

**Sociedad Concesionaria Vespucio
 Norte Express S.A**
Abril 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Línea de Bonos Tendencia	A Estable	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Aldo Reyes D. Gonzalo Neculmán G. 56-2-204 7315 56-2-223 4937 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	31 de diciembre 2008	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Características Bono Colocado en Chile					
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Periodo Capitalización	Corte (UF)	Valor Par Enero 09 (M\$)	Fecha Vencimiento
A1	5,3%	Semestral	10.000	342.438.900	Dic 2028
B2	5,3%	Semestral	500	10.701	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-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Ingreso Operacional	-	-	26.169.394	27.297.868	30.668.518
Costo Explotación	-	-	-10.504.144	-9.874.694	-10.706.734
Gasto Admin. y Venta	-	-	-10.880.455	-6.931.017	-6.650.901
Resultado Operacional	-	-	4.784.795	10.492.157	13.310.883
Resultado No Operacional	-	-	2.770.836	-6.597.541	-13.011.189
Utilidad Neta	-	-	4.543.407	3.496.547	851.690
EBITDA			9.026.321	16.017.644	19.629.529

Balance General Individual					
Cifras en Miles de \$ de diciembre de 2008	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Activo Circulante	158.472.649	61.547.225	53.913.637	50.381.600	42.595.404
Activo Fijo	245.104.615	396.139.727	380.745.665	379.682.870	377.498.402
Otros Activos	23.325.870	2.113.728	28.077.383	38.318.643	53.299.634
Total Activos	426.903.135	459.800.679	462.736.686	468.383.113	473.393.440

Pasivo Circulante	27.403.356	23.756.866	10.432.478	9.802.189	8.932.962
Pasivo Largo Plazo	343.020.609	379.577.618	391.307.286	394.108.433	399.128.633
Patrimonio	0	0	0	0	0
Total Pasivos	56.479.170	56.466.195	60.996.922	64.472.491	65.331.845

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.

Sin perjuicio del fuerte deterioro en la calidad de la garantía de MBIA, 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 las obligaciones asumidas (al menos compatible con bonos calificados en "Categoría A").

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. Asimismo, se espera un impacto importante en los flujos del emisor como consecuencia de la reciente entrada en operación del Túnel San Cristóbal y de la concesión Vespucio Oriente. También es importante destacar la suficiencia que presenta el pago de la deuda respecto a sus flujos de caja futuros estimados, los cuales en relación al saldo insoluto de la deuda, lograrían cubrir el total de los pagos futuros.

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.

La tendencia de la clasificación se estima como “*Estable*” ya que existe una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones en el futuro.

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

Según datos a diciembre de 2008, los ingresos y resultados de explotación de la concesionaria ascendieron a M\$ 30.668.518 y M\$ 13.310.883, experimentando un crecimiento real de 12,3% y 26,8%, respectivamente, en relación con igual fecha de 2007. El resultado neto de la sociedad alcanzó a M\$ 851.690.

Los pasivos financieros totales ascienden a M\$ 346.895.268. El valor nominal del bono de la Sociedad asciende a UF 16.000.500 a una tasa fija anual del 5,3% con vencimiento el 15 de diciembre del año 2028.

En febrero de 2009, la clasificación de riesgo de la sociedad, disminuyó de AA a A debido al debilitamiento financiero de MBIA Insurance Corporation (MBIA), entidad garante¹ de los bonos emitidos por **Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A.** En efecto, la clasificación de la fortaleza financiera de la aseguradora, en escala global, se modificó desde “*Categoría Baa1*” a “*Categoría B3*” con *outlook* en desarrollo. De esta manera, considerando la menor

¹ Para ver más detalle la garantía ver Anexo 2

calidad crediticia del garante, la clasificación de los títulos de deuda emitidos por **Vespucio Norte Express** se sustenta en las características propias de la concesión y en las características de la estructura financiera de los bonos.

