



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Hernán Jiménez Aguayo
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Rutas del Pacífico S.A.

Diciembre 2015

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
Bonos	AAA
Tendencia	Estable
Estados Financieros	30 septiembre 2015

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie B1 (BAPAC-B1)	Nº 289 de 14.03.2002
Bono Serie B2 (BAPAC-B2)	Nº 289 de 14.03.2002
Bono Serie C (BAPAC-C)	Nº 289 de 14.03.2002

Características Bonos Colocados en Chile (agosto 2015)						
Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Plazo (Años)
289	B1	423.000	5,80%	Semestral	205.039	23
	B2	10.000.000	5,80%	Semestral	6.760.279	23
	C	1.000	5,80%	Semestral	858	23

Inscripción de la Emisión de series B y C en el Registro de Valores Nº 289 con fecha 14 de marzo de 2002.

EERR individual, IFRS					
M\$	2011	2012	2013	2014	sep-15
Ingresos de actividades ordinarias	46.297.667	51.295.356	56.310.130	61.632.118	50.962.686
Otros gastos por naturaleza	-9.492.112	-19.030.404	-14.994.787	-14.915.483	-11.504.985
Gasto por beneficios a empleados	0	0	0	0	0
Costos financieros	-13.937.962	-13.780.646	-13.364.350	-13.316.993	-9.435.520
Ganancia	9.908.047	15.661.899	18.811.606	20.367.076	19.040.616

Balance general individual, IFRS					
M\$	2011	2012	2013	2014	sep-15
Activos Corrientes	38.748.683	46.097.609	51.834.112	54.534.610	69.011.901
Activos No Corrientes	231.944.741	244.325.072	254.505.762	262.818.122	268.141.295
Total Activos	270.693.424	290.422.681	306.339.874	317.352.732	337.153.196
Pasivos Corrientes	9.227.827	18.903.071	24.905.593	21.863.508	25.173.066
Pasivos No Corrientes	194.128.920	188.521.034	179.624.099	176.308.509	173.758.799
Patrimonio	67.336.677	82.998.576	101.810.182	119.180.715	138.221.331
Total Pasivos y Patrimonio	270.693.424	290.422.681	306.339.874	317.352.732	337.153.196

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 en la solidez financiera de los responsables de dar cumplimiento oportunamente al pago de los títulos de deuda; **Rutas del Pacífico**, en una primera instancia, y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y de Assured Guaranty Municipal Corp. en forma complementaria al emisor o mediante la subrogación de éste.

El pago de los títulos de deuda cuentan con la garantía financiera del Banco Interamericano de Desarrollo, clasificada en "Categoría Aaa", y de Assured Guaranty Municipal Corp., compañía de seguros con experiencia en este tipo de operaciones clasificada en "Categoría A2", compartiendo un 15% y 85% de la responsabilidad respectivamente. Ambas clasificaciones se encuentran en escala global.

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 elevada 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 2014 ya es superior a todos los pagos anuales que el emisor debe realizar por el servicio de la deuda. Según lo informado a diciembre de 2014, la sociedad generó un EBITDA cercano a UF 1.990.000 y su máximo cupón anual se genera el 2020 con un pago de UF 1.131.192.

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 alcanzaban 4,15 veces el pago del próximo cupón.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Pagos de deuda asegurados por dos instituciones que en conjunto cubren el pago de la deuda.
- Niveles de tráfico consolidados.

Fortalezas complementarias

- Estructura financiera que favorece la liquidez.
- Conexión de importancia geopolítica.

Fortalezas de apoyo

- Marco regulador estable y probado.

Riesgos considerados

- Disminuciones en el tráfico vehicular (baja probabilidad).

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.

Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, a septiembre de 2014 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 50.963 millones, lo que representa un incremento de 11,8% respecto al mismo periodo del año anterior. En el mismo periodo, los otros gastos por naturaleza registraron una cifra de \$ 11.504 millones, aumentando un 9,3% con respecto a septiembre de 2014.

En cuanto a los gastos financieros, se observó una caída de 7,5% al alcanzar un monto de \$ 9.436 millones.

