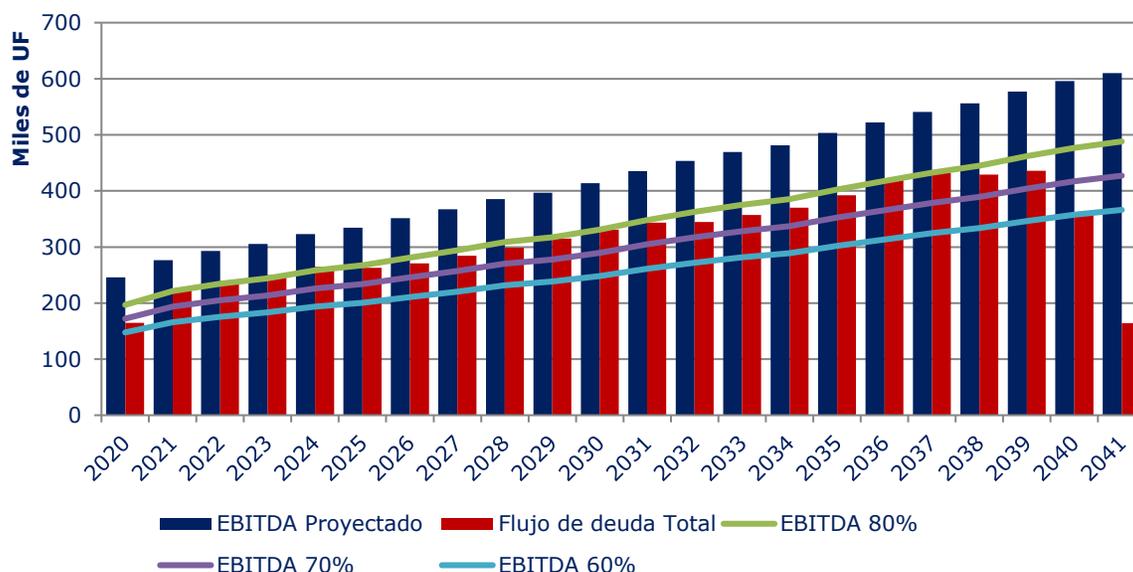
## Análisis financiero

### 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 acumuladas no mayores al 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 2040, cercano al fin de la deuda.