Antecedentes Generales

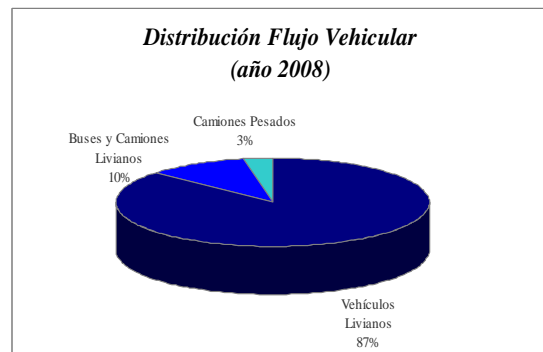
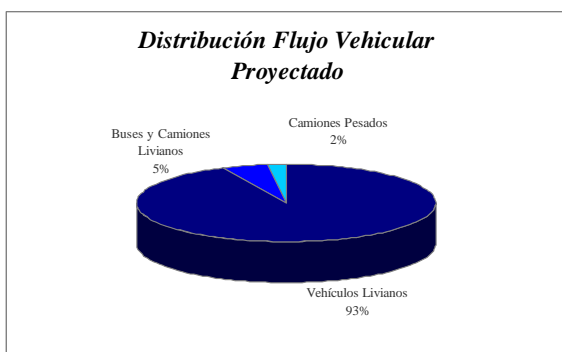
Características de la Concesión

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.

Características de la Concesión

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. A continuación se presenta gráficamente la estimación de la distribución del flujo de vehículos y la distribución real del año 2008:



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 parte 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.

Para el año 2008, del total de ingresos de explotación, aproximadamente el 99% corresponden a ingresos de peaje y el 1% restante a otros ingresos.

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 2008:

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.

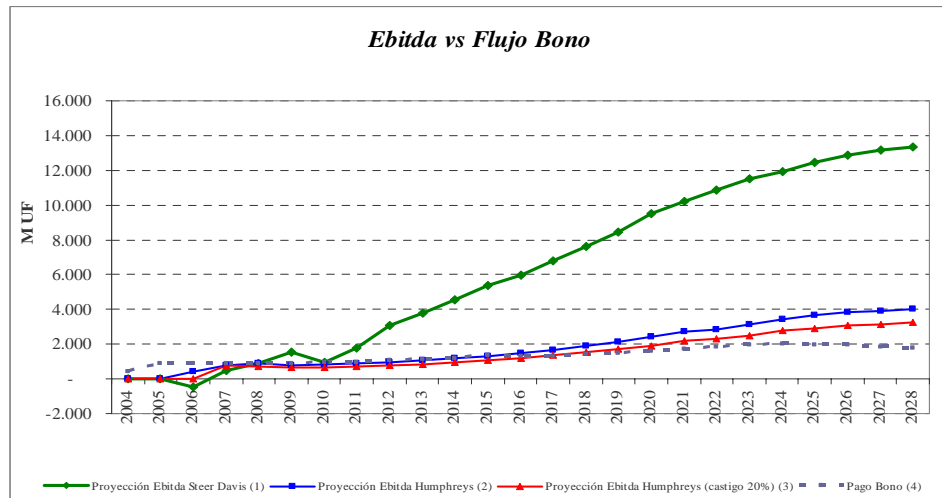
Grupo Hochtief

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

De acuerdo a las distintas proyecciones, el *Ebitda* generado por la concesionaria Vespucio Norte Express, sería, a partir del año 2016, más que suficiente para cubrir las obligaciones de la emisión. Para los períodos anteriores al año 2016, en todos los escenarios proyectados, tampoco habría problemas para el pago del bono debido a las cuentas de reserva y cartas de crédito que mantiene la Concesionaria, las cuáles serían suficientes para compensar la falta de flujos necesarios para el pago de la deuda. Las distintas proyecciones se muestran a continuación:



(1): Corresponde a las proyecciones de Ebitda a partir de 2009 que se derivan del estudio de tráfico actualizado, llevado a cabo por SDG llamado "Nuevo Caso Base – diciembre 2007".

