

Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A.

Noviembre 2008

Categoría de Riesgo y Contacto ¹			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos Serie A	AA	Socio Responsable	Alejandro Sierra M.
		Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
		Analista	Andrés Silva P.
Otros Instrumentos	No hay	Teléfono	56 – 2 – 204 73 15
		Fax	56 – 2 – 223 49 37
Tendencia	En Observación	Correo Electrónico	ratings@humphreys.cl
		Sitio Web	www.humphreys.cl
Estados Financieros Base	Septiembre 2008	Tipo de Reseña	Cambio de Clasificación

Características de los Bonos con cargo a la Línea						
<i>Series</i>	<i>Subseries</i>	<i>Valor Par a Oct. 08(M\$)</i>	<i>Tasa Interés (%)</i>	<i>Periodo Capitalización</i>	<i>Corte (UF)</i>	<i>Fecha vencimiento</i>
A	A1	345.998.943	5,3%	Semestral	10.000	Dic 2028
	A2	10.812	5,3%	Semestral	500	Dic 2028
Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N° 372 con fecha 01 de junio de 2004						

Balance General						
Periodos	2005	2006	2007	Sep 07	Sep 08	Var. 07/06
<i>Moneda</i>	M\$ Dic 07	M\$ Dic 07	M\$ Dic 07	M\$ Sep 08	M\$ Sep 08	
Activo Circulante	56.523.913	49.513.358	46.269.595	53.310.546	49.559.126	-7,04%
Activo Fijo	363.807.915	349.670.273	348.694.221	372.286.411	370.205.991	-0,56%
Otros Activos	1.941.211	25.785.786	35.191.183	39.790.551	48.614.845	22,18%
Total Activos	422.273.039	424.969.417	430.154.999	465.387.508	468.379.962	0,64%
Pasivo Circulante	21.817.898	9.581.008	9.002.162	16.775.198	12.789.586	-23,76%
Pasivo Largo Plazo	348.597.559	359.369.884	361.942.410	387.572.824	390.253.831	0,69%
Patrimonio	51.857.583	56.018.524	59.210.427	61.039.486	65.336.545	7,04%
Total Pasivos	422.273.039	424.969.417	430.154.999	465.387.508	468.379.962	0,64%

Estado de Resultados						
M\$ diciembre de 2007	2005	2006	2007	Sep 07	Sep 08	Var. 07/06
<i>Moneda</i>	M\$ Dic 07	M\$ Dic 07	M\$ Dic 07	M\$ Sep 08	M\$ Sep 08	
Ingresos de Explotación	-	24.033.521	25.069.893	19.692.554	22.494.529	14,23%
Costos de Explotación	-	9.646.825	9.068.749	7.727.676	7.119.465	-7,87%
Gastos de Administración	-	9.992.423	6.365.327	5.058.108	4.766.279	-5,77%
Resultados de Exp.	-	4.394.273	9.635.817	6.906.770	10.608.785	53,60%
Ingresos Financieros	-	12.319.563	3.786.819	3.506.956	1.687.351	-51,89%
Gastos Financieros	-	8.479.043	6.521.065	5.324.562	-4.501.909	-184,55%
Resultado Fuera de Exp.	-	2.544.688	-6.059.068	-3.304.608	-8.358.054	-152,92%
Resultado del Ejercicio	-	4.172.587	3.211.169	1.143.065	2.040.598	78,52%
Dep. Ej. y Amort. Intang.	-	3.895.345	5.074.512	4.316.917	4.633.646	7,34%

¹ El Informe de cambio de clasificación desde "Categoría AAA" a "Categoría AA+", de fecha junio de 2008 se encuentra en el Anexo I, mientras que el Informe Anual con fecha Abril de 2008 se encuentra en el Anexo II.

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.

La clasificación de los bonos se fundamenta en el hecho que los pagos de los títulos de deuda cuentan con la garantía financiera, de carácter incondicional e irrevocable, de MBIA Insurance Corporation (“MBIA”), entidad clasificada en “*Categoría Baal*” por **Moody’s Investors Service**.