Con todo, la ganancia que se registró fue de \$ 19.041 millones, aumentando un 28,7% en relación a igual fecha del año anterior. El aumento fue producto de la mayor variación positiva registrada por los ingresos de la concesionaria en relación con sus gastos, tanto en términos relativos como absolutos, y por la baja experimentada en los gastos financieros

A septiembre de 2015 la sociedad concesionaria tenía activos por \$ 337.153 millones, con un total de deuda financiera por \$ 179.116 millones y un nivel de patrimonio de \$ 138.221 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 kilómetros cero y 110 del balizado existente en la calzada izquierda de la Ruta 68.
- Las obras correspondientes al Troncal Sur, entre los kilómetros 87 y 108 y la Ruta 60 (Camino Las Palmas o Rodelillo – El Salto), entre los kilómetros cero y diez coma siete.

La sociedad concesionaria no se acogió al mecanismo de Ingresos Mínimos Garantizados (IMG) establecidos en las bases de licitación. Esto implica que el Estado no le garantiza ingresos mínimos ni coparticipación 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 Ingreso Total de la Concesión (ITC), siendo inicialmente el máximo posible 300 meses a contar de agosto de 1999. Este máximo fue modificado luego del Convenio Complementario 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 más adicional del Convenio Complementario N°2).
2. Cuando expire el periodo máximo de Concesión (Agosto 2024 más el tiempo necesario para recuperar el ITC adicional señalado en el Convenio Complementario N°2).

Según cálculos de la sociedad concesionaria, se espera alcanzar el primer evento un poco antes de los 300 meses iniciales.

¹ Convenio de fecha 7 de junio de 2001, en orden a realizar por parte de la sociedad concesionaria nuevas inversiones con el objetivo de ampliar y mejorar el Sector Troncal Sur.

La concesión cuenta con las siguientes plazas de peaje:

Tabla 1: Peajes troncales

Plaza de Peajes	
Plaza Troncales sobre Ruta 68	Lo Prado (Km. 19 aprox.)
	Zapata (Km. 59 aprox.)
Plaza Troncales sobre Troncal Sur	

Además, la sociedad concesionaria explota las principales plazas de peajes unidireccionales en acceso, de acuerdo a lo estipulado en las bases de licitación, las que se presentan en la Tabla 2.

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 objetivo es apoyar el desarrollo en Latinoamérica, y por Assured Guaranty Municipal 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 a escala global.

Tabla 2: Peajes unidireccionales

Plaza 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 Quilpué Poniente	99,5

La participación de los garantes en el contrato de seguros, que es incondicional e irrevocable, es de 15% para el BID y 85% para Assured Guaranty Municipal 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 Municipal

Assured Guaranty Municipal Corp. es una compañía de seguros de garantías financieras con sede en New York, 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.

Característica del flujo vehicular

Los flujos de la concesión provienen principalmente del tráfico de vehículos livianos. En Ilustración 1 se puede observar la distribución del tráfico para los años 2008 a 2015.

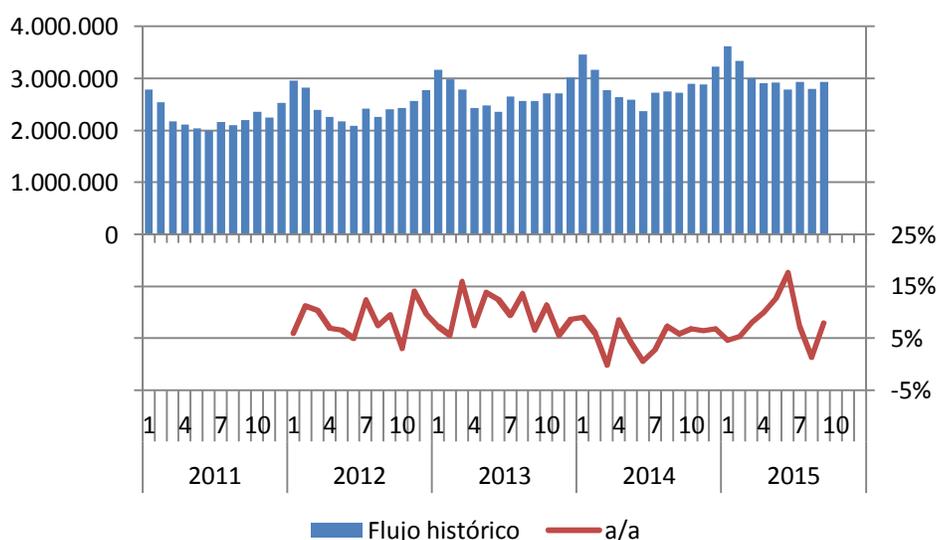


Ilustración 1: Evolución del tráfico de la autopista

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.