(2): 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 2009 – 2012 se castigan en 50%; para los años 2013 – 2014 se castigan en 25%; para los años 2015 – 2021 se castigan en 5% y a partir de 2021 en adelante no se castigan.

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

(4): 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:

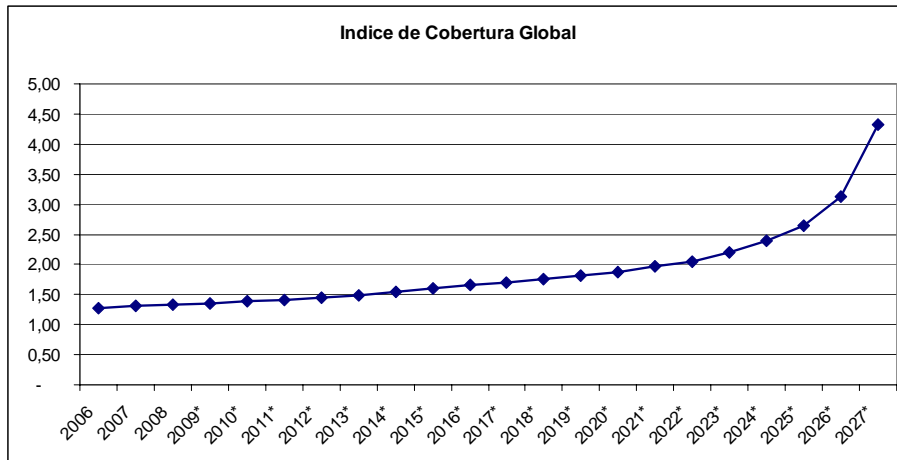
	VNE
Tasa Bono	5,30%
Valor Actual Ebitda Steer Davis (UF)	79.949.653
Valor Actual Ebitda Humphreys (UF)	23.058.634
Valor Actual Ebitda Humphreys (castigo 20%) (UF)	18.446.907
Valor Par (UF)	15.962.679

Indicador de Cobertura

El indicador de cobertura global es calculado con el valor presente del **EBITDA**, real y proyectado en el periodo, descontado a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda con el público que mantiene la sociedad concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a 1,

entonces la compañía no debería tener problemas en pagar o conseguir la caja suficiente para cubrir el bono.

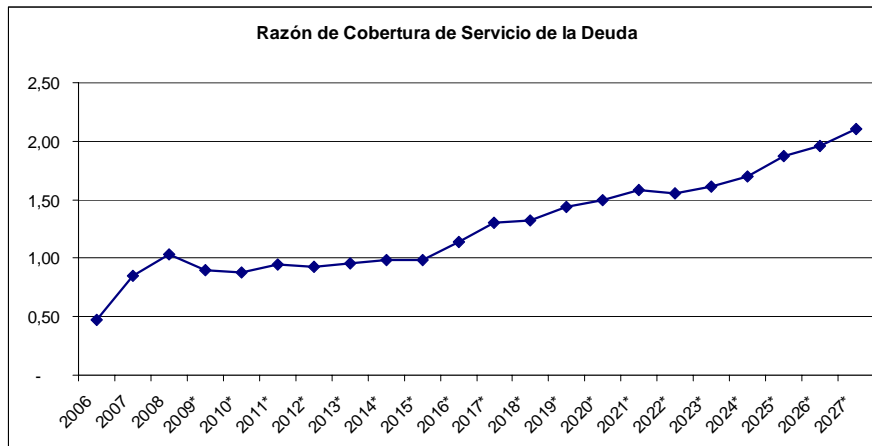
Para Vespucio Norte Express, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre uno, y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años. La evolución y proyección del indicador de cobertura global² se muestra a continuación.



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. Es así como este indicador muestra que desde 2009 a 2015 la compañía podría presentar dificultades para el pago de la deuda, y desde 2016 hasta 2027 contaría con suficiente holgura para el pago. La evolución y proyección de este indicador se muestra en el gráfico que sigue.

