



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Hernán Jiménez A.

Tel. (56-2) 2433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Rutas del Pacífico S.A.

Diciembre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 5200 – Fax 2433 5201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	AAA Estable
EEFF base	30 septiembre de 2013

Características Bonos Colocados en Chile (Septiembre 2013)

Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Plazo (Años)
289	B1	423.000	5,8%	Semestral	262.067	23,0
	B2	10.000.000	5,8%	Semestral	8.041.119	23,0
	C	1.000	5,8%	Semestral	943	23,0

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

Cifra en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso Operacional	25.041.020	28.283.308	31.917.930	39.085.498	39.995.817
Costo Explotación	-12.231.948	-13.505.258	-14.717.750	-14.867.035	-17.842.211
Gasto Admin. y Venta	-1.429.618	-1.472.734	-1.619.283	-1.657.408	-861.253
Resultado Operacional	11.379.454	13.305.316	15.580.897	22.561.055	21.292.353
Ebitda	19.793.867	22.936.516	26.101.889	33.978.623	34.072.310
Utilidad Neta	2.701.916	5.496.651	5.195.272	8.401.595	12.677.699

Balance General Individual

Cifra en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	15.714.130	21.736.559	21.442.481	30.389.902	44.560.943
Activo Fijo	245.419.816	240.964.130	248.389.126	264.167.608	245.373.512
Otros Activos	39.155.792	31.864.550	45.276.803	51.337.499	54.507.116
Total Activos	300.289.738	294.565.239	315.108.410	345.895.009	344.441.571
Pasivo Circulante	635.170	1.272.250	2.614.613	4.781.979	4.939.874
Pasivo Largo Plazo	219.515.649	205.956.123	213.466.461	224.883.484	213.267.732
Patrimonio	80.138.919	87.336.866	99.027.336	116.229.546	126.233.965
Total Pasivos y Patrimonio	300.289.738	294.565.239	315.108.410	345.895.009	344.441.571

EERR Consolidados IFRS				
M\$	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Sep-13
Ingresos de actividades ordinarias	42.904.435	46.297.667	51.295.356	41.809.342
Otros gastos por naturaleza	-21.655.135	-9.492.112	-19.030.404	-11.008.642
Gasto por beneficios a empleados	-	-	-	-
Costos financieros	-13.925.297	-13.937.962	-13.780.646	-9.897.013
Ganancia	10.349.880	9.908.047	15.661.899	14.283.911

Balance General Consolidado, IFRS				
M\$	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Sep-13
Activos Corrientes	52.215.702	38.748.683	46.097.609	50.325.379
Activos No Corrientes	221.985.177	231.944.741	244.325.072	255.693.522
Total Activos	274.200.879	270.693.424	290.422.681	306.018.901
Pasivos Corrientes	22.261.516	9.227.827	18.903.071	23.130.536
Pasivos No Corrientes	200.111.565	194.128.920	188.521.034	185.605.878
Patrimonio	51.827.798	67.336.677	82.998.576	97.282.487
Total Pasivos y Patrimonio	274.200.879	270.693.424	290.422.681	306.018.901

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) -10%- y de Assured Guaranty Corp -90%-, compañía de seguros con experiencia en este tipo de operaciones. Estas entidades están, en escala global, clasificadas en "*Categoría Aaa*" y "*Categoría A2*", 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. Además, el EBITDA del año 2012 ya es superior a todos los pagos anuales que el emisor debe realizar por el servicio de la deuda; en efecto, según la información del ejercicio anterior, la sociedad generó un EBITDA cercano a los UF 1.453.000 y su máximo cupón anual, en el año 2020, asciende a UF 1.140.905.

En general, las fortalezas de **Rutas del Pacífico** se basan en el nivel actual 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.

También, el pago de los bonos está resguardado por la estructura del financiamiento que obliga al emisor a mantener elevados niveles de liquidez, de hecho al 30 de septiembre su disponible e inversiones líquidas alcanzan 4,43 veces el pago del próximo cupón.

Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los primeros tres trimestres del año 2013 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 41.809 millones, lo que representa un incremento de 10,1% respecto al período del año anterior. En el mismo tiempo, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 11.009 millones (29,9% más que en septiembre de 2012) en el que el aumento se da por un mayor gasto en la glosa "Dotación mantención diferida Infraestructura" que registró un incremento de 306,0%. Este ítem es una provisión de mantenciones que realiza la concesionaria.

A septiembre de 2013 los gastos financieros alcanzaron los \$ 9.897 millones, cifra 3,7% menor a la del mismo período del año anterior.

Con todo, la ganancia alcanzó los \$ 14.284 millones, con un aumento de 6,6% en relación a igual fecha del año anterior; el aumento se produce principalmente por mayores ingresos de actividades ordinarias, impulsados por mayores ingresos provenientes del tráfico de vehículos livianos, los que en parte fueron reducidos por los gastos por naturaleza antes mencionados.

