

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.
Agosto 2008

Categoría de Riesgo y Contacto¹			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos Serie A - B	AAA	Socio Responsable	Alejandro Sierra M.
Otros Instrumentos	No hay	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Tendencia	En Observación	Analista	Carolina Mena R.
<i>Estados Financieros Base</i>	Junio de 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	Informe Anual

Características Bono							
<i>Series</i>	<i>Valor Nominal (Serie UF)</i>	<i>Valor Par (UF) al 30/06/2008</i>	<i>Nº Títulos</i>	<i>Valor Nominal (Título UF)</i>	<i>Tasa de Interés (%)</i>	<i>Pago de Intereses y Amortización</i>	<i>Fecha Vencimiento</i>
A	1.900.000	1.901.499				<i>Semestral.</i>	
<i>A1</i>	<i>340.000</i>	<i>340.268</i>	<i>340</i>	<i>1.000</i>	<i>5,00%</i>	<i>Pago de intereses a</i>	<i>30-06-2016</i>
<i>A2</i>	<i>1.560.000</i>	<i>1.561.231</i>	<i>312</i>	<i>5.000</i>	<i>5,00%</i>	<i>partir de junio</i>	<i>30-06-2016</i>
B	7.600.000	8.054.543				<i>de 2005 y</i>	
<i>B1</i>	<i>700.000</i>	<i>741.866</i>	<i>700</i>	<i>1.000</i>	<i>5,50%</i>	<i>capital desde</i>	<i>30-12-2024</i>
<i>B2</i>	<i>6.900.000</i>	<i>7.312.677</i>	<i>690</i>	<i>10.000</i>	<i>5,50%</i>	<i>junio de 2006.</i>	<i>30-12-2024</i>

Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N° 360 con fecha 12 de noviembre de 2003
 Fecha de Colocación 11 de diciembre de 2003

Estadísticas de Operación				
MMS\$ junio de 2008	2006*	2007*	2008*	Var.(%)
Ingresos de Explotación	31.526	38.432	43.069	12%
Costos de Explotación	-12.662	-14.084	-15.524	-10%
Gastos de Apoyo Operacional	-4.856	-5.339	-4.988	7%
Resultado de Explotación	14.008	19.009	22.557	19%
Gastos Financieros	-14.635	-20.003	-20.082	0%
Resultado Neto	-3.777	1.914	385	-80%

* Las cifras equivalen a la suma de los datos de los últimos 4 trimestres (año móvil) a junio de cada año

Otras Estadísticas de Operación				
Cifras en Miles de Pesos de junio de 2008	Jun-06	Jun-07	Jun-08	Var.(%)
Activo Circulante	27.526	44.911	65.226	41%
Activo Fijo	235.756	223.911	217.310	-3%
Otros Activos	180.864	190.365	161.519	-15%
Total Activos	444.146	459.187	444.056	-3%
Pasivo Circulante	26.373	33.138	24.305	-27%
Pasivo Largo Plazo	360.947	367.259	360.644	-2%
Patrimonio	56.826	58.789	59.106	1%
Total Pasivos	444.146	459.187	444.056	-3%

Opinión

Fundamento de la Clasificación

La Concesión Internacional Sistema Oriente – Poniente, en adelante *Autopista Costanera Norte*, es una concesión otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP) que contempla dos ejes viales (Costanera Norte, Av. Pdte. Kennedy), los que totalizan 42,3 Km con vías de alta velocidad. El comienzo de sus operaciones, para los tramos habilitados, fue el 12 de abril de 2005.

La clasificación de los bonos se fundamenta en el hecho que el pago de los títulos de deuda cuenta con la garantía financiera del Banco Interamericano de Desarrollo y de Ambac Assurance Corporation, el primero clasificado en “*Categoría Aaa*” y el segundo en “*Categoría Aa3*” por *Moody’s Investors Service*. La tendencia de la clasificación se estima “*En Observación con Implicancias Negativas*”, en atención a la perspectiva Negativa de la clasificación de solvencia de Ambac Assurance Corporation². Por su parte, el BID mantiene una clasificación de *Aaa* con tendencia “*Estable*”.

Desde el momento de la suscripción de la póliza de seguro la operación financiera está asegurada en forma incondicional e irrevocable, con una participación de 85% de Ambac Assurance Corporation (co-garante) y 15% del Banco Interamericano de Desarrollo (garante), con un monto máximo a garantizar este último de US\$75 millones.