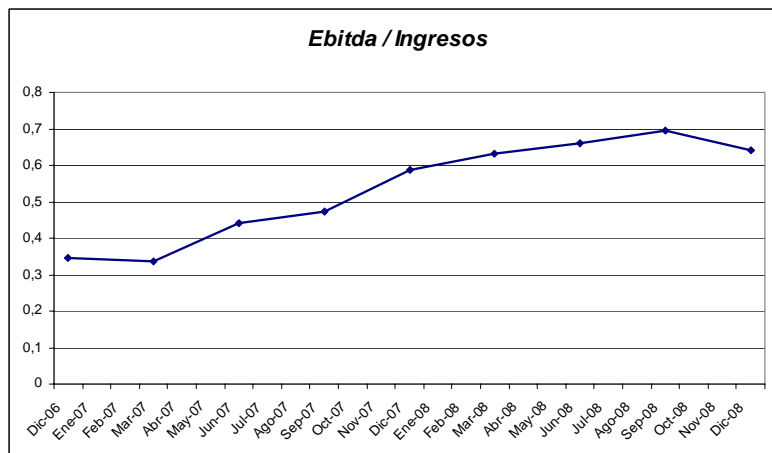
² Para los años 2006, 2007 y 2008 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2009 en adelante se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.

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

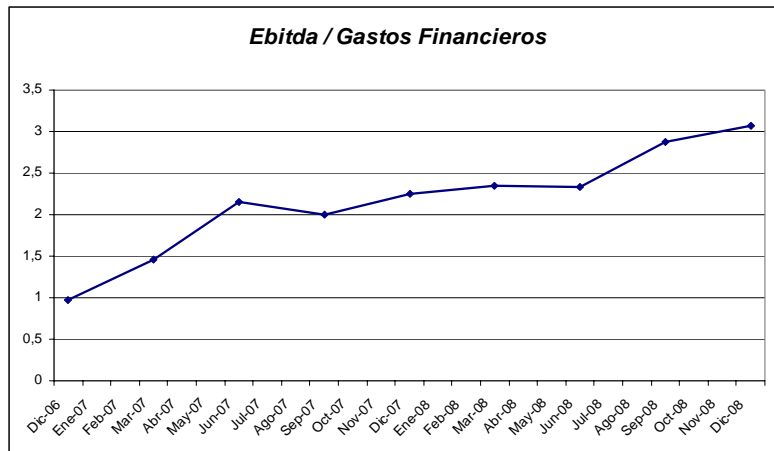


EBITDA

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 0,34 en diciembre de 2006 a 0,64 en diciembre de 2008. Lo anterior se explica en parte por el aumento de la amortización en los últimos periodos.

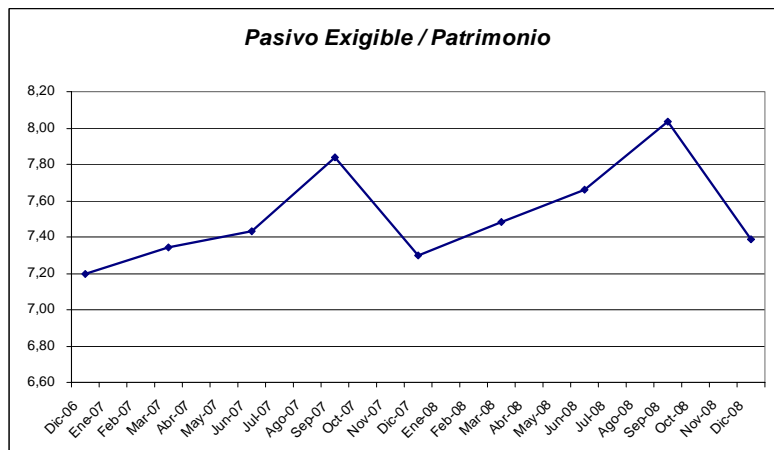


En esta misma línea la relación *EBITDA* sobre gastos financieros ha tenido una tendencia alcista en el mismo periodo analizado. Por lo tanto, de una relación de 0,97 en el último trimestre de 2006 pasa a 3,06 en diciembre de 2008.