Ilustración 3  
Proyección EBITDA y Deuda

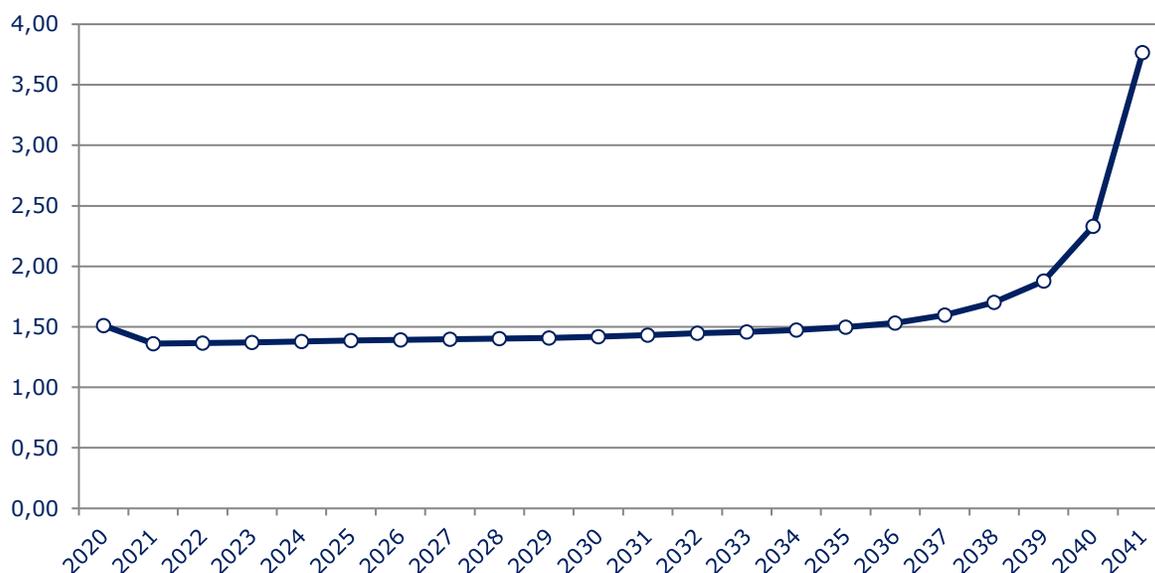


## Índice de Cobertura Global (ICG)

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 **Rutas del Desierto**, el indicador se mantiene sobre uno durante el periodo analizado. La proyección de este indicador se puede observar en la Ilustración 4.

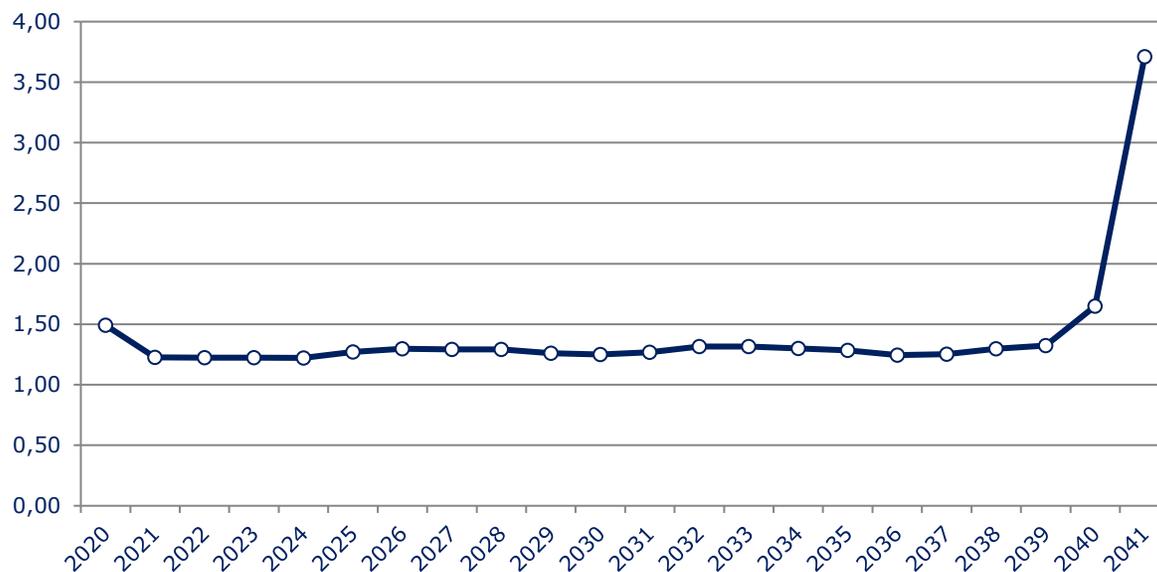
Ilustración 4  
**Índice de Cobertura Global Proyectada**