A septiembre del año 2013 la sociedad concesionaria tenía activos por \$ 306.019 millones, con un total de deuda financiera de \$ 190.975 millones y un nivel de patrimonio de \$ 97.283 millones.

Definición de categoría 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.

Antecedentes generales

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°2¹. La concesión terminará cuando ocurra el primero de los siguientes eventos:

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).

Según cálculos de la sociedad concesionaria, el primer evento se cumpliría a mediados del año 2024, muy cerca del cumplimiento de los 300 meses que considera la concesión.

¹ 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.

La concesión cuenta con las siguientes plazas de peajes:

Plaza de Peajes	
Plaza Troncales sobre Ruta 68	Lo Prado (Km. 19 aprox.)
	Zapata (Km. 59 aprox.)
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 A2*. Ambas clasificaciones son a escala global.

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 del agente 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:

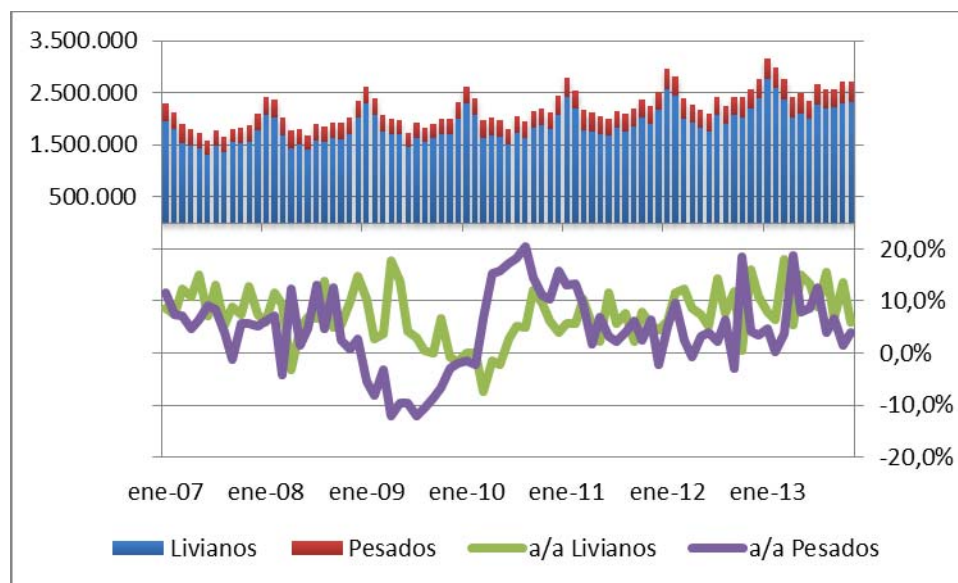
Assured Guaranty Corp es una compañía de seguros de garantías financieras con sede en Maryland, Estados Unidos. Forma parte de un *holding* internacional, especialista en préstamos municipales, bancos privados, administración de activos y fondos de inversiones. Inició sus operaciones en 1988 y tiene licencia para operar en más de 50 estados de EE.UU. La solvencia de esta aseguradora ha sido clasificada en "Categoría A2", dos escalones por debajo de la que ostenta el Gobierno de Chile para sus obligaciones en moneda local (Aa3).

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 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 para los años 2007 y 2013:



Patrocinadores

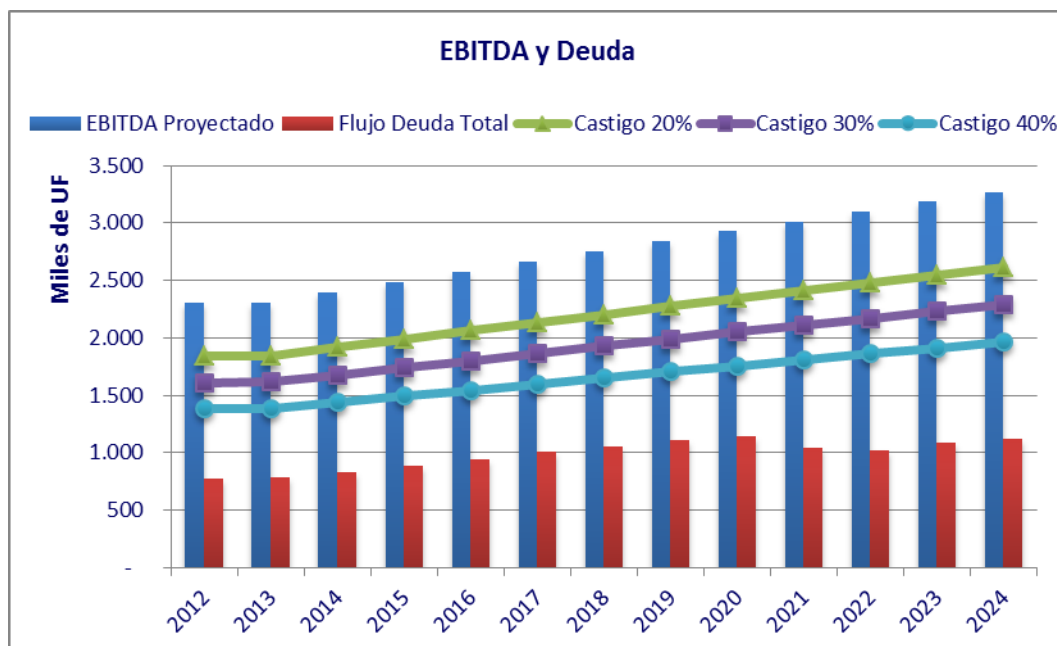
Rutas del Pacífico es controlada por Abertis, grupo internacional que desarrolla actividades en el ámbito de las autopistas, infraestructuras de telecomunicaciones, aeropuertos, aparcamientos y parques logísticos. Cuenta con presencia en 17 países de tres continentes.

