



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Primera clasificación  
(solvencia)**

A n a l i s t a

Sebastian Arriagada

Hernán Jiménez

Tel. (56) 22433 5200

[sebastian.arriagada@humphreys.cl](mailto:sebastian.arriagada@humphreys.cl)

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

## **BTG Pactual Infraestructura Fondo de Inversión**

Julio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 22433 5200

[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

| Categoría de riesgo               |                     |
|-----------------------------------|---------------------|
| Tipo de instrumento               | Categoría           |
| Solvencia (portafolio de activos) | Afi                 |
| Tendencia                         | Estable             |
| EEFF base                         | 31 de marzo de 2020 |

| Estado de Situación Financiera, IFRS   |                   |                   |                   |                   |                   |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| M\$                                    | 2016              | 2017              | 2018              | 2019              | Mar-20            |
| <b>Activos Corrientes</b>              | 9.223.864         | 8.251.038         | 3.508.754         | 6.874.651         | 6.892.190         |
| <b>Activos No Corrientes</b>           | 33.564.669        | 35.744.252        | 37.407.740        | 27.251.577        | 28.095.978        |
| <b>Total Activos</b>                   | <b>42.788.533</b> | <b>43.995.290</b> | <b>40.916.494</b> | <b>34.126.228</b> | <b>34.988.168</b> |
| <b>Pasivos Corrientes</b>              | 861.510           | 154.603           | 1.220.390         | 5.054.782         | 5.131.918         |
| <b>Pasivos No Corrientes</b>           | 14.367.377        | 11.903.439        | 13.786.169        | 0                 | 0                 |
| <b>Total Pasivos</b>                   | <b>15.228.885</b> | <b>12.058.042</b> | <b>15.006.559</b> | <b>5.054.782</b>  | <b>5.131.918</b>  |
| <b>Patrimonio Neto</b>                 | 27.559.646        | 31.937.248        | 25.909.935        | 29.071.446        | 29.856.250        |
| <b>Total Pasivos y Patrimonio Neto</b> | <b>42.788.533</b> | <b>43.995.290</b> | <b>40.916.494</b> | <b>34.126.228</b> | <b>34.988.168</b> |

| Estado de Resultados por Función, IFRS |                  |                  |                  |                  |                |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|
| M\$                                    | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             | Mar-20         |
| <b>Ingresos</b>                        | 3.315.342        | 7.129.500        | 3.034.884        | 1.176.309        | 874.995        |
| <b>Gastos de operación</b>             | -549.568         | -2.318.686       | -1.617.405       | -76.567          | -89.935        |
| <b>Resultado operacional</b>           | <b>2.765.774</b> | <b>4.810.814</b> | <b>1.417.479</b> | <b>1.099.472</b> | <b>785.060</b> |
| <b>Costos financieros</b>              | -437.967         | -436.090         | -436.074         | -107.525         | 0              |
| <b>Resultado del ejercicio</b>         | <b>2.327.807</b> | <b>4.374.724</b> | <b>981.405</b>   | <b>992.217</b>   | <b>785.060</b> |

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

El fondo **BTG Pactual Infraestructura Fondo de Inversión (Infraestructura FI)** tiene como objetivo, según consta en su reglamento interno, invertir directa o indirectamente en títulos emitidos por sociedades, entidades o empresas cuyo objeto directo o indirecto sea el desarrollo de proyectos relacionados con la provisión o gestión de infraestructura vial, urbana, suburbana, rural, aeroportuaria, portuaria, eléctrica, energética en sus diversas modalidades, penitenciarias, médica, hospitalaria, de telecomunicaciones y sanitaria, incluyendo la inversión en sociedades, entidades o empresas que presten tales servicios. Las inversiones pueden ser tanto en Chile como en el extranjero, a través de títulos de capital o de deuda, manteniendo al menos un 70% de sus activos en este tipo de instrumentos.

A 31 de marzo de 2020, el fondo, en términos consolidados<sup>1</sup>, mantenía activos valorizados en aproximadamente UF 2,05 millones (según última valorización independiente de Colliers<sup>2</sup>), con activos subyacentes que son mayoritariamente concesiones orientadas a la infraestructura vial. El fondo actualmente no presenta deuda financiera, pero sus activos subyacentes alcanzan una deuda total de UF 7,79 millones.

La clasificación de solvencia de la cartera de activos, en este caso del fondo de inversión, tiene como objeto medir la posibilidad de que se produzcan pérdidas como consecuencia del riesgo crediticio de las inversiones que conforman el portafolio de **Infraestructura FI**. Para estos efectos, en lo medular, la categoría asignada a la cartera de activos toma como referencia la calificación de solvencia de las empresas donde invierte el fondo, así como sus respectivas pérdidas esperadas, sobre la base del endeudamiento de cada una de ellas, las características de su negocio y la metodología de **Humphreys**.