La cobertura de la garantía otorgada por MBIA Insurance Corporation (“MBIA”), considera el pago de los intereses y amortización de la deuda en caso de incumplimiento parcial o total del emisor en forma incondicional e irrevocable, mediante un mecanismo operativo simple y no sujeto a ningún tipo de condicionamiento. En la práctica y descrito sucintamente, si el banco pagador no recibiere con la debida antelación los fondos para el pago de los cupones de los bonos, éste deberá notificar tal situación al garante, el cual deberá aportar los recursos faltantes para el pago del bono en la fecha estipulada.

El cambio de clasificación de los bonos, desde *Categoría AA+* a *Categoría AA*, es consecuencia directa del debilitamiento de la garantía asociada a los títulos de deuda. En efecto, el 7 de noviembre del año en curso, **Moody’s Investors Service** anunció la reducción de la clasificación de la fortaleza financiera de MBIA Insurance Corporation (MBIA), entidad garante de los bonos emitidos por **Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A.** La clasificación de la aseguradora se modificó desde “*Categoría A2*” a “*Categoría Baal*” (ambas en escala global), quedando la perspectiva de la clasificación “*En Desarrollo*”.

Sin perjuicio de lo expuesto en los párrafos anteriores, las características propias de la concesión otorgan al emisor la fortaleza financiera necesaria para que los títulos de deuda, por si solos, cuenten con una capacidad de pago adecuada en relación con la obligación asumida. Ello, en consideración a las características de los pasivos y de los flujos netos proyectados, estos últimos 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.

En general, las fortalezas de **Vespucio Norte Express** se basan en las expectativas de crecimiento del tráfico, tanto debido al crecimiento urbano natural en el sector como por la conectividad que provee con diversos puntos de importancia, como el aeropuerto internacional de Santiago, centros comerciales y las principales autopistas inter-urbanas en dirección al norte, hacia la costa y la ruta internacional hacia Argentina. Asimismo, se espera un impacto importante en los flujos del emisor como consecuencia de la pronta entrada en operación del Túnel San Cristobal y, más en el mediano plazo, de la concesión de Vespucio Oriente.

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.

A futuro, la clasificación de riesgo del emisor se mantendrá en la medida que se mantenga la actual clasificación de riesgo del asegurador.

Definición Categorías de Riesgo

Categoría AA

Instrumentos que cuentan con una muy 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.

Perspectivas de la Clasificación

En Observación

Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Resultados Recientes

De acuerdo a la información publicada en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), durante 2007, segundo año de operación, la empresa generó ingresos de explotación por MM\$ 25.069 (aproximadamente 50 millones de dólares).

El costo de explotación de la compañía ascendió a MM\$ 9.069, representando el 36,17% de los ingresos. Los gastos de administración y ventas alcanzaron a MM\$ 6.365, lo que representó el 25,39% de los ingresos de explotación.

El resultado operacional del período ascendió a MM\$ 9.636. Finalmente, el resultado del ejercicio para el período correspondió a una utilidad de MM\$ 3.211.

Al 31 de diciembre de 2007, la cuenta “Otros Activos” ascendía a MM\$ 35.191, habiendo tenido un aumento real de 36,48% respecto al año anterior. Esto es debido a la activación de los intereses devengados por los bonos y la deuda subordinada, para ser amortizados en correlación con el flujo de ingresos durante todo el período de concesión.

Al 31 de diciembre de 2007, el patrimonio de la sociedad asciende a MM\$ 59.210, habiendo tenido un aumento real de 5,70% respecto al año anterior, correspondiente a la utilidad del ejercicio 2007.

“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 Bancos e Instituciones Financieras 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 I
Informe de Cambio de Clasificación de Fecha Junio de 2008
Sociedad Concesionaria Vespuccio Norte Express S.A.
Junio 2008

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Línea de Bonos	AA+	Socio Responsable	Alejandro Sierra M.
Otros Instrumentos	No hay	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Tendencia	En Observación	Analista	Carolina Mena R.
Estados Financieros Base	Marzo 2008	Teléfono	56 – 2 – 204 73 15
		Fax	56 – 2 – 223 49 37
		Correo Electrónico	ratings@humphreys.cl
		Sitio Web	www.humphreys.cl
		Tipo de Reseña	Cambio de Clasificación

