

**Sociedad Concesionaria Vespucio
 Norte Express S.A.**

Abril 2010

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Línea de Bonos Tendencia	A <i>En Observación Con Implicancias Negativas</i>	Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Gonzalo Neculmán G. 56-2-433 5200 56-2-433 5201 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	31 de diciembre 2009	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Características Bono Colocado en Chile				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente	Fecha Vencimiento
A1	5,3%	Semestral	16.000.000	Dic 2028
A2	5,3%	Semestral	500	Dic 2028

Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N° 372 con fecha 01 de Junio de 2004.

Estado de Resultados Individual					
Cifras en Miles de \$ de diciembre de 2008	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
	Ingreso Operacional	-	25.444.651	26.541.959	29.819.182
Costo Explotación	-	-10.213.239	-9.601.252	-10.410.221	-10.098.161
Gasto Admin. y Venta	-	-10.579.128	-6.739.089	-6.466.710	-8.089.641
Resultado Operacional	-	4.652.283	10.201.618	12.942.250	17.299.165
Ebitda	-	8.776.343	15.574.097	19.085.907	24.184.728
Utilidad Neta	-	4.417.581	3.399.724	828.103	13.008.383
Ingreso Operacional		25.444.651	26.541.959	29.819.182	35.486.967

Balance General Individual					
Cifras en Miles de \$ de diciembre de 2008	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
	Activo Circulante		52.420.537	48.986.475	41.415.764
Activo Fijo		370.201.180	369.169.015	367.043.934	362.802.754
Otros Activos		27.299.799	37.257.556	51.823.550	72.631.832

Total Activos		449.921.516	455.413.046	460.283.248	477.015.722
Pasivo Circulante		10.143.557	9.530.755	8.685.572	7.494.209
Pasivo Largo Plazo		380.470.304	383.195.118	388.075.136	393.013.000
Patrimonio		59.307.655	62.687.173	63.522.540	76.508.512
Total Pasivos		449.921.516	455.413.046	460.283.248	477.015.722

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A. (Vespucio Norte Express) es una sociedad anónima cerrada cuyo objetivo es la explotación de la obra fiscal denominada Interconexión Vespucio Norte, otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP). Esta obra vial incluye una autopista urbana de aproximadamente 29 Kilómetros y está ubicada en la zona norte de la ciudad de Santiago, específicamente entre Av. El Salto y la Ruta 78.

En general, las fortalezas de **Vespucio Norte Express** se basan en las expectativas de crecimiento del tráfico, tanto por el crecimiento urbano natural en el sector como por la conectividad que provee en diversos puntos de importancia, tales como el aeropuerto internacional de Santiago, centros comerciales y las principales autopistas interurbanas en dirección al norte, la costa y la ruta internacional hacia Argentina. También es importante destacar la suficiencia de los flujos de caja estimados para la concesión en relación con el pago de su deuda, ello sobre la base de proyecciones realizada por una entidad independiente..

Adicionalmente, como elementos positivos, se considera la utilización del sistema *Free Flow* para el cobro del peaje, lo cual redundará positivamente en los tiempos de desplazamiento, y 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.

Sin perjuicio de los elementos expuestos anteriormente, es importante señalar la baja en el tráfico que puede darse en la zona concesionada, producto de los daños ocasionados por el terremoto ocurrido el 27 de febrero del año en curso. Lo anterior redundaría en una menor generación de ingresos y flujos de caja, lo cual cambia los crecimientos futuros esperados inicialmente.

La tendencia de la clasificación se estima como "*En Observación*" con implicancias negativas atendiendo a los daños provocados por el terremoto del 27 de febrero pasado sobre la

infraestructura gestionada por la sociedad concesionaria (incluyendo a su edificio corporativo) y a los posibles efectos que pudieren generar en la situación financiera de la compañía.

A futuro, la clasificación de riesgo podría verse modificada dependiendo del comportamiento del tráfico vehicular de la autopista y, por ende, de la cuantía de sus flujos y su desviación respecto de los niveles estimados que se tuvieron como referencia en la evaluación inicial de los títulos de deuda.

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 que pertenece o en la economía.

Hechos Recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante el año 2009, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 35.486 millones, lo que representa un incremento real de 19,01% respecto del año anterior. En el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de \$ 10.098 millones, lo que significó una disminución real de 3,00% respecto del 2008.

En el año 2009, los gastos de administración y ventas sumaron \$ 8.089 millones, lo que representó un aumento real de 25,10% respecto de igual período de 2008.