## 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.

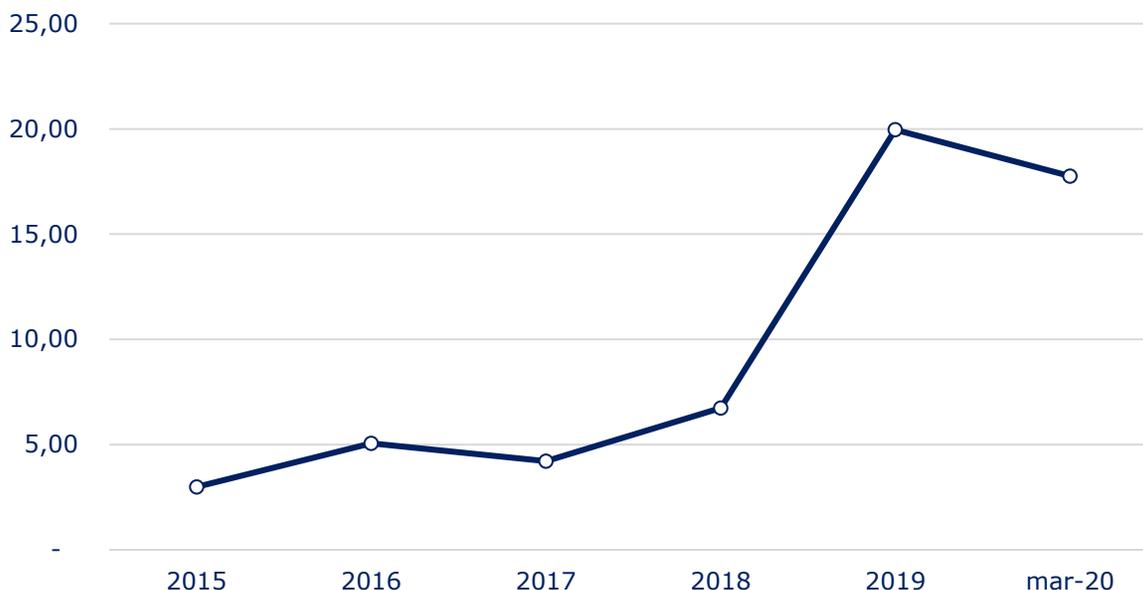
Ilustración 5  
**Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda Proyectado**



## 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 2,99 veces durante el año 2015 a 19,96 veces en el año 2019. Esto obedece principalmente a aumento en el nivel de deuda y una disminución en el nivel patrimonial en los últimos años producto de reparto de dividendos y disminuciones de capital.

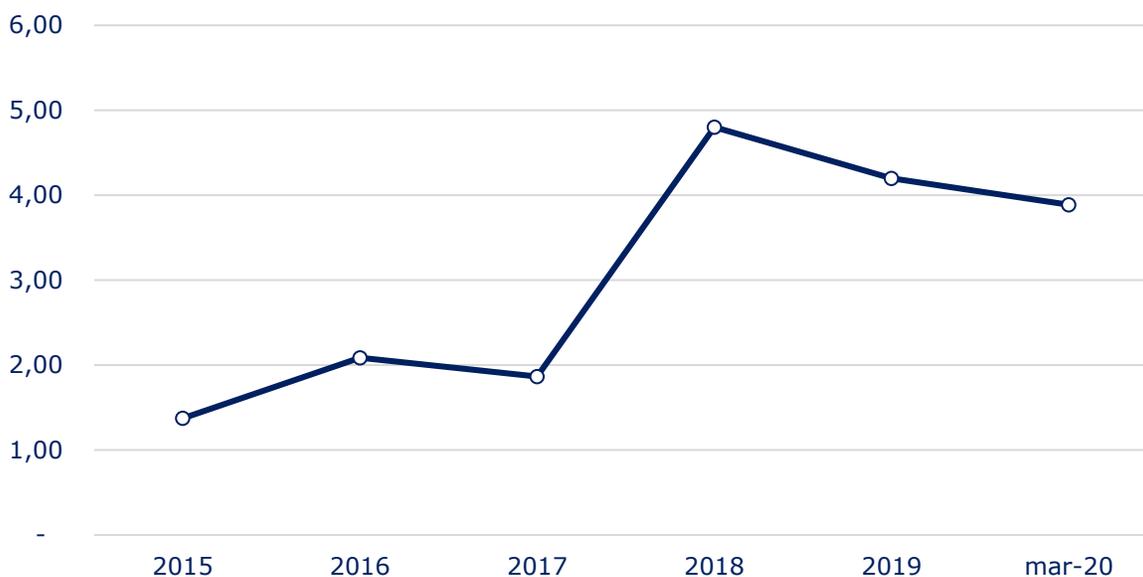
Ilustración 6  
**Endeudamiento (Pasivo exigible / Patrimonio)**



## Liquidez

La razón de liquidez, medida como la relación entre activos y pasivos corrientes, se ha mantenido en niveles superiores a las 3 veces en los últimos 3 años, tal como se puede observar en la Ilustración 7. El nivel más elevado alcanzó 4,80 veces (diciembre 2018), llegando a 3,89 veces en marzo 2020.

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."*