La cobertura de la garantía otorgada por el Banco Interamericano de Desarrollo y Ambac Assurance Corporation, incluye el pago de los intereses y amortización de la deuda en caso de incumplimiento parcial o total del emisor Ello, 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 de tal situación a los garantes, los cuales deberán aportar los recursos faltantes para el pago del bono en la fecha estipulada.

Sin perjuicio de la garantía, 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. Asimismo, los resultados obtenidos por la sociedad en sus inicios son consistentes con las proyecciones tenidas en consideración en la etapa de ejecución de la autopista.

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.

² El 19 de junio de este año, *Moody’s Investors Service* anunció la reducción en la clasificación de la fortaleza financiera de Ambac Assurance Corporation (Ambac), entidad garante de los bonos emitidos por **Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.** La clasificación de la aseguradora garante se modificó desde “*Categoría Aaa*” a “*Categoría Aa3*” (ambas en escala global) quedando la perspectiva de la clasificación como “*Negativa*”.

Dada la nueva categoría de riesgo de Ambac, la solidez financiera de la entidad aseguradora no disminuye dentro del contexto nacional por cuanto su clasificación en escala global es más alta que la “*Categoría A1*”, calificación que actualmente ostenta el Gobierno de Chile para sus obligaciones en moneda local (escala global).

Resultados Recientes

De acuerdo a la última información disponible, durante el primer semestre de 2008, la empresa generó ingresos de explotación por MM\$21.750, lo que representa un incremento de 3,66% respecto al mismo período del año anterior.

En el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de MM\$7.405, lo que significó un aumento de 4,88% respecto del primer semestre del año 2007.

Los gastos de administración y ventas, a junio del presente año, sumaron un total de MM\$2.789, lo que representó un aumento de 10,80% respecto de igual período del año anterior.

Dado lo anterior, el resultado operacional ascendió a MM\$11.556, lo que significó un aumento de 1,32% respecto del resultado que hubo a junio de 2007.

El resultado final del primer semestre del año actual sumó una utilidad de MM\$ 159, lo que representa una disminución de 89,98% respecto del resultado que hubo a junio de 2007.

Definición Categoría 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.

Características de la Concesión

La Concesión tiene por objeto la construcción, mejoramiento, reparación, conservación, ampliación, remodelación, mantenimiento, administración y explotación de la Obra Pública por peaje de la red urbana de la Región Metropolitana de la República de Chile, denominada Sistema Oriente – Poniente (Costanera Norte y Avenida Kennedy).

La concesión vial está constituida por los siguientes dos ejes viales:

- Costanera Norte: longitud de 34,9 Km; recorre la ciudad de Oriente a Poniente por la rivera norte del Río Mapocho; atraviesa once comunas, entre el Puente La Dehesa en la Comuna de Lo Barnechea, y Américo Vespucio en la Comuna de Pudahuel. Además, conecta la avenida Américo Vespucio con la Ruta 68, la cual a su vez conecta Santiago con Valparaíso y Viña del Mar.
- Avda. Presidente Kennedy: longitud aproximada de 7,4 Km; divide las comunas de Las Condes y Vitacura en el sector Oriente, entre Estoril (altura Puente Tabancura) y Puente Lo Saldes.

El plazo de la concesión es por un período de 30 años (360 meses) contado desde el 1° de julio de 2003, finalizando la misma el 30 de junio de 2033.

El decreto supremo de adjudicación de la concesión fue publicado en febrero de 2000. En la actualidad está en operación la totalidad de la autopista.

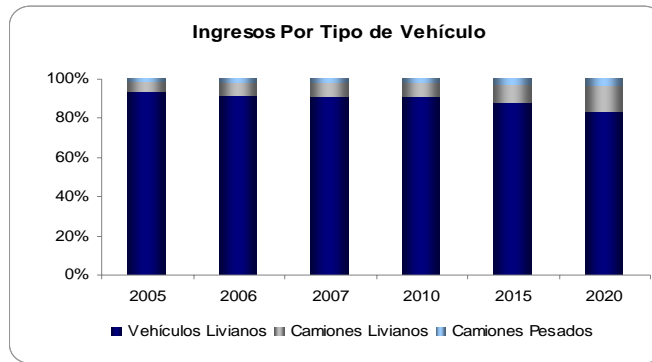
Dos de las características más innovadoras del proyecto son la construcción de parte de la carretera bajo el lecho del Río Mapocho y el Sistema de Cobro Electrónico de Peaje.