Entre las fortalezas de **Infraestructura FI** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo en "*Categoría Afi*" destaca el hecho que las empresas donde ha invertido el fondo presentan flujos esperados suficientes o elevados para dar cumplimiento a los vencimientos anuales de sus correspondientes obligaciones financieras o, en su defecto, adecuadas perspectivas para el refinanciamiento de las mismas; todo ello, considerando la volatilidad de los flujos y el acceso al mercado de deuda.

Otro factor que favorece la clasificación dice relación con el hecho que en las empresas en que ha invertido el fondo, también, participan accionistas con experiencia en el rubro, lo que, sumado a la madurez de los negocios, refuerza las expectativas de cumplimiento de los flujos proyectados.

<sup>1</sup> Contablemente el fondo no consolida sus vehículos de inversión; no obstante, es quien recibe los beneficios de los mismos (como administrador por cuenta de los aportantes).

<sup>2</sup> El fondo valoriza económicamente sus inversiones con dos peritos independientes: Colliers y Sitka.

Sin perjuicio de lo mencionado anteriormente, junto con los *ratings* implícitos de cada inversión, la clasificación de riesgo se ve contraída por cuanto se trata de un portafolio concentrado en donde, además, el fondo mantiene participación minoritaria (no tiene control).

Respecto a la contingencia sanitaria actual debido al Covid-19, si bien se espera que exista una disminución en el tráfico que afecte a los ingresos percibidos por las concesiones viales y menor movimiento de pasajeros en el caso de la concesión ferroviaria, se estima que los activos subyacentes del fondo deberían poder cumplir con sus compromisos financieros, sin perjuicio que podrían verse obligados a reestructuraciones en los calendarios de pago dependiendo del impacto que tengan en sus ingresos para los próximos años.

La tendencia se clasifica en “*Estable*” por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios relevantes en los niveles de endeudamiento relativo que tengan las inversiones del fondo.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría Afi

Cuotas con alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio de la cartera de inversión del fondo.

## Alcance de clasificación de cartera de activos

La clasificación de solvencia de la cartera de activos<sup>3</sup> no refleja la capacidad de pago de la deuda del controlador del portafolio, en este caso **BTG Pactual Infraestructura Fondo de Inversión**. Esta clasificación mide el grado de protección que tiene **Infraestructura FI** ante la posibilidad de tener pérdidas producto de la calidad crediticia de las empresas en donde ha invertido sus recursos.

De esta manera, si las distintas inversiones del portafolio del fondo tienen una muy baja probabilidad de caer en *default*, generalmente asociadas a capacidades de pago de la deuda equivalentes a AAA, la categoría de la cartera de activos calificará en AAAfi. Por el contrario, si las inversiones se concentran exclusivamente en empresas que ha caído en cesación de pago, equivalentes a categoría D, conllevaría asignarle al portafolio una nota de Dfi.

Situaciones intermedias a las descritas, implicarán riesgos que, de menor a mayor riesgo, se tipificarán con AAfi, Afi, BBBfi, BBfi, Bfi o Cfi. Además, de los sufijos “+” o “-”, para indicar el menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría.

<sup>3</sup> Indistintamente cartera de inversiones o portafolio de inversiones o de activos.

Finalmente cabe precisar que, si bien la calidad crediticia de la cartera de activos de un fondo puede influir en la clasificación de solvencia del dicho fondo, no la determina; por cuanto la evaluación crediticia de este último incorpora—además—el nivel de deuda, su composición en el tiempo y la correlación de los flujos entre otros aspectos.

## Antecedentes generales

### Características del fondo

**BTG Infraestructura Fondo de Inversión** es un fondo de inversión no rescatable dirigido al público en general. Inició sus operaciones el 21 de julio de 1992 con el objetivo de invertir directa o indirectamente en títulos emitidos por sociedades, entidades o empresas cuyo objeto directo o indirecto sea el desarrollo de proyectos relacionados con la provisión o gestión de infraestructura vial, urbana, suburbana, rural, aeroportuaria, portuaria, eléctrica, energética en sus diversas modalidades, penitenciarias, médica, hospitalaria, de telecomunicaciones y sanitaria, incluyendo la inversión en sociedades, entidades o empresas que presten tales servicios. Las inversiones pueden ser tanto en Chile como en el extranjero, a través de títulos de capital o de deuda, manteniendo al menos un 70% de sus activos en este tipo de instrumentos.

**BTG Infraestructura FI** es administrado por BTG Pactual AGF, entidad perteneciente al grupo brasileño del mismo nombre y una de las principales instituciones financieras de América Latina, fundada en 1983. A diciembre de 2019, la propiedad de BTG Pactual AGF se componía como se muestra en la Tabla 1.

