



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 Limarí S.A.

Julio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono (56) 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos Tendencia	A+ Estable
EEFF base	31 de marzo de 2020

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 1002 de 20.02.2020

Estado de resultados IFRS					
M\$ de cada período	2016	2017	2018	2019	mar-20
Ingresos de actividades ordinarias	33.558.626	64.306.986	18.372.946	6.153.875	1.560.362
Costos de Ventas	-33.558.626	-64.306.986	-17.778.252	-3.215.671	-878.649
Gastos de Administración	-78.774	-111.626	-1.443.393	-2.490.539	-457.510
Costos financieros	-672.739	-2.362.582	-4.065.693	-6.013.877	-1.441.925
Ganancia	-465.212	-692.140	-3.039.237	-3.354.974	-986.657

Estado de situación IFRS					
M\$ de cada período	2016	2017	2018	2019	mar-20
Activos corrientes	4.757.896	14.395.072	17.527.201	18.896.920	18.427.887
Activos no corrientes	74.527.218	139.802.249	145.645.205	142.296.535	143.634.780
Total activos	79.285.114	154.197.321	163.172.406	161.193.455	162.062.667
Pasivos corrientes	7.155.095	24.263.162	7.625.380	9.044.226	9.385.662
Pasivos no corrientes	51.587.745	110.084.025	138.736.129	138.693.306	140.207.739
Total pasivos	58.742.840	134.347.187	146.361.509	147.737.532	149.593.401
Patrimonio	20.542.274	19.850.134	16.810.897	13.455.923	12.469.266
Total pasivos y patrimonio	79.285.114	154.197.321	163.172.406	161.193.455	162.062.667

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Sociedad Concesionaria Ruta del Limarí S.A. (Ruta del Limarí) tiene a su cargo la concesión vial denominada "Concesión Mejoramiento y Conservación de la Ruta 43 de la Región de Coquimbo", con una longitud de aproximadamente 86 kilómetros desde la ciudad de Coquimbo hasta la ciudad de Ovalle.

Ruta del Limarí, durante 2019, tuvo ingresos por actividades ordinarias por \$ 6.154 millones, en tanto los ingresos por tráfico ascendieron a \$ 5.503 millones. El EBITDA¹ del período alcanzó \$ 739 millones, finalizando con una deuda financiera de \$ 135.415 millones.

La clasificación de la línea de la sociedad en "Categoría A+" se fundamenta, principalmente, en la suficiencia y la predictibilidad de los ingresos y flujos de caja de la sociedad concesionaria, ello en relación con las necesidades de refinanciamiento de la empresa y bajo el supuesto que los títulos de deuda a emitir presentarían vencimientos anuales y/o semestrales consistentes con el perfil de flujos esperados para **Ruta del Limarí**.

Cabe señalar que los flujos que generaría la concesionaria tienen un elevado componente de seguridad, dado que en los próximos diez años de operación **Rutas del Limarí** recibirá un subsidio fijo del Estado por la inversión en infraestructura ya realizada, además del pago de un incentivo por la calidad del servicio prestado. El subsidio, que se materializaría en doce cuotas anuales, dos de ellos ya recibidos, entre los años 2018 y 2029, representarían un poco más de la mitad de los ingresos de la sociedad concesionaria durante ese periodo.

En consideración a la diferencia de riesgo que presentarían los ingresos de **Rutas del Limarí**, es factible que el emisor diseñe títulos de deuda que también exhiban distintos niveles de riesgo. Bajo esta perspectiva, la calificación asignada a la línea de bonos es consistente con la que se le podría atribuir al instrumento de deuda más riesgoso.

Dentro de las fortalezas de la concesión, se incluye, además, el hecho de que por contrato la sociedad puede gestionar sus tarifas y así dar estabilidad a sus ingresos en el tiempo, así como también los plazos de la concesión; de esta forma, se reduce el riesgo de reducciones abruptas en el flujo de caja, bajo el supuesto que la administración del precio de los peajes se hace buscando dicho objetivo. Con todo, la concesión se extingue cuando los ingresos hayan alcanzado un monto igual al ofertado como Ingreso Total Concesionado (ITC), que asciende a UF 3.900.000, según lo definido en el contrato suscrito entre la empresa y el MOP, con tope el año 2043.

¹ Calculado por **Humphreys** como Ingresos por tráfico menos Otros gastos, por naturaleza más Costos de construcción menos Gastos por beneficios a los empleados.