Características de los Ingresos por Flujo Vehicular

Los flujos de la concesión provienen, principalmente, por el tráfico de vehículos livianos y, en segunda instancia, por la circulación de vehículos pesados. El tráfico en general se plantea con patrones bien definidos:

- Este-Sur: viajes de nexos entre sector residencial y comercial en el este con la zona de actividad comercial e industrias en el sector centro y sur de la ciudad. Además, conecta con el aeropuerto internacional y rutas hacia la V Región en el oeste.
- Mix de viajes de corta distancia locales.

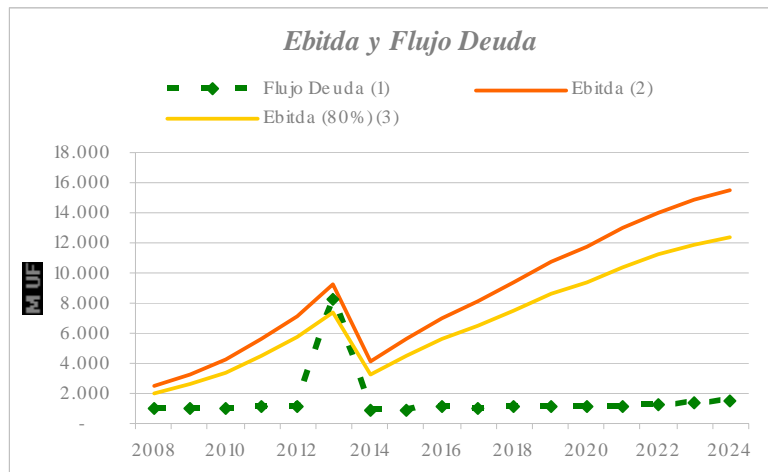
En el siguiente gráfico se puede observar las proyecciones del flujo vehicular desglosado por tipo de vehículo, en donde los principales ingresos, alrededor de un 90%, vienen dado por el flujo de los vehículos livianos.



Fuente: Traffic and revenue projections for the Concesión Sistema Oriente Poniente in Santiago, Steer Davies Gleave

Proyecciones de EBITDA v/s Pago de Bonos

Como se aprecia, de acuerdo a las proyecciones de Saldo de Caja Disponible basadas en estudios de tráfico; después del pago de la deuda relacionada el año 2013, existe un alto nivel de holgura para el pago del bono. Tanto los pagos de intereses semestrales como de capital al vencimiento el año 2013 correspondientes a la deuda relacionada con los sponsors, podrán ser exigibles por éstos, siempre y cuando se cumplan una serie de restricciones. De lo contrario, el calendario de pagos de ésta se flexibiliza en la medida que tales condiciones se cumplan.



- (1): El flujo de la deuda incluye los pagos del bono y de la deuda relacionada con los accionistas (bullet con vencimiento el año 2013)
- (2): Corresponde a las proyecciones que hace **Humphreys** en base a los estudios de tráfico. En cada uno de los años anteriores al 2014 se acumula el 100% del exceso de caja del año anterior (Ebitda Acumulado Año Anterior – Pago Deuda Año Anterior) mientras que desde el 2014 en adelante se acumula sólo un 50% en cada año. Para el año 2008, se incluye el saldo de caja disponible al 31 de diciembre de 2007, que incluye Disponible, Depósitos a Plazo, Valores Negociables Netos y Otros Activos Circulantes.
- (3): Corresponde a (2) castigado en 20%.

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

	Costanera Norte
Tasa Promedio Deuda (UF)	5,19%
VP Ebitda (UF) ³	51.570.707
Saldo Insoluto Deuda (UF)	17.069.353
ICG	3,02

³ Se incluye el saldo de caja disponible al 30 de junio de 2008, que incluye Disponible, Depósitos a Plazo, Valores Negociables Netos y Otros Activos Circulantes.

Como se aprecia, de acuerdo a las proyecciones de Ebitda, los flujos futuros de los bonos se pagarían, ya que a junio de 2008, el valor actual del Ebitda (descontado a la tasa promedio de la deuda), es 3,02 veces aproximadamente el saldo insoluto de toda la deuda financiera.