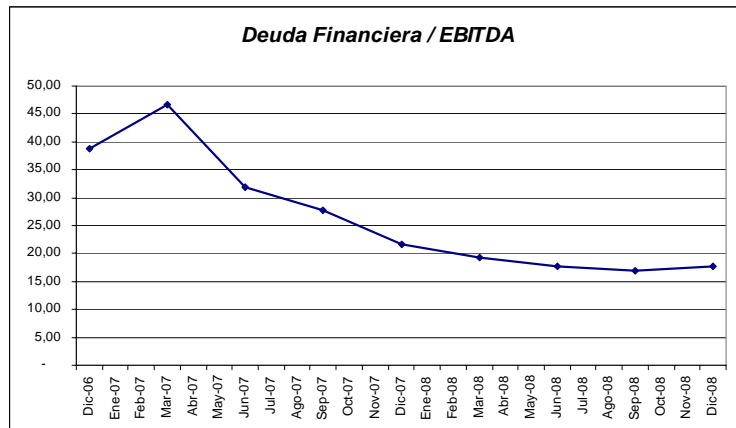


Endeudamiento

El endeudamiento de Vespucio Norte Express muestra cierta volatilidad. Vemos que el pasivo exigible sobre patrimonio en los últimos tres años ha variado desde una razón de 8,0 hasta 7,2 veces. En diciembre de 2008 esta razón muestra un resultado de 7,39.



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. Prácticamente el 100% de ella corresponde al bono emitido.



“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”

Anexo 1

Aspectos Legales

Dadas las características del emisor, sociedad que administra obras públicas concesionadas, uno de los cuerpos legales más relevantes para ella dice relación con el D.F.L. MOP N° 164 de 1991 “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

Decreto con Fuerza de Ley N° 164

Las normas que regulan las concesiones de obras públicas están contenidas principalmente en el DFL N° 164 de 1991 del MOP, “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

De acuerdo con las disposiciones legales, el ente adjudicatario de la concesión debe constituirse como sociedad anónima y con el objeto exclusivo de la ejecución y explotación de la obra concesionada, salvo que las bases de licitación dispongan la ampliación del giro de la sociedad.

Derivado del contrato de concesión, la sociedad concesionaria queda obligada a constituir garantías de construcción y de explotación de acuerdo con los montos establecidos en la licitación; junto a ello corresponde la contratación de seguros de responsabilidad civil y de riesgos catastróficos que permitan la reconstrucción de la obra.

Para garantizar el cumplimiento de los estándares definidos para la obra en ejecución, el MOP debe nombrar un inspector fiscal que actuará como fiscalizador de la misma, ello sin perjuicio de las atribuciones propias del Director General de Obras Públicas. En esta etapa, en caso de controversia entre las partes, puede intervenir la Comisión Conciliadora, entidad creada para resolver los conflictos entre los firmantes del convenio de concesión.

Otro aspecto relevante de la ley dice relación con el proceso de expropiación de bienes, el cual se efectúa mediante la declaración de utilidad pública de los mismos. El costo de las expropiaciones es de cargo del concesionario. Sin embargo, el Fisco – como así ocurre en la realidad – puede limitar el valor máximo a pagar asumiendo una porción del total de los desembolsos a efectuar. En la eventualidad que el proceso de expropiación retrase la ejecución de la obra, el MOP debe compensar al concesionario por los perjuicios que tuviere.