Tabla 1: Accionistas BTG Pactual Chile AGF

| Nombre Accionista                            | Nº Acciones   | % de propiedad |
|--|---------------|----------------|
| Banco BTG Pactual Chile                      | 21.127        | 99,98%         |
| BTG Pactual Chile Servicios Financieros S.A. | 5             | 0,02%          |
| <b>Total</b>                                 | <b>21.132</b> | <b>100,00%</b> |

Según información otorgada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), al 31 de marzo de 2020, BTG Pactual AGF administraba 29 fondos de inversión. El total de patrimonio administrados en fondos de inversión ascendió a US\$ 1.928,38 millones, del cual **BTG Infraestructura FI** representa un 1,82% del total de los fondos de inversión gestionados por BTG Pactual.

Para lograr su objetivo, **BTG Infraestructura FI** deberá mantener al menos un 70% de sus activos en los instrumentos establecidos en su reglamento.

La política de inversiones estipulada en el reglamento interno permite y/u obliga a lo siguiente:

- Invertir a lo menos un 70% del activo total del fondo, como límite global, en los siguientes activos:
  - Acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda emitidos por sociedades que cumplan con lo dispuesto en el objetivo cuya emisión no haya sido registrada en el CMF siempre que cuente con EEFF auditados.
  - Acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda de entidades emisoras extranjeras que cumplan con lo dispuesto en objetivo, cuya emisión no haya sido registrada como valores de oferta pública en el extranjero siempre que cuente con EEFF auditados.
- Invertir hasta un 30% del activo total del fondo, como límite global, en los siguientes activos:
  - Títulos de Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile o que cuenten con garantía estatal.
  - Depósitos a plazo y títulos representativos de captaciones de instituciones financieras garantizadas por éstas clasificados en “Categoría A” o superior.
  - Letras de crédito emitidos por bancos e instituciones financieras clasificadas en “Categoría A” o superior.
  - Acciones de sociedades anónimas abiertas.
  - Cuotas de fondos mutuos de renta fija emitidas por filiales de bancos con clasificación “Categoría A” o superior.

## Inversiones efectivas del fondo

En los hechos, las inversiones del fondo—al 31 de diciembre de 2019—se han materializado en cinco compañías a través de distintos vehículos de inversión:

- i) Treco S.A., sociedad boliviana que representa un 19,05% del activo del fondo y que le permite controlar a Ferrovial Oriental de manera indirecta en un 13,51%.
- ii) Ruta de los Ríos S.A., la cual representa un 10,37% del activo del fondo y que le permite participar de la Concesión Ruta 5 Tramo Temuco-Río Bueno emplazada en la Región de La Araucanía y la de Los Lagos.
- iii) Interportuaria Central S.A., sociedad que representa un 24,69% del activo del fondo y le permite participar en las concesiones Autopista Interportuaria en la Región del Bío Bío y Variante Melipilla en la Región Metropolitana.
- iv) Valles del Desierto S.A., la cual representa un 25,25% del activo del fondo y le permite participar en la Concesión Ruta 5 Norte Tramo Vallenar-Caldera emplazada en la Región de Atacama.

La Ilustración 1 muestra la distribución de las inversiones del fondo en el tiempo mientras que la Ilustración 2 presenta características de los activos de inversión del fondo.

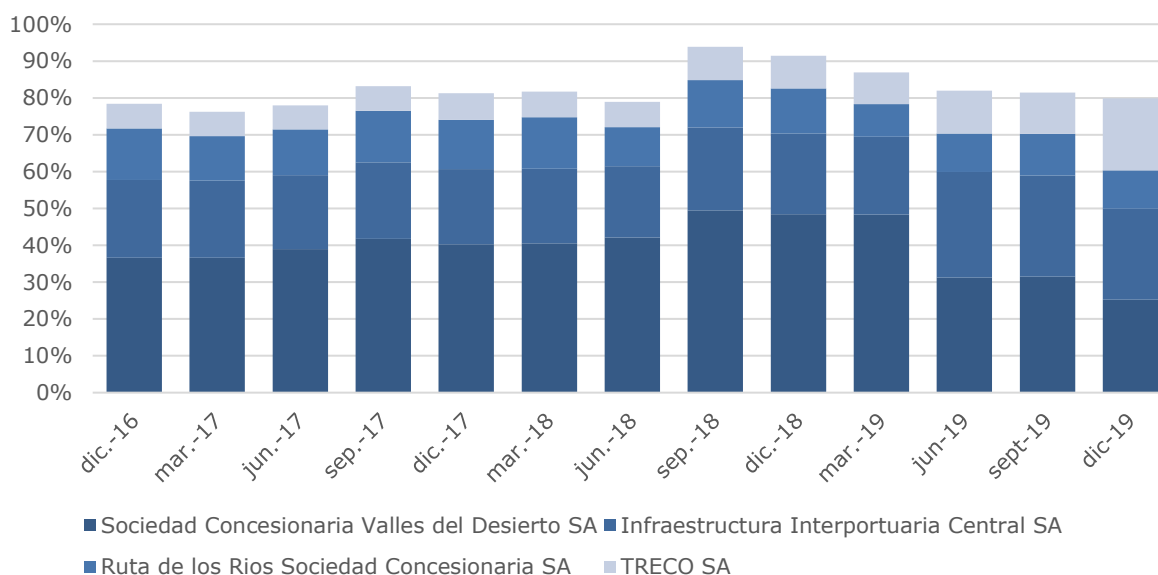
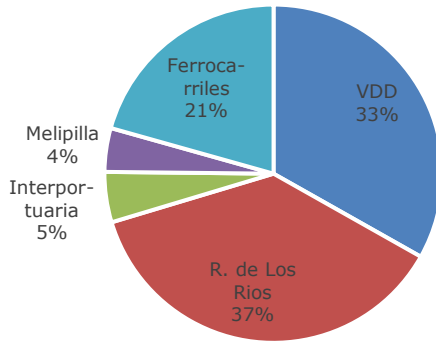


