



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Rutas del Pacífico S.A.

Diciembre 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	AAA En observación
EEFF base	30 de septiembre 2010

Características Bonos Colocados en Chile

Serie	Monto Inscrito (M UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (M UF) ¹	Plazo (Años)
B1	499	5,8	Semestral	342	23
B2	10.500	5,8	Semestral	9.322	23
C	1	5,8	Semestral	1	23

Inscripción de la Emisión de series B y C en el Registro de Valores N° 289 con fecha 14 de marzo de 2002.

Estado de Resultados Individual

Cifras en Miles de \$ de Sep-10	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso Operacional	29.650.758	32.793.543	34.446.142	38.738.603	40.559.731
Costo Explotación	-14.483.696	-15.658.892	-15.883.540	-14.735.086	-18.093.774
Gasto Admin. y Venta	-1.692.793	-1.707.585	-1.747.546	-1.642.698	-873.396
Resultado Operacional	13.474.269	15.427.066	16.815.056	22.360.819	21.592.561
Ebitda	23.437.670	26.594.118	28.169.413	33.677.053	34.552.707
Utilidad Neta	3.199.305	6.373.182	5.606.788	8.327.028	12.856.446

¹ Octubre de 2010, Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

Balance General Individual					
Cifras en Miles de \$ de Sep-10	2005	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	18.606.904	25.202.808	23.140.935	30.120.183	45.189.223
Activo Fijo	290.598.528	279.389.790	268.063.970	261.823.046	248.833.115
Otros Activos	46.363.883	36.945.872	48.863.168	50.881.864	55.275.630
Total Activos	355.569.315	341.538.470	340.068.073	342.825.093	349.297.968
Pasivo Circulante	752.097	1.475.131	2.821.716	4.739.538	5.009.523
Pasivo Largo Plazo	259.925.729	238.799.186	230.375.089	222.887.580	216.274.665
Patrimonio	94.891.490	101.264.154	106.871.268	115.197.976	128.013.780
Total Pasivos	355.569.315	341.538.470	340.068.073	342.825.093	349.297.968

EERR Individual IFRS		
M\$ a septiembre de 2010	Sep -10	Sep -09
Ingresos de actividades ordinarias	31.716.519	29.770.507
Costo de ventas	-	-
Otros gastos por naturaleza	-18.24.597	-3.941.337
Costos financieros	-10.145.083	-10.386.494
Ganancia	5.958.416	12.641.646

Balance General Individual, IFRS		
M\$ a septiembre de 2010	Sep -10	Sep -09
Activos Corrientes	68.062.859	44.553.506
Activos No Corrientes	237.328.903	233.635.720
Total Activos	305.391.762	278.189.225
Pasivos Corrientes	25.855.711	4.939.874
Pasivos No Corrientes	232.099.716	231.771.432
Patrimonio	305.391.762	278.189.225

Opinión

Fundamento de la clasificación

Sociedad Concesionaria Rutas del Pacífico S.A. (Rutas del Pacífico) es una sociedad anónima cerrada cuyo objetivo es la explotación de la obra fiscal denominada Interconexión Vial Santiago – Valparaíso - Viña del Mar, mediante concesión otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP).

La clasificación de los bonos se fundamenta principalmente en el hecho de que el pago de los títulos de deuda cuenta con la garantía financiera del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y de Assured Guaranty Corp, compañía de seguros de Maryland con experiencia en este tipo de operaciones. Estas entidades están, en escala global, clasificadas en "*Categoría Aaa*" y "*Categoría Aa3*", respectivamente.

La operatividad de la póliza de seguros es relativamente simple y no se encuentra sujeta a ningún tipo de condicionamiento. En la práctica, si el banco pagador no recibe los fondos para el pago de los cupones de los bonos con la debida antelación, éste deberá notificar tal situación a los garantes, quienes deberán aportar los recursos faltantes para el pago de la obligación en la fecha estipulada.

Sin perjuicio de lo anterior, las características propias de la concesión otorgan al emisor la fortaleza financiera necesaria para que los títulos de deuda, por sí solos, cuenten con una capacidad de pago adecuada en relación con la obligación asumida. Ello, en consideración a las características de los pasivos, al comportamiento exhibido por el tráfico de la carretera y a los flujos netos proyectados para la concesión, estimados a partir de los estudios de tráfico y de análisis de presupuestos realizados por entidades especializadas y validados por entidades independientes con suficiente experiencia.