El resultado operacional ascendió a \$ 17.299 millones, implicando un aumento real de 33,66%. Por su parte, el resultado no operacional arrojó una pérdida de \$ 1.943 millones.

Con todo, la utilidad neta alcanzó \$ 13.008, lo que significó un aumento real de 1470% en relación al año anterior.

A diciembre del año 2009, la sociedad concesionaria posee activos por \$ 477.015 millones, con un total de deuda financiera de \$ 335.996 millones y un nivel de patrimonio de \$ 76.508 millones.

Con fecha 27 de febrero de 2010, ocurre un terremoto grado 8,8 en escala de Richter en el territorio nacional, el cual afecta la infraestructura de la autopista concesionada a la sociedad. A la fecha de emisión de éste informe, no es posible observar de forma exacta los daños ocasionados en la autopista y la forma de solución de aquellos. Sin embargo en opinión de la Clasificadora es factible visualizar factores que debilitarán o podrían debilitar la capacidad de pago de **Vespucio Norte**, entre ellos podemos destacar:

- i) Una caída en el nivel de tráfico esperado en la autopista. Si bien existen seguros comprometidos (“lucro cesante”), no son ilimitados y eventualmente podrían cubrir un período menor al requerido para alcanzar nuevamente el tráfico inicialmente proyectado. Una interrupción demasiado prolongada podría, incluso, alterar los hábitos de los usuarios de la autopista (y que opten por vías alternativas).
- ii) El diferencial entre los ingresos y los pagos de los bonos inicialmente proyectado por la clasificadora hasta el año 2016 es reducido. Este evento catastrófico debiera ajustar aún más dicho diferencial.
- iii) La empresa deberá destinar nuevos recursos para financiar las inversiones de reposición. La cuantía de estos importes dependerán de la valorización de los daños y de la cobertura de las pólizas de seguros.
- iv) Demoras en los pagos de seguros podrían generar problemas de liquidez a la empresa y/o una mayor demora en las obras de restauración de la infraestructura.

Antecedentes Generales

Características de la Concesión

La concesión vial, denominada Autopista Américo Vespucio Norte (AVN), tiene una longitud de 29 kilómetros y comprende desde Av. El Salto hasta la Ruta 78 por Américo Vespucio. La autopista se sitúa en el sector norte de Santiago y se conecta directamente con Autopista Central (autopista concesionada por el MOP), Ruta 5 norte (principal autopista de Santiago),

Ruta 68 (conecta Santiago y Valparaíso) y Ruta 78 (conecta Santiago y San Antonio); Vespucio Sur y Costanera Norte.

El plazo de la concesión es por un período de 360 meses (30 años) contado desde la fecha de la firma del Decreto entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para abril de 2033.

Flujo Vehicular

Desde un principio, la concesionaria estimó que los vehículos livianos representarían en torno al 92,8% del total del flujo vehicular esperado por la concesionaria; situación que se mantendría relativamente estable a través del tiempo. Sin embargo, esto ha tenido algunas diferencias en el transcurso de los años.

Para establecer el modelo financiero para las proyecciones del flujo vehicular, se usó el modelo de transporte ESTRAUS (modelo de tráfico oficial para ciudad) y la base de datos existente en la materia. Además, se realizaron ajustes al modelo con el objeto de adaptarlo a las condiciones de la concesión.

El estudio de tráfico y de proyección estuvo a cargo de Steer Davies Gleave (SDG), empresa consultora internacional, con más de 25 años de experiencia y sucursales en distintas partes del mundo, quienes han realizado otros estudios de esta índole en el mercado nacional.

A diciembre de 2007, la Sociedad encargó a esta misma consultora que confeccionara un estudio de tráfico actualizado, al que llamó "Nuevo Caso Base – diciembre 2007". Los principales cambios respecto al estudio de tráfico original son:

- 1) Actualización de la interconexión urbana con datos de tráfico reales de compañías concesionarias urbanas,
- 2) Inclusión de nuevos proyectos urbanos (Vespucio Oriente y Túnel San Cristóbal),
- 3) Inclusión del período de *ramp-up* en el proceso de cálculo.

Patrocinadores

Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A. es controlada por el Grupo ACS S.A., y Hochtief AG. A continuación se muestra la distribución de la sociedad a diciembre de 2009:

Accionistas de la Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A.	Porcentaje de la Propiedad
Taurus Holdings Chile S.A.	46,48%
Inversiones de Infraestructura S.A.	27,50%
Hochtief PPP Solutions Chile Ltda.	17,95%
Compañía Española de Financiación del Desarrollo (Cofides)	8,07%

Grupo ACS S.A.