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.

La clasificación incorpora, también, la madurez del tráfico en donde se despliega la autopista, el comportamiento de otras carreteras concesionadas (con propensión al crecimiento continuo en el tráfico) y la escases de rutas alternativas. Asimismo, se asume que cualquier contrato de bonos incluirá cláusulas para asegurar la liquidez de la sociedad.

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. También, por los riesgos que pudieran afectar a la economía e interconectividad de la zona de influencia de la autopista.

Si bien la contingencia actual (covid-19) ha afectado el tráfico de las autopistas, producto de la restricción del movimiento de la población, **Ruta del Limarí** 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

- Estructura de subsidios e incentivos por parte del Estado (ingresos de muy bajo riesgo).
- Capacidad para realizar gestión tarifaria para controlar fin de concesión y compensar variaciones en tráfico.

Fortalezas complementarias

- Estructura que favorece la liquidez al emisor (supuesto para emisión de bonos).
- Tráfico sólido.
- Bajas alternativas a la ruta.

Riesgos considerados

- Inadecuada gestión de tarifas.
- Situaciones que afecten a la zona de influencias y que repercutan en una disminución y/o interrupción del tráfico.

Hechos recientes

Estados financieros a marzo de 2020

A marzo de 2020 la sociedad generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 1.560, disminuyendo un 6,2% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Sin embargo, el ingreso registrado a marzo de 2019 incluía ingresos por actividades de construcción. Los costos de venta registrados totalizan \$ 878 millones, reduciéndose en un 9,4% con respecto al mismo trimestre del año anterior, principalmente por la reducción en el costo por actividades de construcción frente a lo registrado en marzo 2019.

El margen bruto registrado a marzo de 2020 asciende a \$ 682 millones en comparación a los \$694 millones generados el mismo trimestre del año anterior, mientras que el resultado del ejercicio al primer semestre de 2020 es de -\$ 987 millones en comparación a los -\$ 27 millones del mismo periodo del año anterior.

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 Limarí contempla 86 kilómetros que conecta las ciudades de Ovalle con Coquimbo en la Región de Coquimbo. El inicio de la concesión se dio el 31 de mayo de 2013, recibiendo la Puesta en Servicio Provisoria el 6 de julio de 2018 y la Definitiva el 4 de enero de 2019.

El plazo de la concesión es de 360 meses o cuando el Valor Presente de los Ingresos obtenido por la sociedad (VPI) sea mayor o igual a los Ingresos Totales de la Concesión, el cual asciende a UF 3,9 millones. Se estima el término del contrato para el 31 de mayo de 2043, asumiendo ausencia de convenios complementarios adicionales que prolonguen su duración.

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

Ingresos por subsidios

La concesión cuenta con un subsidio fijo a la inversión realizada por concepto de las obras construidas, el cual está compuesto por doce cuotas anuales. Además, el Estado entrega un incentivo monetario anual cuyo monto máximo trimestral será de UF 10 mil por desempeño operacional durante la explotación de la concesión. El monto del incentivo se calcula en base al índice del servicio prestado (que oscila ente 0 y 1), el cual—para hacerse efectivo—debe alcanzar un valor mayor a 95%, medido como un promedio ponderado del nivel de servicio (expresado como porcentaje de cumplimiento) de 8 factores.

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.

El contrato suscrito con el MOP 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 3,9 millones y el VPI acumulado a marzo de 2020 es de aproximadamente UF 162 mil.

Convenios complementarios

La sociedad concesionaria cuenta con un convenio Ad-Referendum aprobado el 17 de agosto de 2017 por la ampliación de la calzada en la salida de Ovalle, cuatro cruces vehiculares, pasarela peatonal, retorno y otros trabajos menores. Para ello, la compensación a la concesionaria se realizó con un pago directo, aumento de tarifas para el año 2020 y 13 meses de extensión en el plazo de la concesión.

También se encuentra en tramitación el convenio Ad-Referendum N°3 el cual elimina el aumento del 17% en tarifas pero a modo de compensación extendería el plazo de concesión hasta el año 2055 aproximadamente.