Características de los Bonos con cargo a la Línea

Series	Subseries	Valor par a mayo 08 (MM\$)	Tasa Interés (%)	Periodo Capitalización	Corte (UF)	Fecha vencimiento
A	A1	328.673	5,3%	Semestral	10.000	Dic 2028
	A2	10	5,3%	Semestral	500	Dic 2028

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

Balance General

M\$ Marzo 2008	Mar-07	Mar-08	Var.(%)
Activo Circulante	52.941.181	49.258.114	-7,0%
Activo Fijo	351.904.492	350.730.443	-0,3%
Otros Activos	30.089.865	39.600.442	31,6%
Total Activos	434.935.537	439.588.999	1,1%
Pasivos Circulante	13.418.546	12.213.086	-9,0%
Pasivo Largo Plazo	363.241.205	366.496.110	0,9%
Patrimonio	58.275.786	60.879.803	4,5%
Total Pasivos	434.935.537	439.588.999	1,1%

Estado de Resultados

M\$ Marzo 2008	2007*	2008*	Var.(%)
Ingresos de Explotación	20.957.769	26.899.739	28,4%
Costos de Explotación	8.107.183	9.678.209	19,4%
Gastos de Administración	9.915.266	5.843.248	-41,1%
Resultados de Explotación	2.935.320	11.378.282	287,6%
Gastos Financieros	4.835.264	7.241.099	49,8%
Resultado del Ejercicio	-40.138	2.619.253	6625,7%
Depreciación del Ejercicio	4.043.907	3.323.925	-17,8%
Ebitda	7.057.364	17.017.385	141,1%

* Corresponde a la suma de los últimos cuatro trimestres a marzo del año correspondiente (año móvil).

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.

La clasificación de los bonos se fundamenta en el hecho que el pago de los títulos de deuda cuenta con la garantía financiera de MBIA Insurance Corporation, compañía de seguros norteamericana que tiene experiencia en este tipo de operaciones.

La cobertura de la garantía otorgada por MBIA Insurance Corporation, considera el pago de los intereses y la amortización de la deuda en caso de incumplimiento parcial o total del emisor, mediante un mecanismo operativo simple y no sujeto a ningún tipo de condicionamiento. En la práctica, si el banco pagador no recibiere con la debida antelación los fondos para el pago de los cupones de los bonos, éste deberá notificar tal situación al garante, el cual deberá aportar los recursos faltantes para el pago del bono en la fecha estipulada.

El cambio de clasificación de los bonos, desde *Categoría AAA* a *Categoría AA+*, es consecuencia directa del debilitamiento de la garantía asociada a los títulos de deuda. En efecto, el 19 de junio del año en curso, **Moody's Investors Service** ha anunciado la reducción en la clasificación de la fortaleza financiera de MBIA Insurance Corporation (MBIA), entidad garante de los bonos emitidos por **Vespucio Norte Express**. La clasificación de la aseguradora se modificó desde "*Categoría Aaa*" a "*Categoría A2*" (ambas en escala global), quedando la perspectiva de la clasificación como "*Negativa*".

Dada la nueva categoría de riesgo de MBIA en escala global, la solidez financiera de la entidad aseguradora disminuye dentro del contexto nacional por cuanto su clasificación en escala global es más baja que la "*Categoría A1*", calificación que actualmente ostenta el Gobierno de Chile para sus obligaciones en moneda local (escala global).

La tendencia de la clasificación de los títulos se ha ratificado En *Observación con Implicancias Negativas* en atención a la perspectiva Negativa de la clasificación de solvencia del garante.

Sin perjuicio 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 grado de inversión). Ello, en consideración a las características de los pasivos y de los flujos netos proyectados.

En general, las fortalezas de **Vespucio Norte Express** se basan en las expectativas de crecimiento del tráfico, tanto debido al crecimiento urbano natural en el sector como por la conectividad que provee con diversos puntos de importancia, como el aeropuerto internacional de Santiago, centros comerciales y las principales autopistas inter-urbanas en dirección al norte, hacia la costa y la ruta internacional hacia Argentina. Asimismo, se espera un impacto importante en los flujos del emisor como consecuencia de la pronta entrada en operación del Túnel San Cristobal y, más en el mediano plazo, de la concesión de Vespucio Oriente.

Adicionalmente, como elementos positivos, se considera la utilización del sistema *Free Flow* para el cobro de 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.