Accionistas	Propiedad
Abertis Autopistas Chile Ltda.	50,0%
Ladecon S.A.	50,0%

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

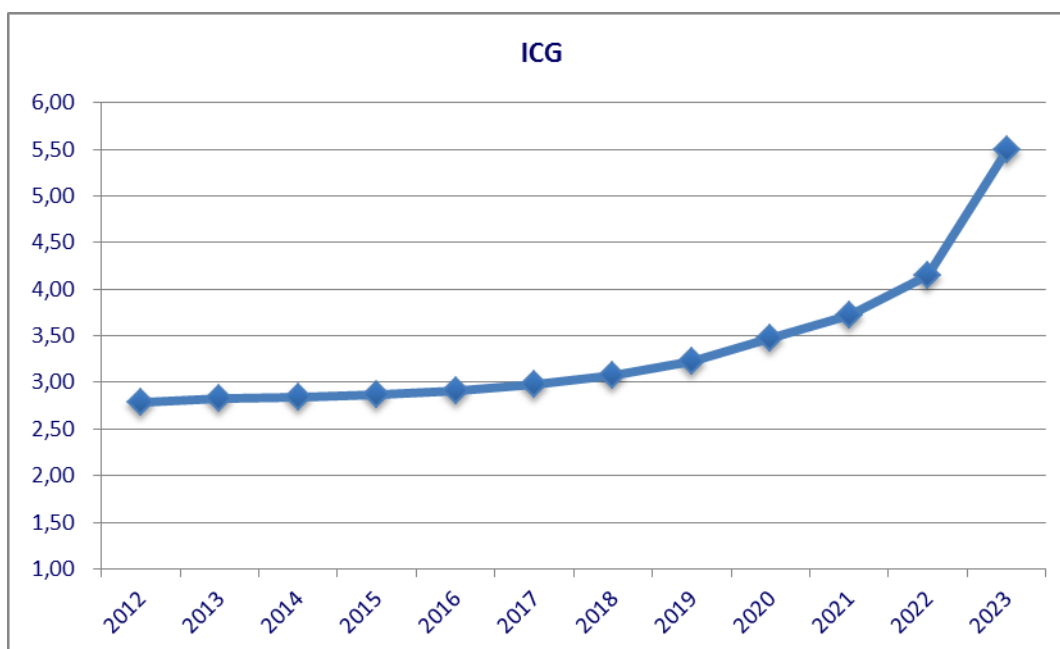
En el EBITDA estimado por las proyecciones de *Humphreys*, se observa en general una considerable holgura para el pago de los bonos, incluso en el caso de una caída del 40% en los flujos. En el siguiente gráfico se muestra la relación entre EBITDA y pago del bono (medido en Unidades de Fomento):