Taurus Holdings Chile S.A. es propiedad de Grupo ACS S.A. empresa española, con más de 60 años de experiencia en el sector de la construcción, 30 años en el mercado internacional y operaciones en diversos países. Grupo ACS es producto de la fusión de Grupo Dragados y ACS. Está integrada por más de 99.300 personas y estructurada en tres grandes áreas de actividad: Construcción, Servicios Industriales y Servicios y Concesiones.

Además de la concesión Américo Vespucio Norte, el Grupo actualmente participa en otras obras de infraestructura en nuestro país, como es el sistema urbano Norte Sur (a través del Consorcio Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A.), la red vial Santiago - Valparaíso (Rutas del Pacífico), SCL Aeropuerto de Santiago de Chile y el Terminal de Iquique. Adicionalmente, durante el ejercicio del 2004, la compañía se adjudicó la concesión de la variante Vespucio - El salto – Kennedy, en nuestro país.

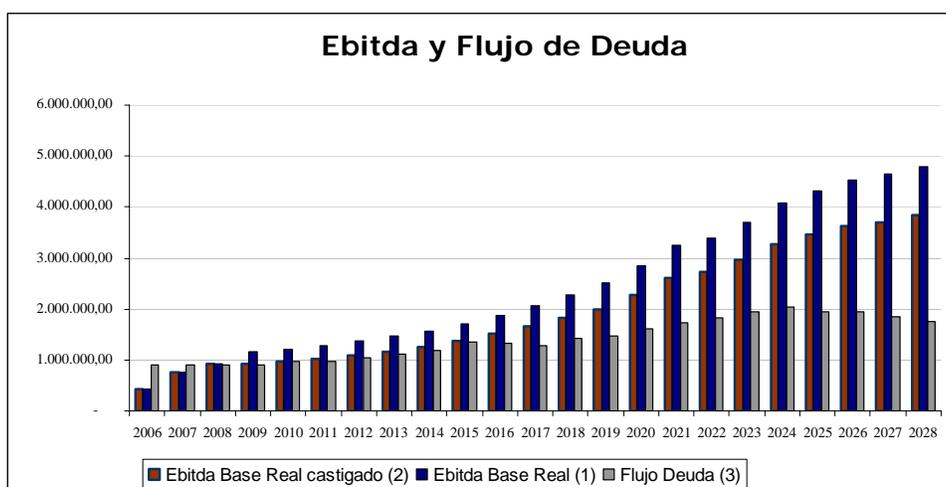
Grupo Hochtief

Hochtief Projektentwicklung GmbH Sucursal en Chile e Inversiones de Infraestructura S.A. son propiedad de Hochtief, grupo empresarial alemán con presencia internacional, que cuenta con más de 130 años de experiencia en el mercado. Su negocio es proveer servicios de construcción en sus distintas etapas: planeación, financiación, construcción y operación de proyectos. El grupo se encuentra compuesto por cinco divisiones: Hochtief aeropuerto, Hochtief desarrollo, Hochtief América, Hochtief Asia Pacífico y Hochtief Europa.

Análisis Financiero

Proyecciones de Ebitda y Pago de Bonos

El siguiente gráfico muestra las proyecciones para el Ebitda y los flujos de pagos del bono para los siguientes periodos, además se incluye un *stress* del 20% para el Ebitda, el cual es parte de algunas de las sensibilizaciones realizadas por **Humphreys**. Es importante señalar que **Vespucio Norte Express** mantiene recursos líquidos en balance, para el pago de sus obligaciones, los cuales son equivalentes a más de un año de amortización e intereses de la deuda..



(1): Corresponde a las proyecciones de Ebitda que hace **Humphreys**, tomando como base el "Nuevo Caso Base – diciembre 2008". Las tasas de crecimiento de los Ingresos del nuevo escenario base, entre los años 2010 – 2014 se castigan en 50%; para los años 2014 – 2019 se castigan en 25%; y a partir de 2019 en adelante no se castigan.

(2): Corresponde a (2) castigado en un 20%.

(3): Corresponde a los pagos anuales del bono.