Con todo, no se puede desconocer que el flujo vehicular se ve afectado negativamente en períodos de bajo crecimiento económico.

Resultados Recientes

Según datos a marzo de 2008, el Ingreso de Explotación y Resultado de Explotación de la concesionaria ascendieron a M\$ 7.267.963 y M\$ 3.274.640 con un crecimiento real de 28,72% y 103,13%, respectivamente, en relación con igual fecha del año 2007. La utilidad neta de la sociedad a marzo de 2008 alcanzó los M\$ 1.195.693.

Los pasivos financieros totales ascienden a M\$ 373.500.813. Al 31 de mayo de 2008, la sociedad emisora mantiene vigente su serie A de bonos cuyo valor par total asciende a M\$ 328.683.143.

Definición Categorías de Riesgo

Categoría AA

Instrumentos que cuentan con una muy 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.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Perspectivas de la Clasificación

En Observación

Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Anexo IV
Informe Anual (Abril de 2008)
Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A.
Abril 2008

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Línea de Bonos	AAA	Socio Responsable	Alejandro Sierra M.
Otros Instrumentos	No hay	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Tendencia	En Observación con Implicancias Negativas	Analista	Carolina Mena R.
Estados Financieros Base		Teléfono	56 – 2 – 204 73 15
	Diciembre 2007	Fax	56 – 2 – 223 49 37
		Correo Electrónico	ratings@humphreys.cl
		Sitio Web	www.humphreys.cl
		Tipo de Reseña	Informe Anual

Características de los Bonos con cargo a la Línea

<i>Series</i>	<i>Subseries</i>	<i>Valor par a dic. 07(M\$)</i>	<i>Tasa Interés (%)</i>	<i>Periodo Capitalización</i>	<i>Corte (UF)</i>	<i>Fecha vencimiento</i>
A	A1	314.646.943	5,3%	Semestral	10.000	Dic 2028
	A2	9.833	5,3%	Semestral	500	Dic 2028

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

Balance General

MS diciembre de 2007	2003	2004	2005	2006	2007	Var. 07/06
Activo Circulante	30.091.000	145.538.557	56.523.913	49.513.358	46.269.595	-6,55%
Activo Fijo	66.399.659	225.099.865	363.807.915	349.670.273	348.694.221	-0,28%
Otros Activos	10.438.781	21.422.078	1.941.211	25.785.786	35.191.183	36,48%
Total Activos	106.929.440	392.060.500	422.273.039	424.969.417	430.154.999	1,22%
Pasivo Circulante	73.477.908	25.166.771	21.817.898	9.581.008	9.002.162	-6,04%
Pasivo Largo Plazo	780.251	315.024.230	348.597.559	359.369.884	361.942.410	0,72%
Patrimonio	32.671.282	51.869.499	51.857.583	56.018.524	59.210.427	5,70%
Total Pasivos	106.929.440	392.060.500	422.273.039	424.969.417	430.154.999	1,22%

Estado de Resultados

MS diciembre de 2007	2003	2004	2005	2006	2007	Var. 07/06
Ingresos de Explotación	0	0	0	24.033.521	25.069.893	4%
Costos de Explotación	0	0	0	9.646.825	9.068.749	-6%
Gastos de Administración	0	0	0	9.992.423	6.365.327	-36%
Resultados de Exp.	0	0	0	4.394.273	9.635.817	119%
Ingresos Financieros	0	0	0	12.319.563	3.786.819	-69%
Gastos Financieros	0	0	0	8.479.043	6.521.065	-23%
Resultado Fuera de Exp.	0	0	0	2.544.688	-6.059.068	-338%
Resultado del Ejercicio	0	0	0	4.172.587	3.211.169	-23%
Dep. Ej. y Amort. Intang.	0	0	0	3.895.345	5.074.512	30%

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.

La clasificación de los bonos se fundamenta en el hecho que los pagos de los títulos de deuda cuentan con la garantía financiera, de carácter incondicional e irrevocable, de MBIA Insurance Corporation (“MBIA”), entidad clasificada en “*Categoría Aaa*” por **Moody’s Investors Service**.