Ilustración 1: Cartera de activos subyacentes del fondo

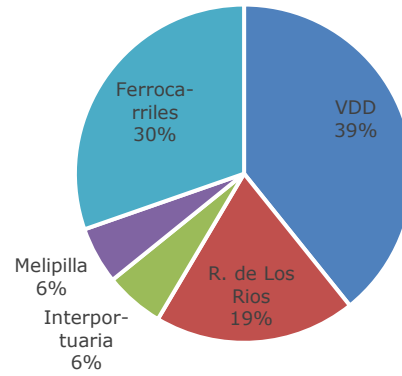
## Análisis financiero

### Índice de Cobertura Global (ICG)

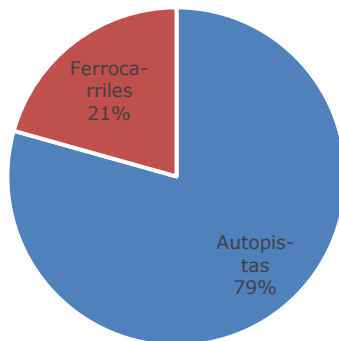
Por el tipo de inversiones que presenta el fondo se ha calculado el Indicador de Cobertura Global—el cual es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de interés de esta, y el valor de la deuda financiera—de cada sociedad operativa en la que invierte el fondo. Así, el indicador al mostrar una relación mayor a uno permite presumir que no debiera presentar problemas para dar cumplimiento de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos e, incluso, bajo la presunción altamente improbable que los activos se depreciaran totalmente). Posteriormente, este indicador se promedia de forma ponderada por el nivel de endeudamiento de cada una de estas sociedades con tal de determinar la cobertura de las inversiones que posee.



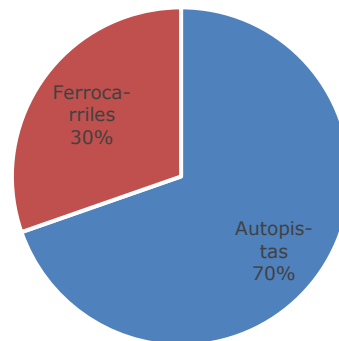
Flujos por empresas operativas



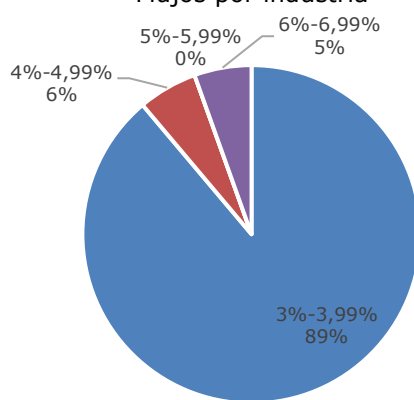
Deuda financiera por empresas operativas



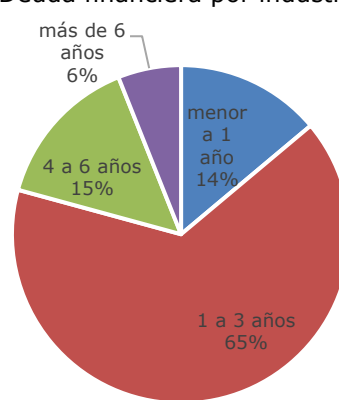
Flujos por industria



Deuda financiera por industria



Distribución de la tasa de interés de la deuda financiera



Distribución del vencimiento de la deuda financiera

Ilustración 2: Características de la cartera de inversión del fondo



Como se puede apreciar en la Ilustración 3, todas las sociedades en las que invierte el fondo tienen un ICG por sobre la unidad, permitiendo cubrir su nivel actual de deuda financiera que poseen<sup>4</sup>. A medida que se va extinguiendo la deuda en las sociedades concesionarias, el ICG del fondo tiende a comportarse similar a aquella que posee mayor deuda relativa dentro del portafolio. A junio de 2020, el ICG promediaba 1,62 veces. Cabe mencionar que el EBITDA proyectado considera un castigo para los flujos que se generan en el 2020 con un periodo de recuperación de por lo menos un año.