En general, las fortalezas de **Rutas del Pacífico** se basan en el nivel y expectativas de crecimiento del flujo vehicular del que dispone la concesión y en el marco regulador sustentado en una estructura legal transparente, tanto en relación al cobro de peajes como respecto de la concesión de obra pública propiamente tal.

Definición de Categorías de Riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Resultados a Septiembre de 2010

De acuerdo con la última información disponible, durante los nueve primeros meses del año 2009 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 31.716 millones, lo que representa un incremento real de 6,5% respecto al periodo del año anterior. En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 18.247 millones, lo que muestra un aumento elevado en comparación con los \$ 3.941 millones registrados en 2009 por igual razón, debido a inversiones motivadas por obras de seguridad normativa en la vía.

A septiembre de 2010 los gastos financieros alcanzaron los \$ 10.145 millones, cifra 2,3% inferior a la del mismo período del año anterior, explicados principalmente por los intereses de los bonos.

Con todo, la ganancia alcanzó los \$ 5.958 millones, con una disminución real de 52,8% en relación a igual fecha del año anterior, baja que se produce sobre todo por resultados por unidades de reajuste producto de la indexación de a UF de los bonos.

A septiembre del año 2010 la sociedad concesionaria tenía activos por \$ 305.391 millones, con un total de deuda financiera de \$ 208.252 millones y un nivel de patrimonio de \$ 47.436 millones.

Antecedentes Generales

Características de la Concesión

La sociedad concesionaria se obliga a conservar y explotar las siguientes obras, según las bases de licitación:

- Entre los kms. 0 y 110 del balizado existente en la calzada izquierda de la Ruta 68.
- Las obras correspondientes al Troncal Sur, entre los kms. 87 y 108 y la Ruta 60 (Camino Las Palmas o Rodelillo – El Salto), entre los kms. 0 y 10,7.

La sociedad concesionaria no se acogió al mecanismo de Ingresos Mínimos Garantizados (IMG) establecido en las bases de licitación. Esto implica que el Estado no le garantiza ingresos mínimos ni coparticipa en sus ingresos. Este mecanismo de distribución de riesgo entre la sociedad y el Estado es de carácter opcional.

De acuerdo al proyecto original, la concesión tiene un plazo variable, determinado por el ITC (Ingreso Total de la Concesión), siendo el máximo posible 300 meses a contar de Agosto de 1999. Este máximo fue modificado luego del CC N°2². La concesión terminará cuando ocurra el primero de los siguientes eventos:

² Convenio Complementario N°2 de fecha 7 de junio de 2001, en orden a realizar por parte de la sociedad concesionaria nuevas inversiones con el objeto de ampliar y mejorar el Sector Troncal Sur.

- 1- Que el ITC haya alcanzado a UF 12.261.207 (ITC máximo original + adicional CC N°2).
- 2- Cuando expire el período máximo de Concesión (Agosto 2024 + el tiempo necesario para recuperar el ITC adicional señalado en CC N°2).

La concesión cuenta con las siguientes plazas de peajes:

Plazas de Peajes
a) Plaza Troncales sobre Ruta 68
- Plaza de peaje Troncal Lo Prado (Km. 19 aprox)
- Plaza de Peaje Troncal Zapata (Km. 59 aprox.)
b) Plaza Troncal sobre Troncal Sur

Además, la sociedad concesionaria explota las siguientes plazas de peajes unidireccionales en acceso, de acuerdo a lo estipulado en las bases de licitación:

Plazas de Peajes Unidireccionales	Kilómetro
Zapata Poniente	60,1
Enlace Algarrobo	66,3
Enlace Tapihue	69,3
Enlace Casablanca	72,6
Enlace Quintay	98,9
Enlace Quilpue Poniente	99,5

Empresas garantes

El pago oportuno del capital y los intereses de los bonos a su vencimiento de conformidad con el Calendario de Pagos, se encuentran garantizados por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), entidad clasificada en *Categoría Aaa* cuyo objeto es apoyar el desarrollo en Latinoamérica y por Assured Guaranty Corp. -continuadora legal del garante original, Financial Security Assurance Inc.- compañía de seguros de Nueva York con experiencia en este tipo de operaciones y clasificada en *Categoría Aa3*.

La participación de los garantes en el contrato de seguros, que es incondicional e irrevocable, es de 10% para el BID y de 90% para Assured Guaranty Corp.

La operatividad de la póliza de seguros es relativamente simple y no se encuentra sujeto a ningún tipo de condicionamiento. En la práctica, si el banco pagador no recibe con la debida antelación los fondos para el pago de los cupones de los bonos, deberá notificar tal situación a los garantes, quienes tendrán que aportar los recursos faltantes para el pago del bono en la fecha estipulada.