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

Para efecto de la evaluación, se trabaja con el supuesto que se emiten dos series de títulos de deuda con cargo a la línea de bonos², cuyo uso sería refinanciar la actual estructura de pasivos de la sociedad. Dichas series, tendrían las siguientes características:

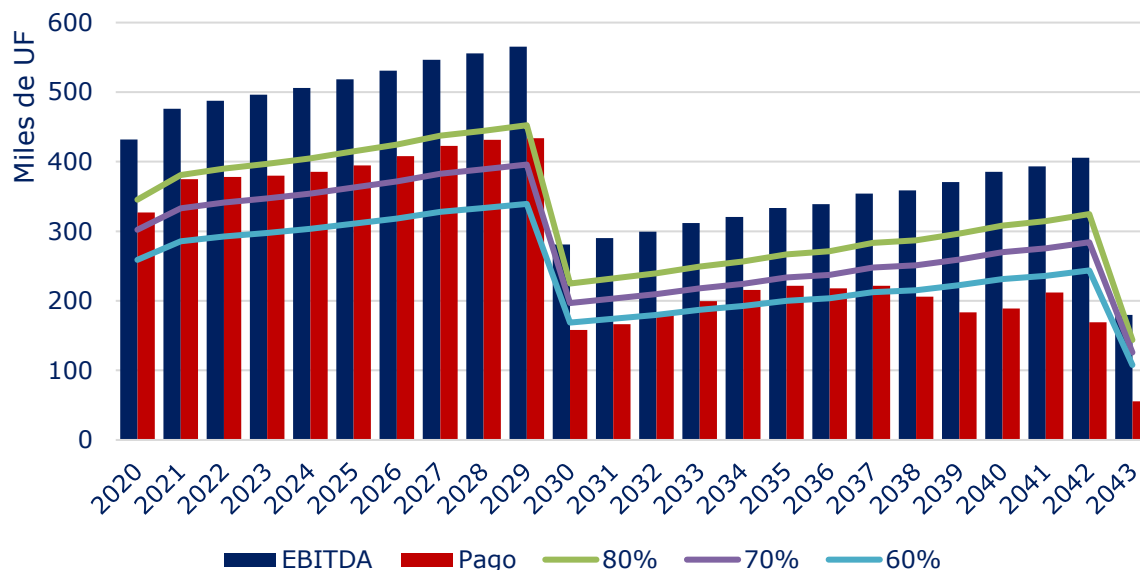
- i. Serie Subsidio: Emisión por UF 2.656.475 a un 2,5% con vencimientos de cupones anuales.
- ii. Serie Trafico: Emisión por UF 3.143.525 a un 3,0% con vencimientos de cupones semestrales.

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

Como se observa en la Ilustración 1, 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 el pago del subsidio fijo por parte del estado (no sujeto a variaciones por tráfico) 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.

² Supuesto de acuerdo al conocimiento que **Humphrey** tiene respecto a los planes de financiamiento de la sociedad concesionaria.