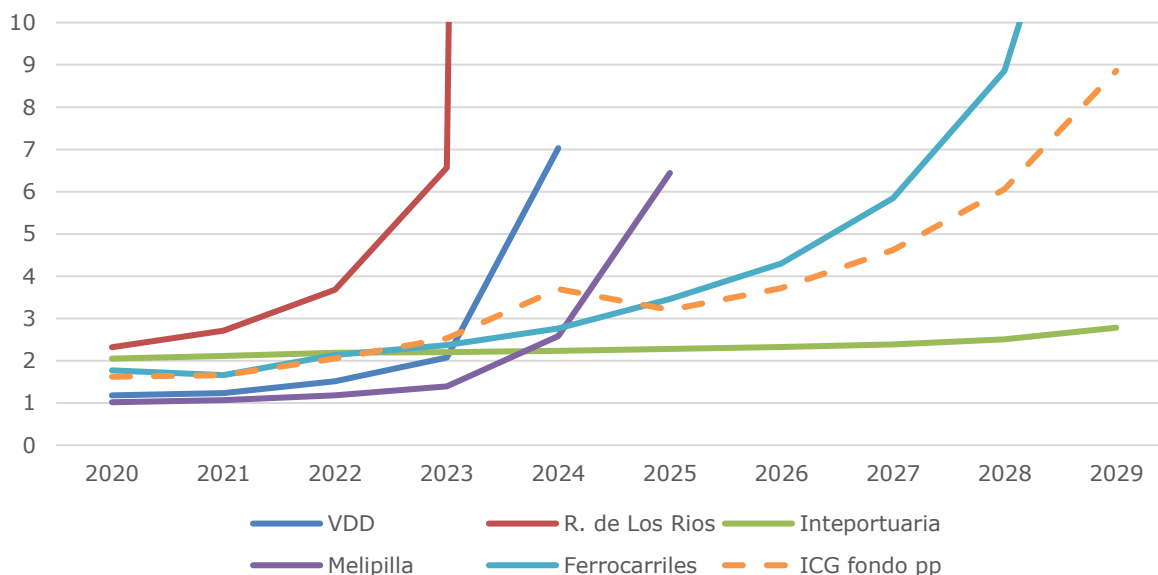


Ilustración 3: Indicador de Cobertura Global de las sociedades en que invierte el fondo junto con el promedio ponderado por saldo insoluto

## Valles del Desierto

La Sociedad Concesionaria Valles del Desierto es titular del contrato Concesión Ruta 5 Norte Tramo Vallenar-Caldera emplazada en la Región de Atacama y adjudicado por el Ministerio de Obras Públicas el 8 de enero de 2009. La concesión es operada por Sacyr, grupo español con presencia desde 1996 en el sistema de concesiones chilenas. A diciembre de 2019 la sociedad concesionaria presentaba una deuda financiera por UF 3.041.935 y un EBITDA de UF 723.746. La Ilustración 4 presenta el perfil de pago de la deuda de la concesionaria. Si bien al cierre de 2019 la concesionaria tiene una línea por UF 3.100.000 con el Banco Estado, la amortización de esta deuda financiera se realiza en un solo pago o en 15 pagos semestrales a contar de septiembre de 2020. Si bien el flujo que se generaría por el cobro de peajes podría no ser suficiente para la cobertura de los pagos, la concesionaria tiene la posibilidad de reestructurar sus pasivos financieros además de ajustar las tarifas considerando las características de la concesión.

<sup>4</sup> El ICG presentado considera los flujos de los activos hasta el vencimiento de la deuda. Sin embargo, también se consideró el indicador con los flujos hasta el término de cada una de las concesiones, lo que permite medir la capacidad de refinanciamiento de podrían tener estas sociedades en caso de reducción en la liquidez.