En cuanto a los bienes y derechos que la sociedad concesionaria adquiera con motivo del contrato de concesión, no podrán ser enajenados separados a ésta última, hipotecadas o gravadas sin consentimiento del MOP y deben pasar a propiedad del Fisco al término de la concesión. Con todo, en caso de transferencia de la concesión, ésta sólo podrá ser cedida a una persona que cumpla con los requisitos que se hubiesen exigido previamente a los licitantes; asimismo, la concesión podrá ser entregada en prenda con el objeto de financiar la ejecución del proyecto.

Dentro de los derechos de los concesionarios está el percibir los ingresos por el cobro de tarifas en las plazas de peajes circunscritas al área de concesión y otros ingresos derivados de servicios complementarios menores (eje. Publicidad). El cobro de peaje está limitado por el precio máximo establecido en la licitación; no obstante existe un ajuste tarifario periódico equivalente al IPC acumulado en dicho lapso (en el caso de Autopista Américo Vespucio Norte, el reajuste es anual).

El régimen económico del contrato de concesión además puede establecer incentivos por seguridad vial y compensaciones por las obras complementarias que pudiere exigir el MOP, adicionales a las estipuladas en el contrato original.

La duración de la concesión será la establecida en el respectivo contrato y sus complementaciones, si correspondiere. No obstante, la concesión también podrá extinguirse por acuerdo entre las partes, grave incumplimiento del concesionario o por cualquier causal previamente establecida en las bases de licitación.

En caso de acuerdo entre las partes para poner término a la concesión, ésta sólo podrá realizarse si los acreedores alzaren las prendas de obras públicas constituidas en su favor o, en su defecto, si aceptaren por escrito el término anticipado del contrato.

Finalmente, cabe destacar que la ley establece una Comisión Conciliadora cuyo propósito es atender las controversias que se susciten entre las partes por interpretación del contrato de concesión (ejemplo, cuantificación de las compensaciones por obras complementarias o determinación de incumplimientos graves por parte del concesionario). La Comisión la conforman tres profesionales, dos elegidos por cada una de las partes y un tercero de común acuerdo o designado por el Presidente de la Corte de Apelaciones en caso de falta de acuerdo. Su constitución se debe formalizar al inicio de la concesión.

En caso que alguna de las partes recurra a la Comisión, ésta tendrá como función conseguir la conciliación entre los contendientes. De no producirse acuerdo dentro de los 30 días, éstos podrán en el plazo de cinco días solicitar una comisión arbitral o recurrir a la Corte de Apelaciones de Santiago. En el primer caso la comisión arbitral tendrá un plazo de 30 días para resolver, en cuyo período quedarán suspendidas las resoluciones del MOP. La decisión de la comisión no podrá ser objeto de recurso alguno.

Anexo 2

Garantía Financiera

El pago oportuno del capital y los intereses de los bonos a su vencimiento de conformidad con el Calendario de Pagos, será garantizado por MBIA Insurance Corporation, la que actuará como garante de la operación.

La operatividad de la póliza de seguros es relativamente simple. En la práctica, en caso que el emisor no enterare con cuatro días hábiles bancarios de anticipación los fondos necesarios para dar cumplimiento al pago establecido, de acuerdo con lo estipulado en la respectiva escritura de emisión de bonos y en la respectiva póliza de seguros, el banco pagador deberá informar al garante de esta situación al día siguiente de producido el hecho, quien deberá aportar los fondos faltantes.

La comunicación al garante será vía fax con posterior confirmación telefónica, quedando el banco pagador facultado para gravar la conversación. Adicionalmente, y en forma inmediata, el banco deberá enviar por correo certificado el "Aviso de Pago" a la compañía aseguradora. Con todo, la omisión o retardo del banco en enviar el Aviso de Reclamación de la manera señalada, no eximirá al asegurador de la obligación de efectuar los pagos establecidos en la póliza de seguros.

La Garantía Financiera se registrará e interpretará de conformidad con las leyes del Estado de Nueva York de Estados Unidos de América. Cualquier conflicto en virtud de la interpretación de la Garantía Financiera se someterá a un tribunal con jurisdicción sobre el Garante respectivo.