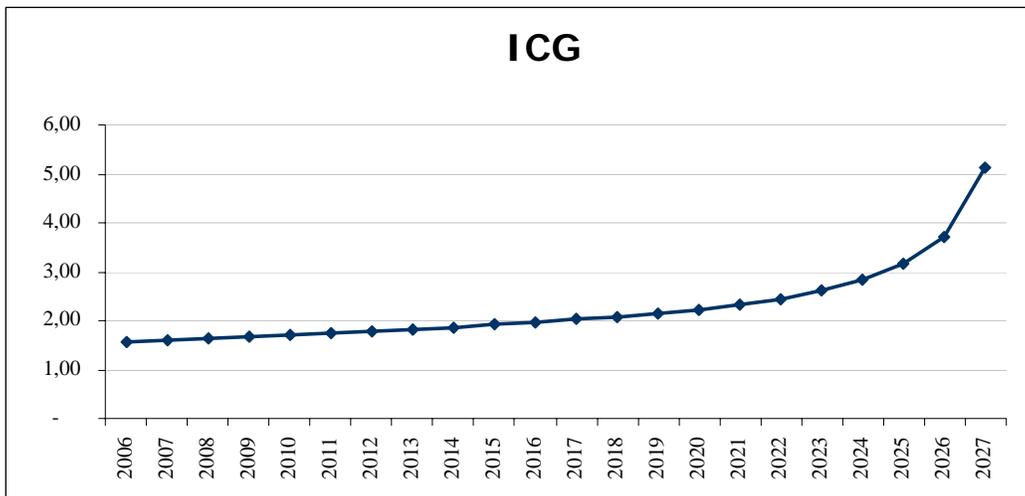
A continuación se muestra la capacidad de cobertura proyectada del EBITDA de la empresa sobre los pagos correspondientes a los bonos:

	VNE
Tasa Bono	5,30%
Valor Actual Ebitda Humphreys (UF)	28.549.534
Saldo Insoluto de la Deuda (UF)	17.000.000
Indicador de Cobertura	1,68

Indicador de Cobertura

El indicador de cobertura global es calculado como el valor presente del *EBITDA* proyectado, descontado a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda que mantiene la sociedad concesionaria. Así, se presume que si el indicador muestra una relación mayor a 1, los flujos de caja de la concesión, sin considerar pago a los accionistas, son suficientes en relación con el monto de la deuda.

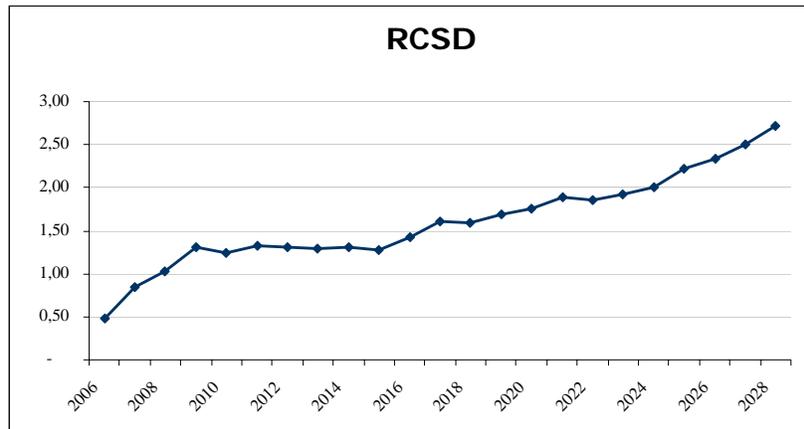
Para **Vespucio Norte Express**, el indicador proyectado para períodos futuros se mantiene sobre uno, y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años. La evolución y proyección del indicador de cobertura global¹ se muestra a continuación.



Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda² (RCSD) muestra cuán holgada o no se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado en ese periodo. La evolución y proyección de este indicador se muestra en el gráfico que sigue.

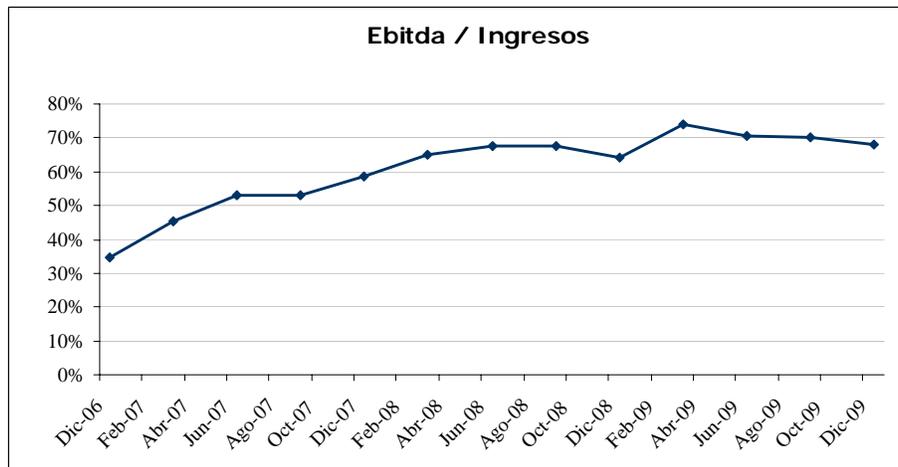
¹ Para los años 2006, 2007, 2008 y 2009 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2010 en adelante se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.