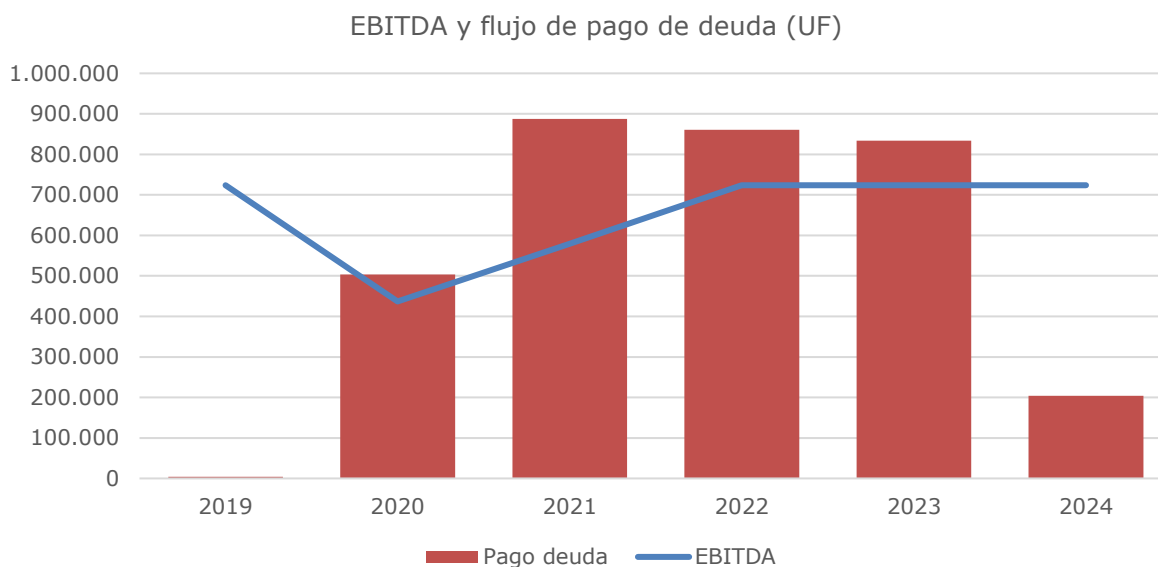


Ilustración 4: Perfil de pago de Valles del Desierto

### Ruta de los Ríos

La Sociedad Concesionaria Ruta de los Ríos es titular del contrato Concesión Ruta 5 Tramo Temuco-Río Bueno emplazada en la Región de La Araucanía y la de Los Lagos y adjudicado por el Ministerio de Obras Públicas el 14 de enero de 1997. La concesión es operada por Isa Intervial, grupo colombiano con presencia desde el 2010 en el sistema de concesiones chilenas. A diciembre de 2019 la sociedad concesionaria presentaba una deuda financiera por UF 1.488.566 y un EBITDA de UF 811.200. La Ilustración 5 presenta el perfil de pago de la deuda de la concesionaria, donde se puede apreciar que los flujos provenientes del cobro de peajes mantienen la holgura para cubrir los pasivos financieros.

### Autopista Interportuaria

La Sociedad Concesionaria Autopista Interportuaria es titular del contrato Concesión Ruta Interportuaria Talcahuano-Penco por Isla Rocuant emplazada en la Región del Bío Bío y adjudicado por el Ministerio de Obras Públicas el 31 de enero de 2002. La concesión es operada a través de Infraestructura Portuaria Central, la cual pertenece en un 50% por parte de **Infraestructura FI** y por Penta Las Américas. A diciembre de 2019 la sociedad concesionaria presentaba una deuda financiera por UF 440.771 y un EBITDA de UF 105.005. La Ilustración 6 presenta el perfil de pago de la deuda de la concesionaria, donde se puede apreciar que los flujos provenientes del cobro de peajes mantienen la holgura para cubrir los pasivos financieros.