En concordancia con lo anterior, la perspectiva de la categoría del bono local ha sido calificada “**En Observación con Implicancias Negativas**”², debido a que si bien el 26 de febrero del año en curso, **Moody’s Investors Service** ratificó la clasificación de MBIA Insurance Corporation en “*Aaa*”³, cambió su *Outlook* a “Negativo”.

La cobertura de la garantía otorgada por MBIA Insurance Corporation (“MBIA”), considera el pago de los intereses y amortización de la deuda en caso de incumplimiento parcial o total del emisor en forma incondicional e irrevocable, mediante un mecanismo operativo simple y no sujeto a ningún tipo de condicionamiento. En la práctica y descrito sucintamente, si el banco pagador no recibiere con la debida antelación los fondos para el pago de los cupones de los bonos, éste deberá notificar tal situación al garante, el cual deberá aportar los recursos faltantes para el pago del bono en la fecha estipulada.

Sin perjuicio de lo expuesto en los párrafos anteriores, las características propias de la concesión otorgan al emisor la fortaleza financiera necesaria para que los títulos de deuda, por si solos, cuenten con una capacidad de pago adecuada en relación con la obligación asumida. Ello, en consideración a las características de los pasivos y de los flujos netos proyectados, estos últimos 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.

En general, las fortalezas de **Vespucio Norte Express** se basan en las expectativas de crecimiento del tráfico, tanto debido al crecimiento urbano natural en el sector como por la conectividad que provee con diversos puntos de importancia, como el aeropuerto internacional de Santiago, centros comerciales y las principales autopistas inter-urbanas en dirección al norte, hacia la costa y la ruta internacional hacia Argentina. Asimismo, se espera un impacto importante en los flujos del emisor como consecuencia de la pronta entrada en operación del Túnel San Cristobal y, más en el mediano plazo, de la concesión de Vespucio Oriente.

Adicionalmente, como elementos positivos, se considera la utilización del sistema *Free Flow* para el cobro de 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.

A futuro, la clasificación de riesgo del emisor se mantendrá en la medida que se mantenga la actual clasificación de riesgo del asegurador.

² Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

³ El 17 de enero de 2008, **Moody’s Investors Service** anunció que revisaría la clasificación de MBIA Insurance Corporation para una posible baja de su fortaleza financiera. Sin embargo, el 26 de febrero del año en curso, **Moody’s Investors Service** ha ratificado la clasificación de MBIA Insurance Corporation en “*Aaa*” debido a los esfuerzos llevados a cabo por MBIA por fortalecer su posición de capital a raíz de su exposición problemática en hipotecas y CDO relacionados a hipotecas. También se tomó en cuenta los cambios implementados por la compañía por reducir la volatilidad asociada con su portafolio asegurado.

Definición Categorías de Riesgo

Categoría AAA

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.

Resultados Recientes

De acuerdo a la información publicada en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), durante 2007, segundo año de operación, la empresa generó ingresos de explotación por MM\$ 25.069 (aproximadamente 50 millones de dólares).

El costo de explotación de la compañía ascendió a MM\$ 9.069, representando el 36,17% de los ingresos. Los gastos de administración y ventas alcanzaron a MM\$ 6.365, lo que representó el 25,39% de los ingresos de explotación.

El resultado operacional del período ascendió a MM\$ 9.636. Finalmente, el resultado del ejercicio para el período correspondió a una utilidad de MM\$ 3.211.

Al 31 de diciembre de 2007, la cuenta “Otros Activos” ascendía a MM\$ 35.191, habiendo tenido un aumento real de 36,48% respecto al año anterior. Esto es debido a la activación de los intereses devengados por los bonos y la deuda subordinada, para ser amortizados en correlación con el flujo de ingresos durante todo el período de concesión.

Al 31 de diciembre de 2007, el patrimonio de la sociedad asciende a MM\$ 59.210, habiendo tenido un aumento real de 5,70% respecto al año anterior, correspondiente a la utilidad del ejercicio 2007.

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.

La Sociedad, ha recibido la confirmación, con fecha 31 de diciembre de 2007, del otorgamiento del denominado “*Completion*”, con lo cuál la entidad aseguradora “MBIA” certifica que la Sociedad ha cumplido con todas las condiciones exigidas para considerar terminada la construcción del proyecto dentro de los plazos y condiciones estipulados en los Contratos de Financiamiento.