Si a las 2 p.m., hora de Santiago de Chile, del duodécimo día hábil bancario anterior a una fecha de pago, el banco pagador no ha recibido un aviso del agente señalando la cantidad necesaria para pagar íntegramente la totalidad del capital e intereses de los bonos que corresponden a esa fecha, notificará al garante al día siguiente para que transfiera los fondos faltantes para realizar los pagos respectivos.

La omisión o retraso por parte del banco pagador de enviar un aviso de cobro en la manera antes descrita no liberará a los garantes de sus obligaciones de efectuar los abonos bajo sus respectivas garantías.

Assured Guaranty:

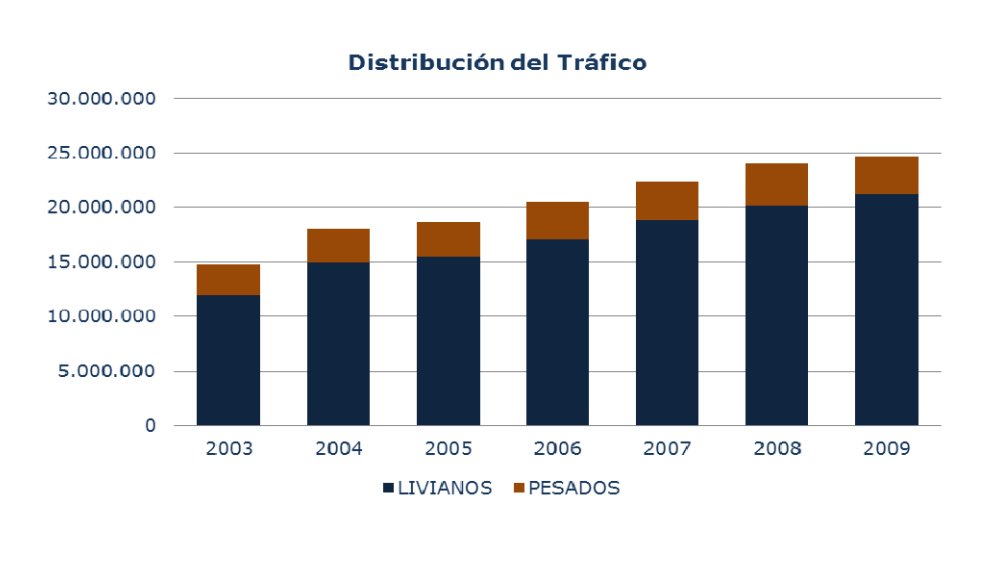
Assured Guaranty Corp es una compañía de seguros de garantías financieras con sede en Maryland, Estados Unidos. Forma parte de un *holding* internacional, especialista en préstamos municipales, bancos privados, administración de activos y fondos de inversiones. Inició sus operaciones en 1988 y tiene licencia para operar en más de 50 estados de EE.UU. La solvencia de esta aseguradora ha sido clasificada en "Categoría Aa3", la misma que actualmente ostenta el Gobierno de Chile para sus obligaciones en moneda local.

Banco Interamericano de Desarrollo

El BID es una institución ampliamente conocida, fundada en 1959 con el objeto de apoyar el financiamiento de programas y proyectos de desarrollo económico y social en América Latina y el Caribe, ya sea por medio de instituciones públicas o privadas. Sus países miembros son 48, entre los cuales se cuentan por 26 de Latinoamérica.

Características del flujo vehicular

Los flujos de la concesión provienen principalmente del tráfico de vehículos livianos. A continuación se puede observar la distribución del tráfico por tipo de vehículo desde enero de 2003 a la fecha:



Patrocinadores

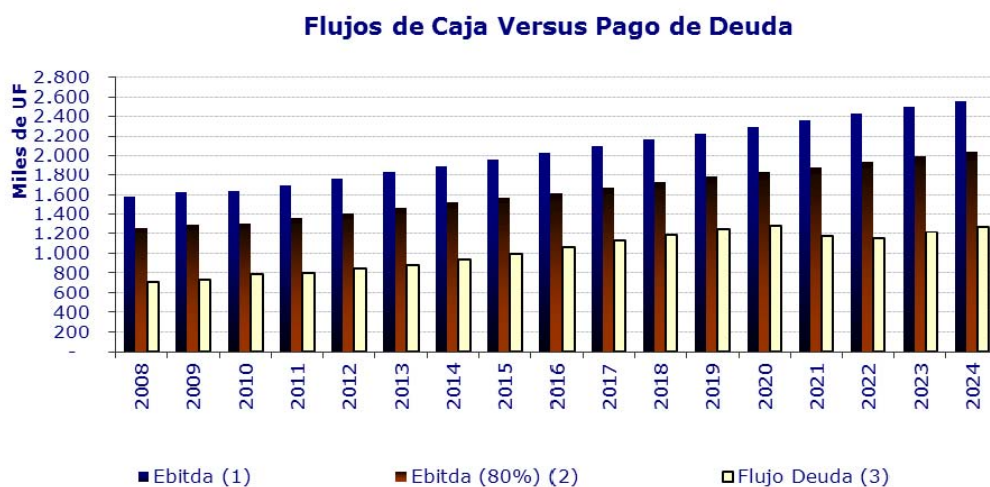
Rutas del Pacífico es controlada por Abertis, grupo internacional que desarrolla actividades en el ámbito de las autopistas, infraestructuras de telecomunicaciones, aeropuertos, aparcamientos y parques logísticos. Cuenta con presencia en 17 países de tres continentes.

Accionistas	Porcentaje Propiedad
Abertis Autopistas Chile Ltda.	50,00%
Ladecon	50,00%

Análisis Financiero

Proyecciones de EBITDA y Pago de Bonos

En el EBITDA estimado por las proyecciones de **Humphreys**, se observa en general una considerable holgura para el pago de los bonos, incluso manteniéndola en el caso de una caída del 20% en los flujos. En el siguiente gráfico se muestra la relación entre EBITDA y pago del bono (medido en Unidades de Fomento):



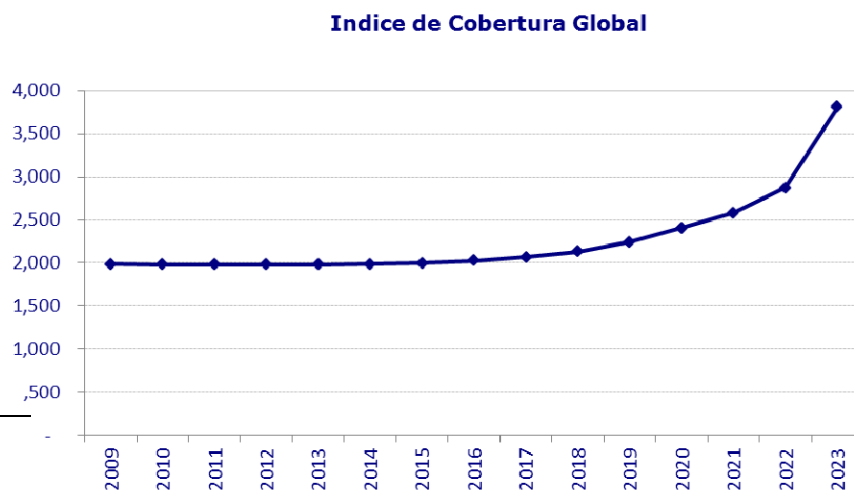
	Rutas de Pacífico
Tasa Promedio Bonos	5,8%
Valor Actual Ebitda (UF)	19.931.998
Saldo Insoluto (UF)	10.060.099
Índice Cobertura Global	1,98

- (1) EBITDA proyectado por **Humphreys** usando como base la información histórica a diciembre de 2008.
 (2) EBITDA proyectado por **Humphreys** castigado en un 20%.
 (3) Pago de los bonos.