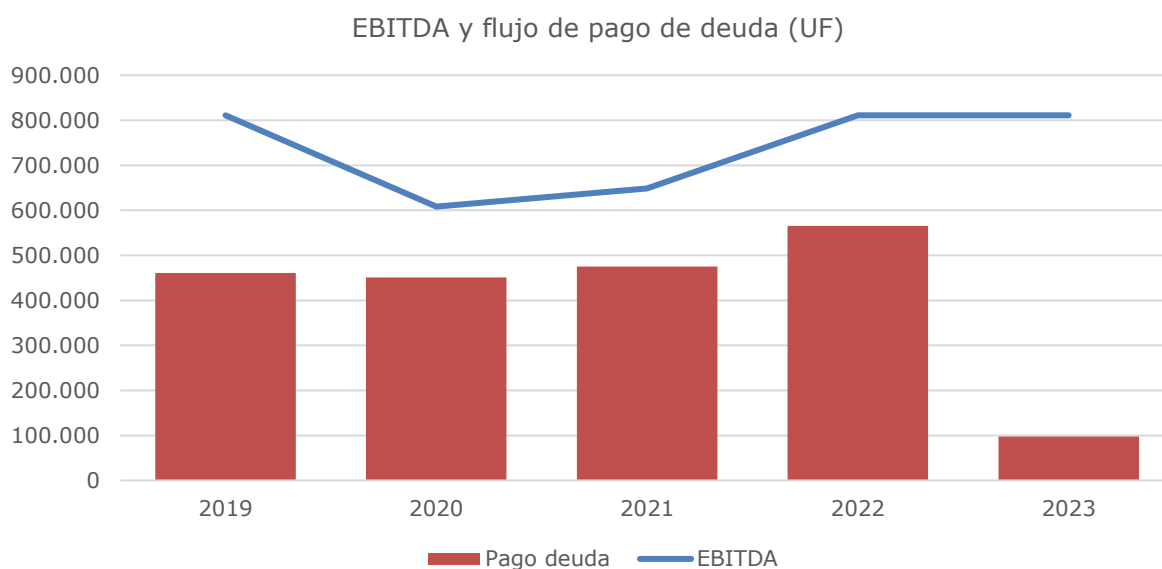


Ilustración 5: Perfil de pago de Ruta de los Ríos

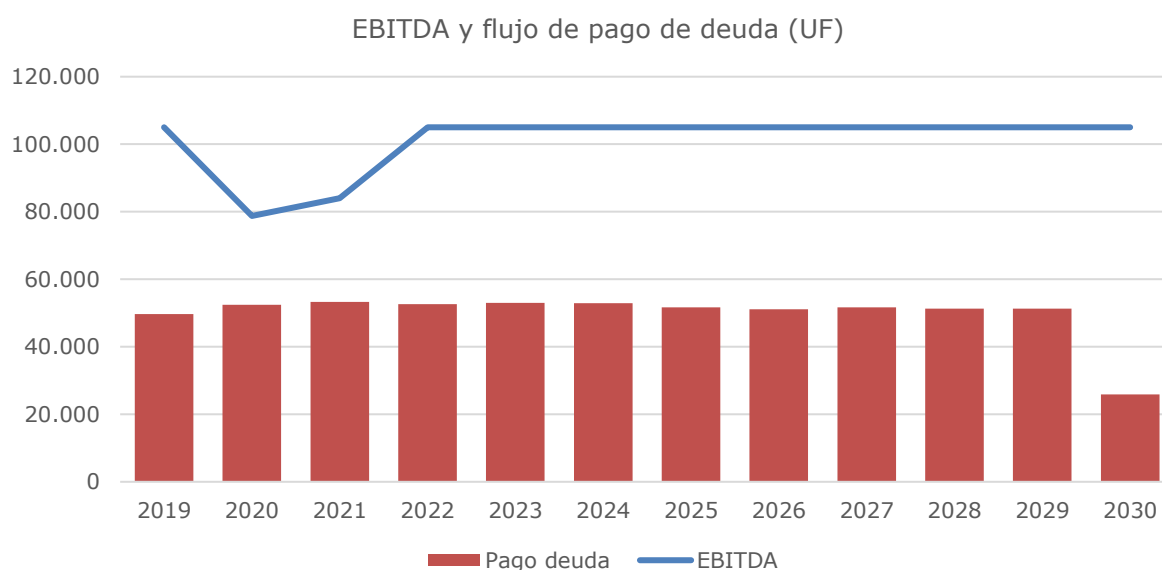


Ilustración 6: Perfil de pago de Autopista Interportuaria

### Variante Melipilla

La Sociedad Concesionaria Melipilla es titular del contrato Variante Melipilla emplazada en la Región Metropolitana y adjudicado por el Ministerio de Obras Públicas el 17 de agosto de 2001. La concesión es operada a través de Infraestructura Portuaria Central, la cual pertenece en un 50% por parte de **Infraestructura FI** y por Penta Las Américas. A diciembre de 2019 la sociedad concesionaria presentaba una deuda financiera por UF 425.377 y un EBITDA de UF 91.263. La Ilustración 7 presenta el perfil de pago de la deuda de la

concesionaria, donde se puede apreciar que, al considerar menores ingresos por la pandemia, los flujos no serían suficientes para la cobertura de sus obligaciones para los próximos años. Sin embargo, la sociedad cuenta con años de concesión que le permitirían acceder a financiamiento para cubrir las obligaciones de corto plazo.