Ilustración 1
Proyección EBITDA y pago de deuda

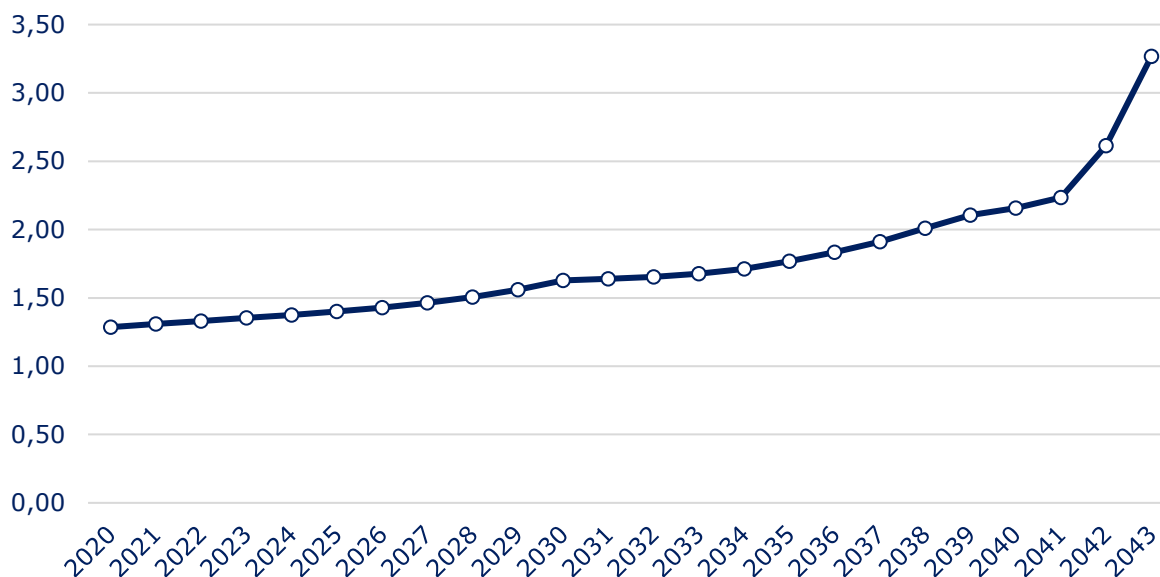


Índice de Cobertura Global (ICG)

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 (y suponiendo calce de flujos).

En el caso de **Ruta del Limarí**, el indicador se mantiene sobre uno durante el periodo analizado. La proyección de este indicador se puede observar en la Ilustración 2.

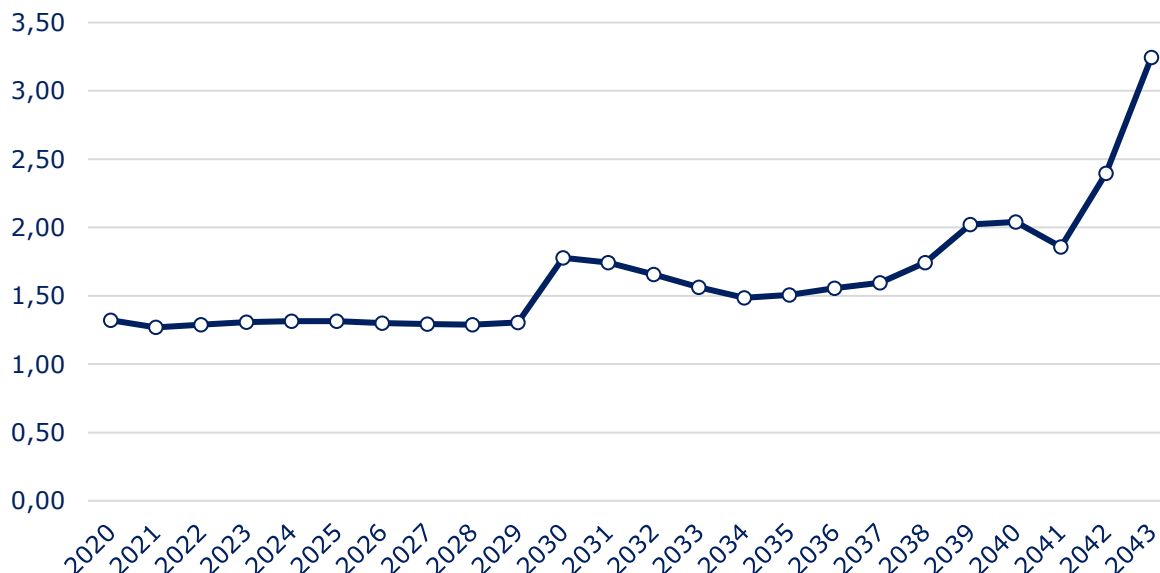
Ilustración 2
Índice de Cobertura Global proyectada



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 3 y en él se observa un posicionamiento sobre uno para todo el periodo analizado; teniendo presente el subsidio que implica pagos seguros entre 2020 y 2029 por montos de UF 294.500.