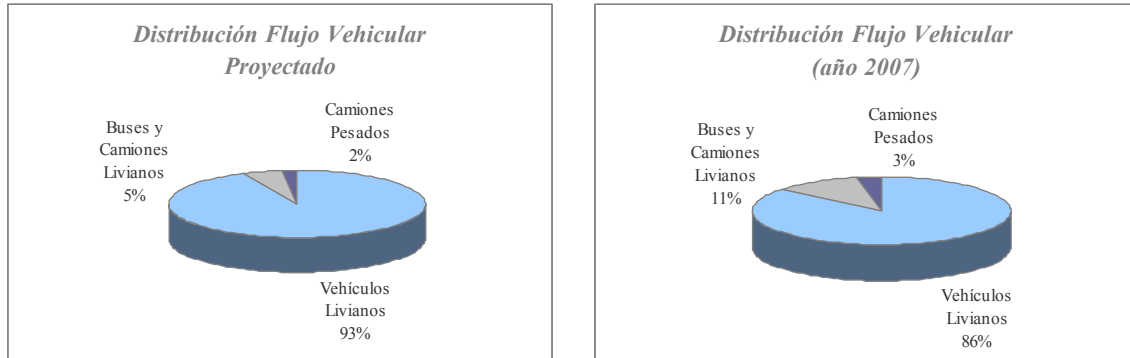
El plazo de la concesión es por un período de 360 meses (30 años) contado desde la fecha de la firma del Decreto entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para abril de 2033.

Durante el año 2007 se finalizaron las obras relativas al Convenio Complementario N°1 por UF 3 millones, y se dio inicio a obras por el Convenio Complementario N°2 por un monto de hasta UF 669 mil por cambios de servicios adicionales.

Características del 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. A continuación se presenta gráficamente la estimación de la distribución del flujo de vehículos y la distribución real del año 2007:



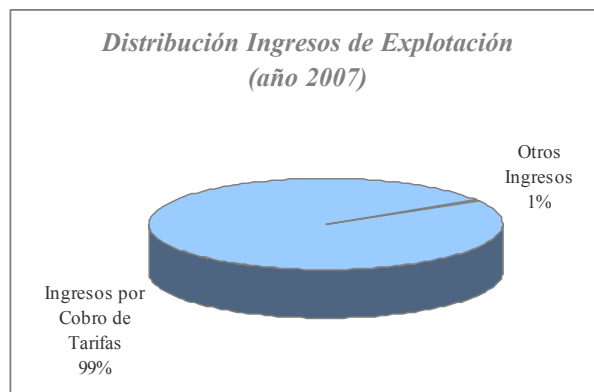
Para establecer el modelo financiero para las proyecciones del flujo vehicular, se usó el modelo de transporte ESTRAUS (modelo de tráfico oficial para ciudad) y la base de datos existente en la materia. Además, se realizaron ajustes al modelo con el objeto de adaptarlo a las condiciones de la concesión.

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, con sucursales en distintas parte del mundo y 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 se llamó "Nuevo Caso Base – diciembre 2007". Los principales cambios con respecto al estudio de tráfico original son:

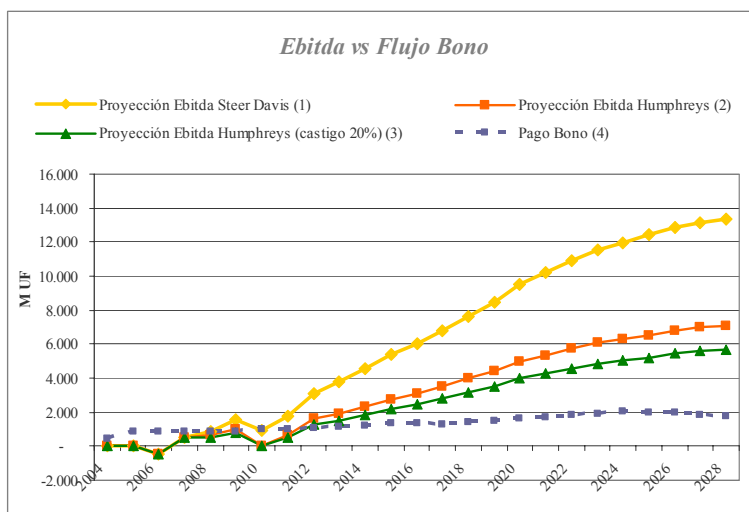
- 1) Se actualizó la interconexión urbana con datos de tráfico reales de compañías concesionarias urbanas,
- 2) Inclusión de nuevos proyectos urbanos (Vespucio Oriente y Túnel San Cristóbal),
- 3) Inclusión del periodo de *ramp-up* en el proceso de cálculo.