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

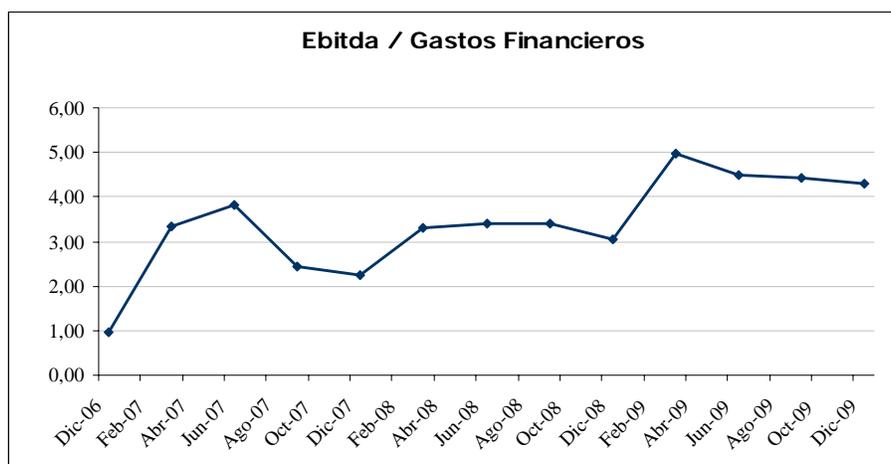


EBITDA

El *EBITDA* muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Se puede observar que desde diciembre de 2006 a la fecha su nivel, como porcentaje de los ingresos, ha mostrado una tendencia al alza constante (exceptuando diciembre de 2008). De esta forma vemos que este indicador pasa de una relación de 34% en diciembre de 2006 a 68% en diciembre de 2009.



En esta misma línea la relación *EBITDA* sobre gastos financieros ha tenido una tendencia alcista en el mismo periodo analizado. Pasando de una relación de 0,98 en el último trimestre de 2006 pasa a 4,29 en diciembre de 2008.

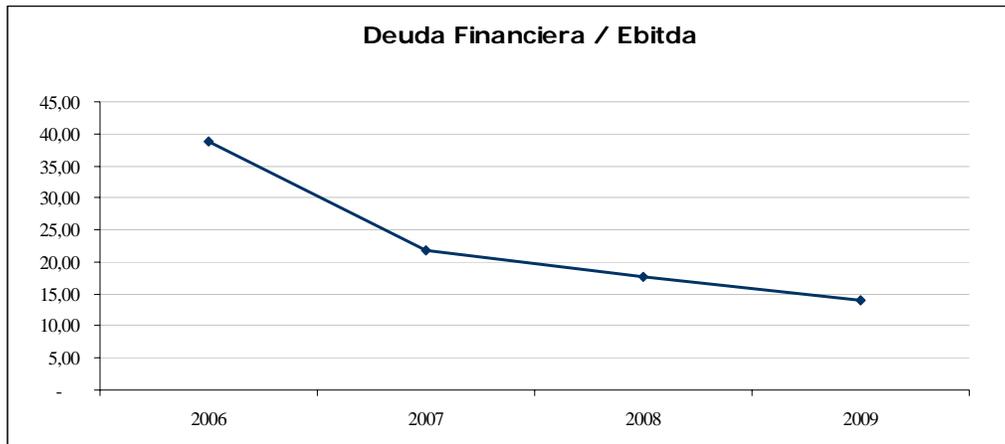


Endeudamiento

El endeudamiento de Vespucio Norte Express muestra cierta volatilidad con tendencia a la baja. Vemos que el pasivo exigible sobre patrimonio en los últimos cuatro años ha variado desde una razón de 7,26 hasta 5,23 veces en diciembre de 2009.



La deuda financiera medida en términos del Ebitda ha mostrado una tendencia a la baja debido al aumento del Ebitda en el periodo analizado. Por su parte, la deuda financiera se ha mantenido relativamente constante en este periodo. El indicador asciende a 13,89 veces y el plazo remanente de la concesión es de 24 años.



“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”