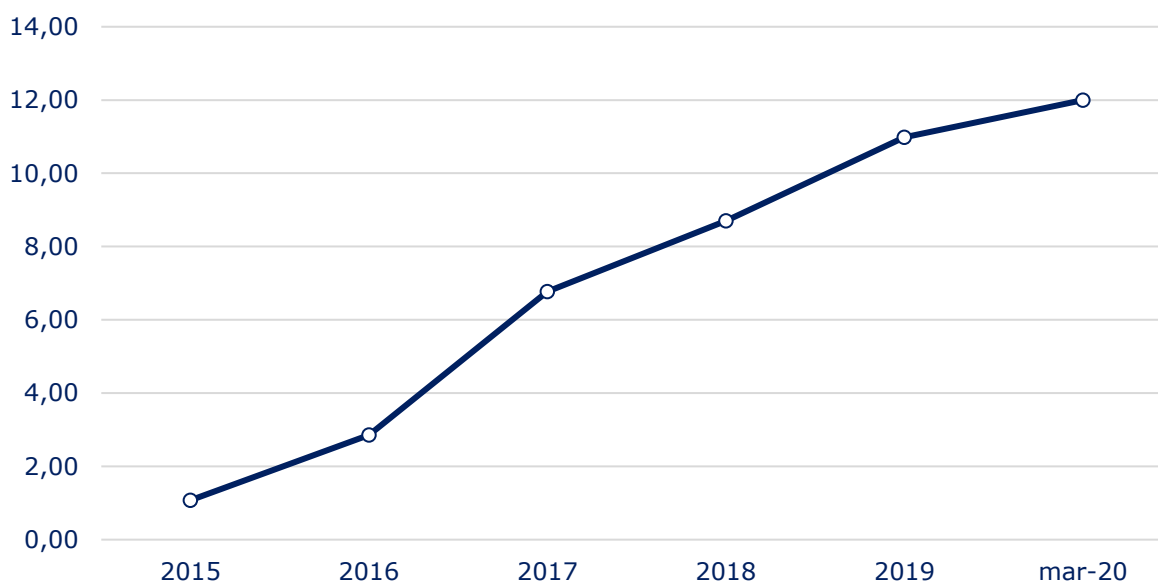
Ilustración 3
Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda proyectado



Endeudamiento

El índice de endeudamiento de la sociedad, que se presenta en la Ilustración 4, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha ido creciendo con el transcurso del tiempo, pasando de las 1,1 veces durante el año 2015 a 12 veces a marzo de 2020. Esto obedece principalmente a aumento en el nivel de deuda y una disminución en el nivel patrimonial en los últimos años, propio de un proyecto.

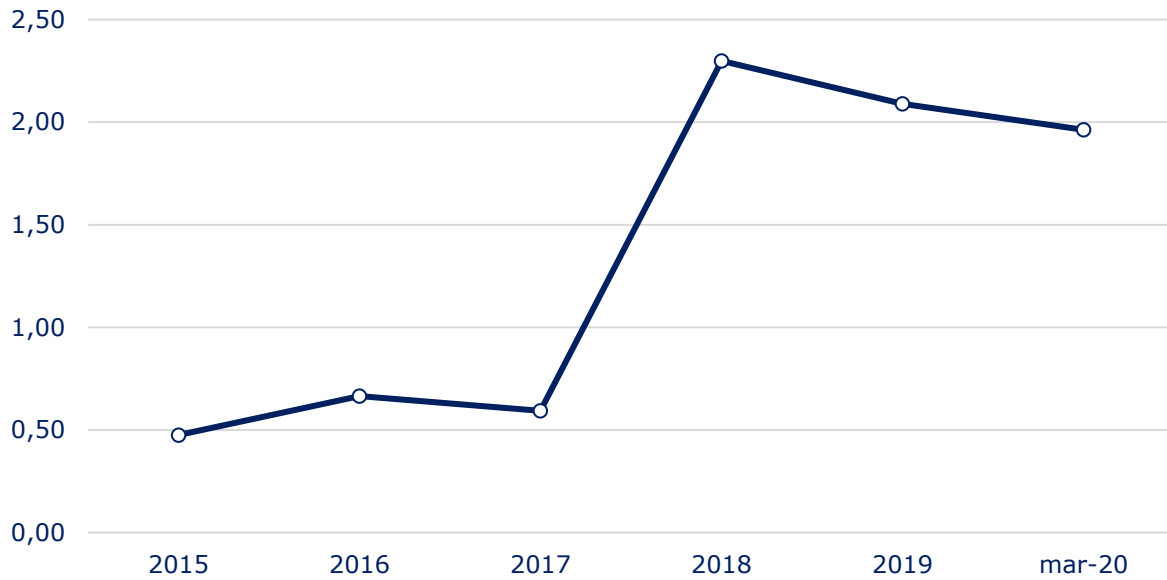
Ilustración 4
Pasivo exigible sobre patrimonio



Liquidez

La razón de liquidez, medida como la relación entre activos y pasivos corrientes, se ha mantenido en niveles superiores a las 1,5 veces en los últimos dos periodos, tal como se puede observar en la Ilustración 5. El nivel más elevado alcanzó 2,3 veces en 2018 y a marzo de 2020 el indicador alcanzo las 1,96 veces.

Ilustración 5
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."