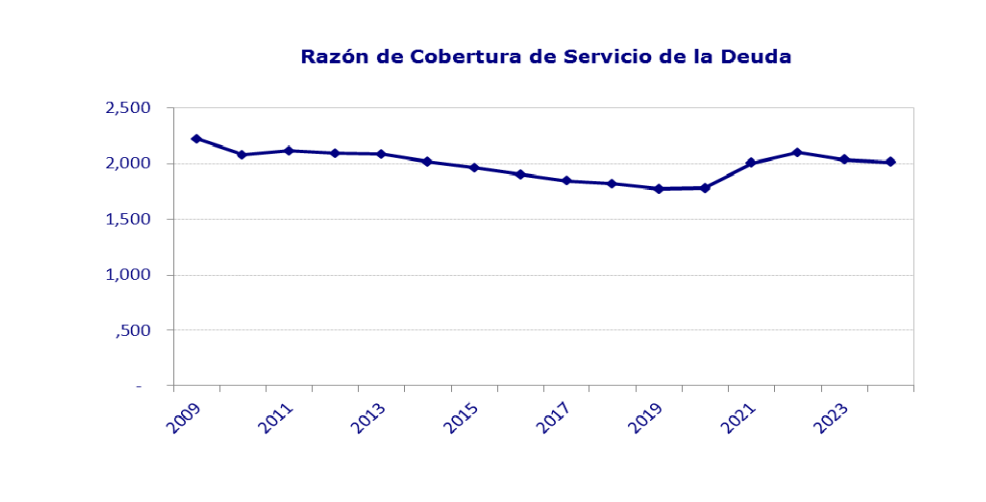
Índice de Cobertura Global

El indicador de cobertura global es calculado con el valor presente del EBITDA proyectado, descontado a la tasa del bono, dividido por 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.

En el caso de **Rutas del Pacífico**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre uno, en forma relativamente estable. La evolución y proyección del indicador de cobertura global se muestra a continuación:

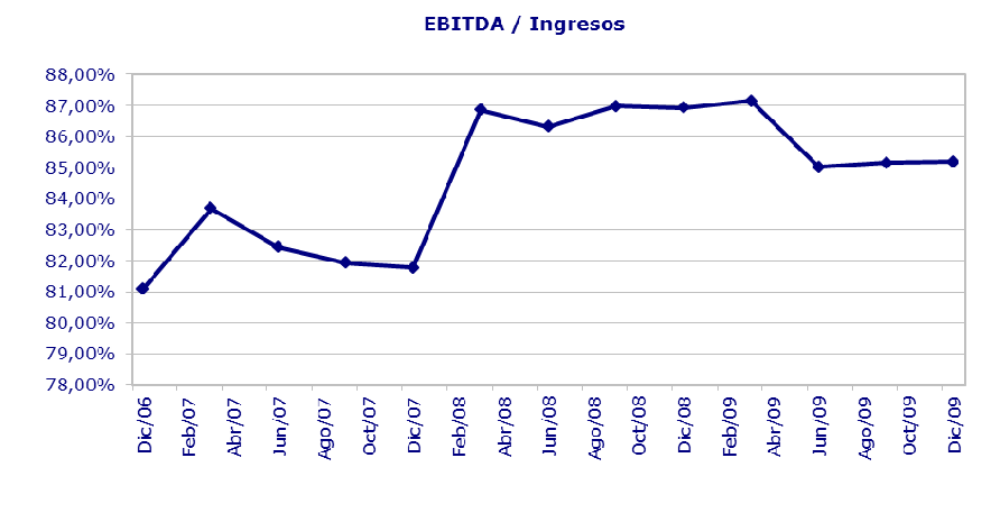


Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda³ (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado. La evolución y proyección de este indicador se muestra en el gráfico que sigue:



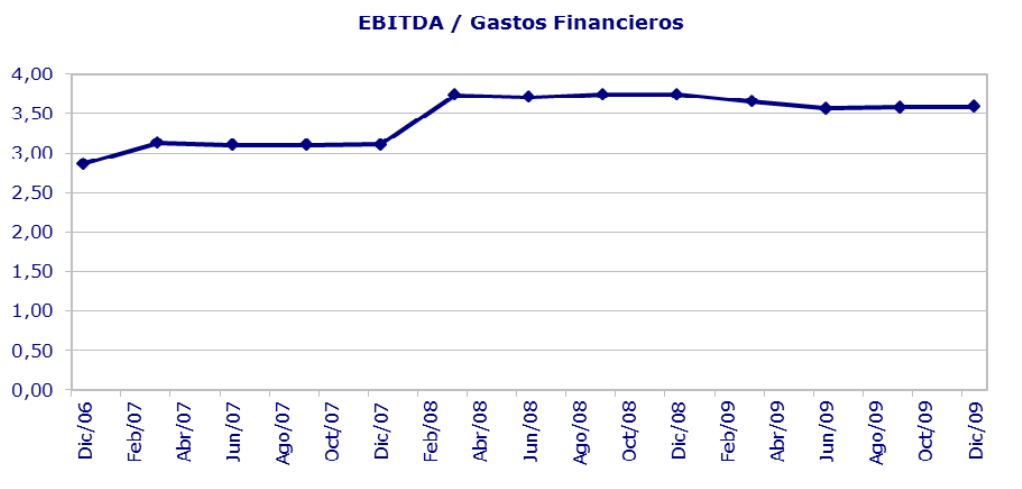
EBITDA

El EBITDA muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Se observa que desde diciembre de 2006 a la fecha su nivel -como porcentaje de los ingresos- ha mostrado un comportamiento variable, pero con tendencia al alza con una marcada estacionalidad en marzo de cada periodo, provocado principalmente por el uso mayor de esta carretera durante las épocas de vacaciones.