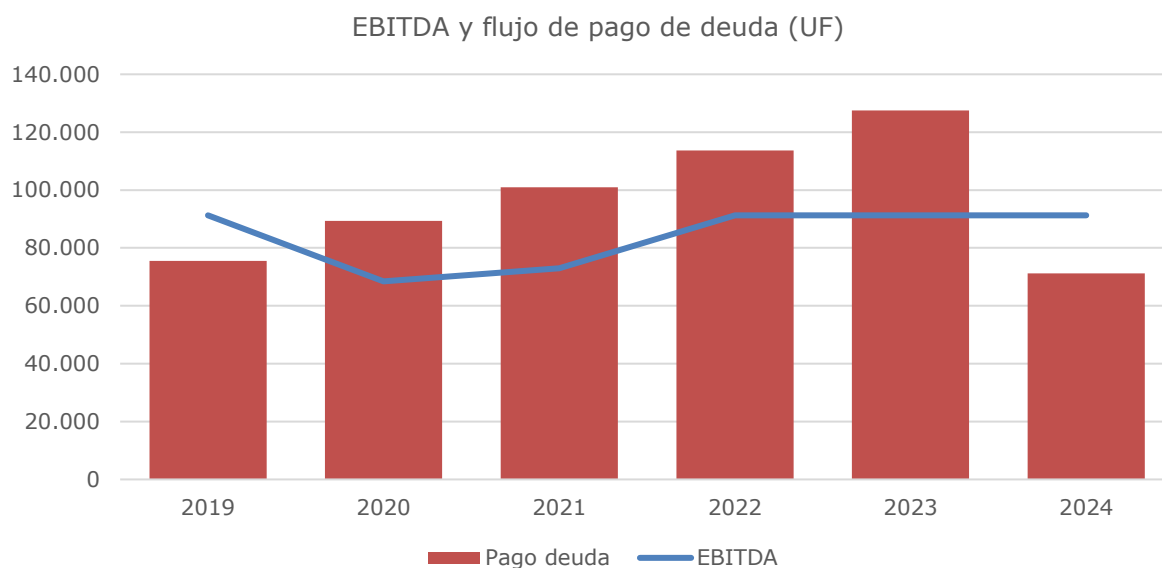
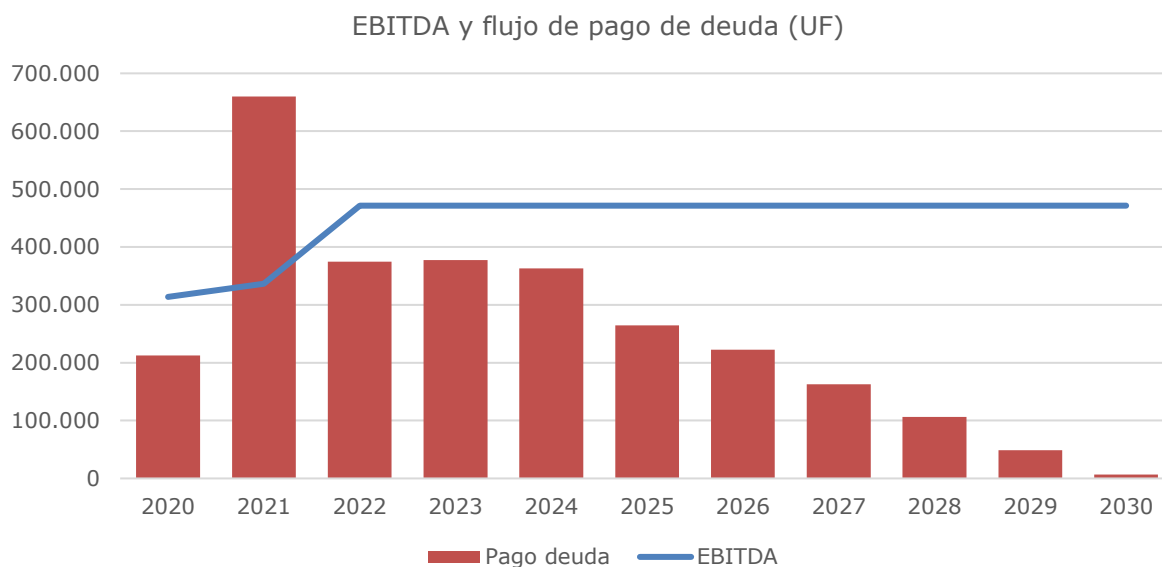


Ilustración 7: Perfil de pago de Variante Melipilla

### Trenes Continentales

Trenes Continentales posee el 50% de la concesión ferroviaria “Red Oriental” emplazada en la región de Santa Cruz en Bolivia y es operada por Ferroviaria Oriental. A diciembre de 2019 Ferroviaria Oriental presentaba una deuda financiera por UF 2.350.634 y un EBITDA de UF 450.474. La Ilustración 7 presenta el perfil de pago de la deuda de la concesionaria donde se observa que la cobertura de deuda no sería suficiente para los vencimientos de 2021 (necesidad de refinanciamiento).



**Ilustración 8: Perfil de deuda de Ferroviaria Oriental**

*“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.”*