Índice de cobertura global

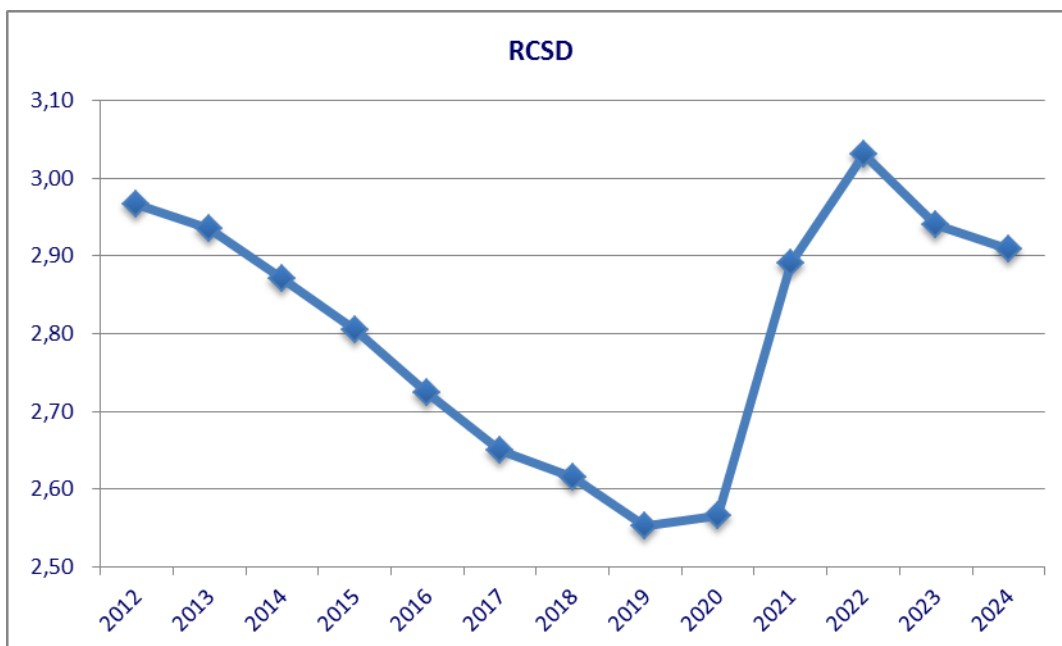
El indicador de cobertura global es calculado con el valor presente del EBITDA proyectado, descontado a la tasa del bono, dividido por el saldo insoluto de la deuda financiera de la sociedad concesionaria. Así, se presume que si el indicador muestra una relación mayor a uno, los flujos de caja de la 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 período analizado sobre uno, en forma relativamente estable. La evolución y proyección del indicador de cobertura global se muestra a continuación:



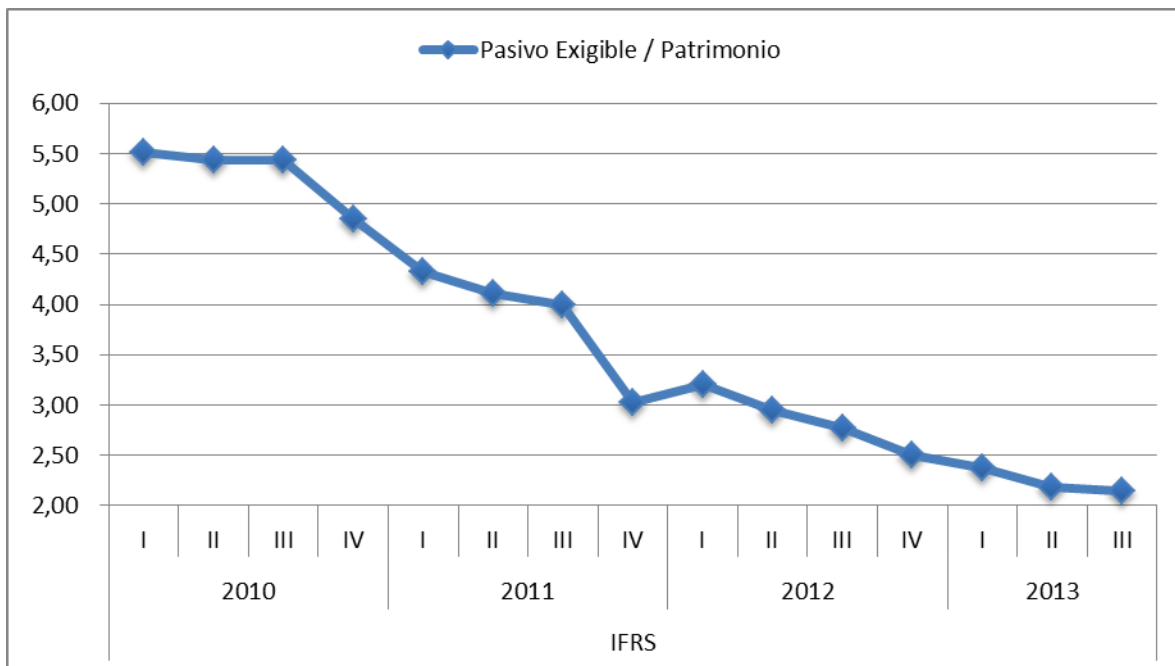
Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda² (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada período para el pago de la deuda con el EBITDA generado (proyectado). La evolución y proyección de este indicador se muestra en el gráfico que sigue:

² Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.



Endeudamiento

La estructura de 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. Sin embargo, cerca de un 12% del patrimonio se encuentra como ganancias acumuladas mientras que el resto está como capital emitido a diciembre de 2012. El endeudamiento relativo se puede ver en el siguiente gráfico:



“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”.