Tabla 3: Principales accionistas

Accionistas	Propiedad
Abertis Autopistas Chile S.A.	99,99%
Abertis Autopistas Chile III SpA	0,01%

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

En el EBITDA estimado para **Rutas del Pacífico** por las proyecciones de **Humphreys**, se observa en general una considerable holgura para el pago de los bonos, incluso en el caso de que el EBITDA tuviera caídas de un 12% anual todos los años hasta el término del pago del bono². En la Ilustración 2 se muestra la relación entre el EBITDA y el pago del bono, ambos medidos en unidades de fomentos (UF).

² Sin considerar el pago de impuestos. No obstante, al introducirse el pago de impuesto, se conserva una sólida posición de la generación de flujos.

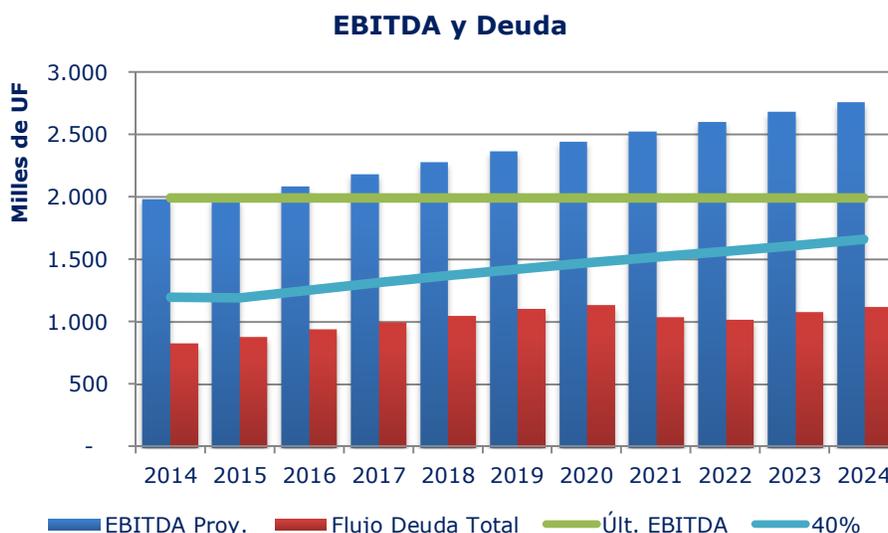


Ilustración 2: EBITDA y pago de deuda

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, son suficientes para pagar 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 creciente hasta el 2022, donde se estabiliza cerca de 2,4 veces como se puede observar en la Ilustración 3.