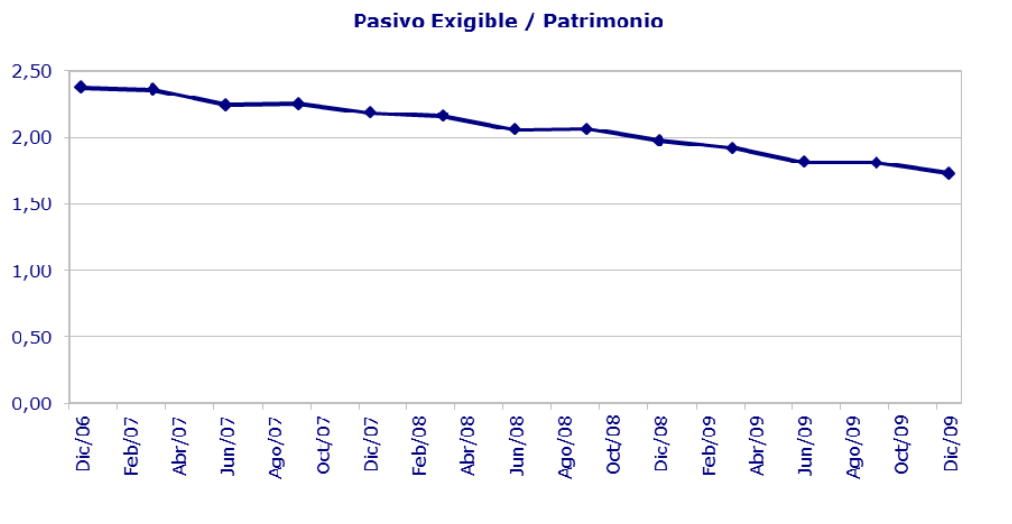
³ Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

En relación a los gastos financieros, el EBITDA muestra una relación relativamente estable, con una tendencia en torno a un indicador 3,6 veces desde marzo de 2008. Lo anterior se ve afectado por la diferencia de pagos que debe efectuar la concesionaria en los distintos periodos.

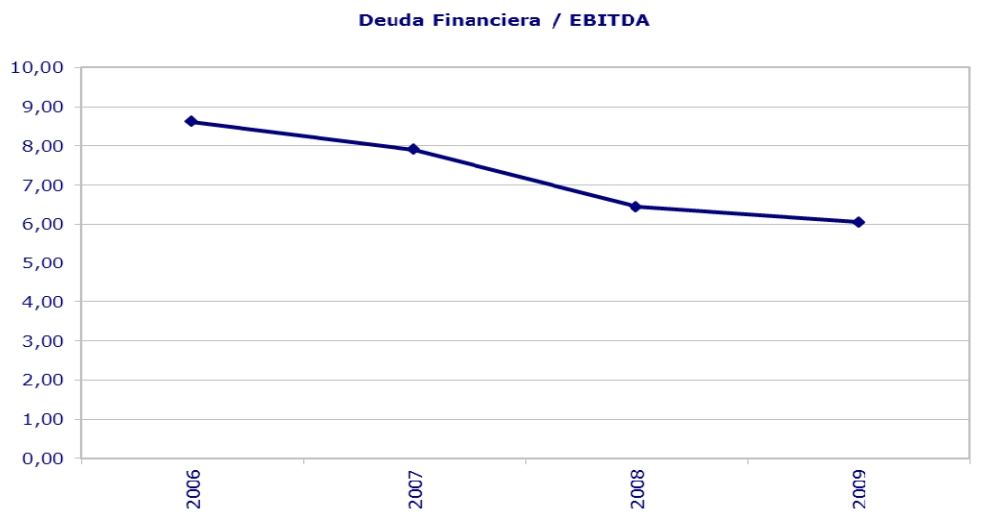


Endeudamiento

La estructura de El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, presenta una disminución sostenida producto de la caída del saldo de la deuda y el aumento del patrimonio, debido a utilidades acumuladas. Lo anterior se puede ver en el siguiente gráfico:



La deuda financiera, medida sobre el EBITDA, también refleja la disminución en la deuda financiera y aumentos en el EBITDA de la compañía, lo que se ve plasmado en el gráfico siguiente:



“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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”