Del total de ingresos de explotación, MM\$ 24.897 (99,3%) corresponden a ingresos de peaje y MM\$ 173 (0,7%) a otros ingresos.



Proyecciones de EBITDA v/s Pago de Bonos

De acuerdo a las distintas proyecciones que se grafican más adelante, el Ebitda generado por la concesionaria Vespucio Norte Express, a partir del año 2012 sería más que suficiente para cubrir las obligaciones de la emisión. Para los períodos anteriores al año 2012, 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 cuales 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 2008 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 2007”. Las tasas de crecimiento de los Ingresos del nuevo escenario base, entre los años 2008 – 2011 se castigan en 50%, para los años 2012 – 2013 se castigan en 25%, para los años 2014 – 2020 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) ⁴	76.747.822
Valor Actual Ebitda Humphreys (UF) ⁵	39.790.176
Valor Actual Ebitda Humphreys (castigo 20%) (UF) ⁶	31.832.141
Valor Par (UF) ⁷	16.094.350
Indice Cobertura Global ⁸	4,77
Indice Cobertura Global ⁹	2,47
Indice Cobertura Global ¹⁰	1,98

⁴ Éste se calcula descontando (1) por la tasa de emisión del bono.

⁵ Éste se calcula descontando (2) por la tasa de emisión del bono.

⁶ Éste se calcula descontando (3) por la tasa de emisión del bono.

⁷ Éste involucra todo el capital e intereses que falta por pagar a diciembre de 2007.

⁸ Calculado como el Valor Actual de (1) sobre el Valor Par del Bono.

⁹ Calculado como el Valor Actual de (2) sobre el Valor Par del Bono.

¹⁰ Calculado como el Valor Actual de (3) sobre el Valor Par del Bono.

Patrocinadores del Proyecto

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 2007;

Accionistas	Porcentaje Propiedad
Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A.	
<i>Taurus Holdings Chile S.A.</i>	46,48%
<i>Hochtief PPP Solutions Chile Ltda.</i>	25,45%
<i>Inversiones de Infraestructura S.A.</i>	20,00%
<i>Compañía Española de Financiación del Desarrollo (Cofides)</i>	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 y 30 años en el mercado internacional, con 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, que es un 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.

Empresas Garantes: 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.

MBIA Insurance Corporation

MBIA Insurance Corporation es filial de MBIA Inc. (empresa que transa en bolsa) y ha sido clasificada por *Moody's Investors Service* en categoría Aaa en escala internacional.

La compañía tiene como objetivo garantizar el pago de las obligaciones financieras contraídas por terceros y, con ello, permitir un mejoramiento en la capacidad crediticia de los deudores asegurados.

Las líneas de negocios de la empresa están orientadas a garantizar bonos securitizados, finanzas públicas y proyectos de inversión.

Las fortalezas de la sociedad, al margen de contar con un grupo de profesionales con amplia experiencia en la industria, descansan no sólo en el respaldo de su matriz, MBIA Inc., clasificada en Aa3¹¹, sino también en el valor de su “*franquicia*”, su portafolio de seguros altamente diversificados y de bajo riesgo, y su alta capacidad de pago.

Sin perjuicio de lo anterior, la clasificación del garante ha sido puesta en Outlook Negativo, como consecuencia de las implicancias que pudiera tener la crisis denominada “*subprime*” sobre la fortaleza financiera de la compañía aseguradora.

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.

¹¹ El 9 de enero de 2008 *Moody's Investors Service* bajó la clasificación de la deuda senior no garantizada (senior unsecured ratings) de la matriz MBIA Inc. en un notch desde Aa2 a Aa3.

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 de 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 de 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 solo 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.

“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 Bancos e Instituciones Financieras 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”.