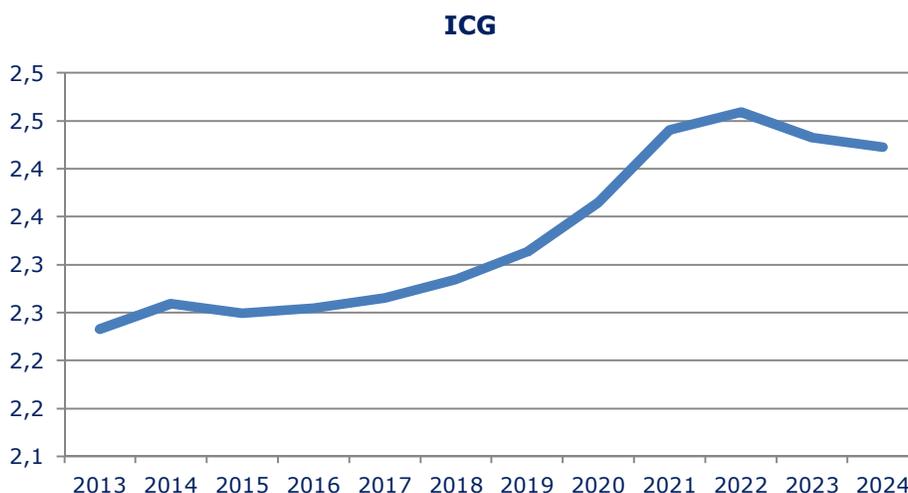


Ilustración 3: Índice de cobertura global

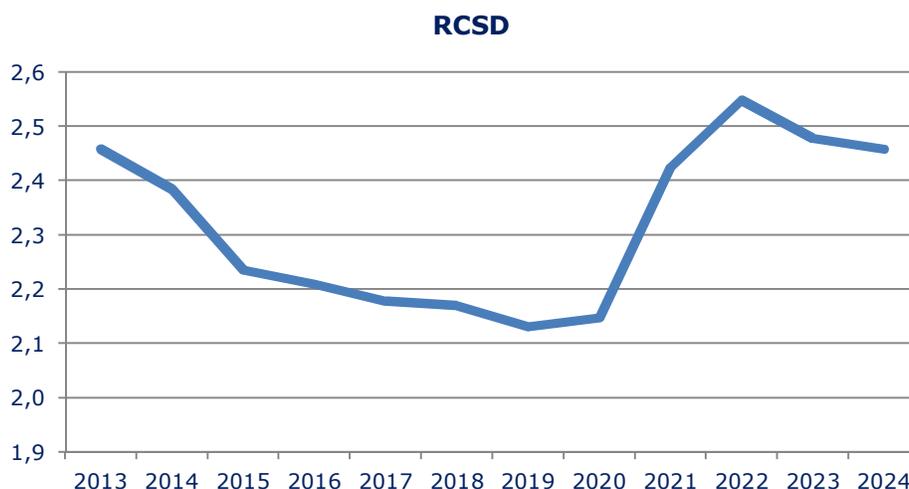


Ilustración 4: Razón de cobertura de Servicio de la Deuda

Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda (RCS D)³ muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado (proyectado). La evolución y proyección de este indicador se muestra en la Ilustración 4.

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 47% del patrimonio se encuentra como ganancia acumulada mientras que el resto está como capital emitido a septiembre de 2015. El endeudamiento relativo se puede ver en la [ilustración].

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

Razón de endeudamiento

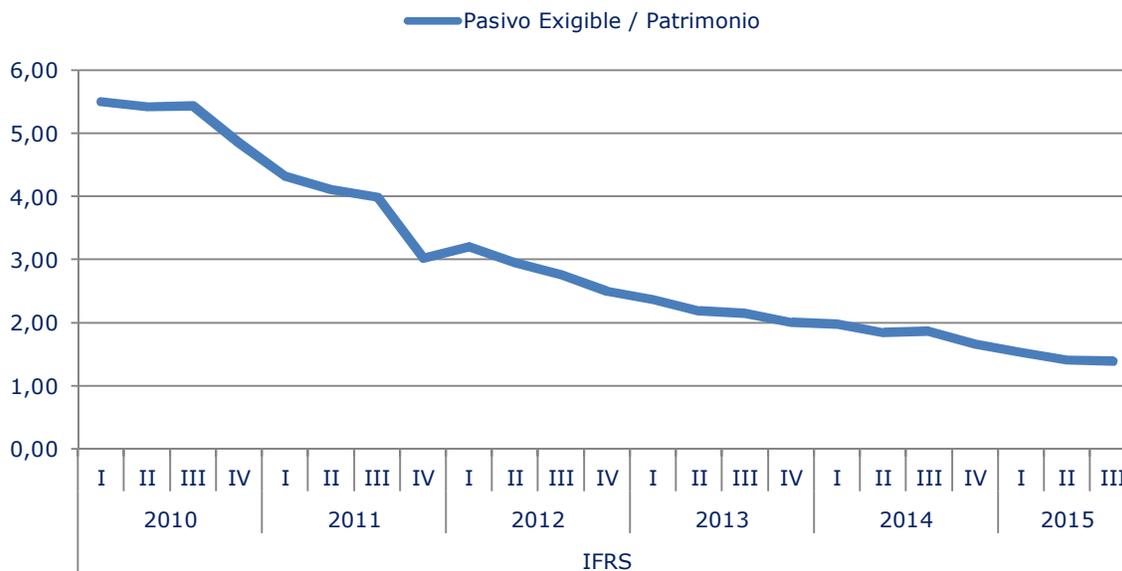


Ilustración 5: Razón de endeudamiento

"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."