Ingreso Mínimo Garantizado Estatal

El contrato de concesión define un rango de valores donde se aplica la garantía de ingresos mínimos garantizados por el Estado. Si los ingresos observados están por debajo del límite inferior del rango, el MOP (Ministerio de Obras Públicas) pagará al concesionario el diferencial hasta ese límite. Cuando los ingresos reales están por encima del límite superior, el gobierno y la concesionaria compartirán el monto excedido.

Propiedad de la Sociedad

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A., compañía controlada por la Sociedad Autopista do Pacífico S.A., que a su vez es controlada por las sociedades italianas Atlantia Spa. (45%), SIAS (45%) y Mediobanca (10%), adquirió la totalidad de las acciones emitidas por la antigua Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A., lo que llevó a su disolución y a que la actual Sociedad sea su sucesora legal.

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 el **BID** en forma irrevocable e incondicional, en forma previa al acaecimiento de un Evento de Sindicación. A partir de esta fecha la responsabilidad del BID se limitará al 15% de la deuda, correspondiendo la garantía del 85% restante a *Ambac Financial Group Inc.*, la que actuará como co-garante.

La operatividad de la póliza de seguros es relativamente simple. En la práctica, en caso que el banco pagador (Banco Santander Chile) no reciba doce días antes a la fecha de pago un aviso del agente de garantías (Banco Santander Chile), señalando que los fondos necesarios para dar cumplimiento al pago del bono serán transferidos al banco pagador cinco días antes a la fecha de pago, el banco pagador deberá informar al garante de esta situación al día siguiente de producido el hecho, el que deberá aportar los fondos faltantes en la oportunidad más tardía entre las 9 A.M. de la respectiva fecha de pago, o las 11 A.M. del 12° día hábil bancario después de recibido el respectivo aviso de cobro.

La omisión o retardo del banco pagador en enviar el aviso de cobro de la manera señalada, no liberará a los garantes de sus obligaciones de efectuar los pagos establecidos en la garantía.

Las garantías financieras se registrarán e interpretarán de conformidad con las leyes del Estado de Nueva York, Estados Unidos de Norteamérica. Cualquier conflicto en virtud de la interpretación de las garantías financieras se someterá a un tribunal con jurisdicción sobre el garante respectivo.

Ambac Assurance Corporation (AAC)

Ambac Assurance Corporation (AAC) es una compañía de seguros de garantías financieras con sede en Wisconsin, clasificada por nuestro socio *Moody's Investors Service* en "Aa3"⁴. Actualmente, ofrece sus servicios a emisores de los mercados de financiamiento municipal y estructurado, dentro y fuera de los Estados Unidos.

La alta clasificación, asignada por Moody's a la fortaleza financiera de AAC, se basa en su liderazgo como proveedor de seguros de garantías financieras; su fuerte nivel de capitalización e ingresos predecibles; riesgos y estrategias de negocios altamente transparentes.

Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

El *Banco Interamericano de Desarrollo* fue fundado en 1959 con el objeto de apoyar el financiamiento de programas y proyectos de desarrollo económico y social en América Latina y el Caribe, ya sea por medio de instituciones públicas o privadas. Los países miembros son 46, conformados por 26 países latinoamericanos, Canadá, Estados Unidos, 16 países europeos, Israel y Japón.

Moody's Investors Service ha clasificado en "AAA" las obligaciones del BID, atendiendo principalmente a la existencia de una estructura de capital conservadora, fuerte compromiso de los accionistas no regionales, a la clasificación de riesgo de su principal accionista (Estados Unidos), a una política de crédito diversificada y a una capacidad de gestión eficiente.

"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".

⁴ El 19 de junio de este año, *Moody's Investors Service* anunció la reducción en la clasificación de la fortaleza financiera de Ambac Assurance Corporation (Ambac), entidad garante de los bonos emitidos por **Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.** La clasificación de la aseguradora garante se modificó desde "*Categoría Aaa*" a "*Categoría Aa3*" (ambas en escala global) quedando la perspectiva de la clasificación como "*Negativa*".

Dada la nueva categoría de riesgo de Ambac, la solidez financiera de la entidad aseguradora no disminuye dentro del contexto nacional por cuanto su clasificación en escala global es más alta que la "*Categoría A1*", calificación que actualmente ostenta el Gobierno de Chile para sus obligaciones en moneda local (escala global).