

**BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO
 NO. 3-034 COVIANDES**

BRC INVESTOR SERVICES S.A. SCV	REVISIÓN PERIÓDICA
Monto de la Emisión: \$80.000 Millones	AAA (Triple A)
Millones de pesos a 30/04/2010 Activos totales: \$600.148; Pasivo: \$479.008; Patrimonio: \$121.140; Utilidad Operacional: \$43.635; Utilidad Neta: \$30.315	Historia de la calificación: Revisión Periódica: 07/2009 AAA Revisión Extraordinaria: 12/2008 AAA Revisión Periódica: 07/2008 AAA CWD (CreditWatch en Desarrollo) Calificación Inicial: 01/2007 AAA

La información financiera incluida en este reporte está basada en los Estados Financieros consolidados de Concesionaria Vial de los Andes S.A. a diciembre de 2006, 2007, 2008 y 2009 así como a abril del 2009 y 2010. También en la información financiera del Patrimonio Autónomo No. 3-034 Coviandes y el Adicional No. 1 al Contrato de Concesión No. 444 de 1994 Carretera Bogotá-Villavicencio Proyecto Doble Calzada.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Títulos:	Bonos Ordinarios
Emisor:	Patrimonio Autónomo No. 3-034 – COVIANDES
Monto:	Serie A5: \$18.550.000.000 – Serie A7: \$29.150.000.000
Plazos:	Serie A5: 5 años – Serie A7: 7 años
Pago de Capital:	Al vencimiento de cada sub-serie Serie A5: julio 2012 y Serie A7: julio 2014
Intereses:	Serie A5: IPC + 5,5% EA - Serie A7: IPC + 5,7% EA
Periodicidad pago de intereses:	Trimestre vencido (enero, abril, julio, octubre)
Administrador:	Depósito Centralizado de Valores
Agente de Manejo:	Fiduciaria de Occidente S.A.
Agente Estructurador:	Corficolombiana S.A.
Agente Colocador:	Corficolombiana S.A.

1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en **revisión periódica** mantuvo la calificación **AAA** a los **Bonos Ordinarios Patrimonio Autónomo No. 3-034 Coviandes**.

La calificación se fundamenta en el satisfactorio desempeño operacional y financiero que históricamente ha evidenciado Coviandes, el cual ha sido producto de la evolución positiva del tráfico en la vía y la capacidad técnica y operativa del concesionario.

Adicional a lo anterior, la decisión de calificación ponderó favorablemente la estructura legal que

soporta la emisión, así como la solidez financiera y la alta capacidad de generación de caja, aún bajo escenarios de estrés. Estas fortalezas le permitirían a Coviandes mantener una adecuada capacidad de pago de sus obligaciones frente a la migración del esquema del contrato de concesión de primera a tercera generación¹, por la construcción de la doble calzada Bogotá-Villavicencio.

¹ Para mayor detalle de la explicación, remítase al documento de calificación inicial Bonos Ordinarios Patrimonio Autónomo No. 3-034 Coviandes. Página 4 de 14, 2007/01/26.

Teniendo en cuenta lo anterior, adquiere relevancia explicar resumidamente las razones por las cuales se presentó el citado cambio en el contrato de concesión:

A raíz de la definición de la Política Nacional de Competitividad y Productividad², el Gobierno estableció 15 planes de acción, dentro de los que se identificó el desarrollo permanente de la infraestructura de transporte y la logística como una de las estrategias para fortalecer los corredores de comercio exterior y la consolidación de una red de transporte articulada y eficiente.

Bajo esta directriz, el proyecto vial Bogotá-Villavicencio fue declarado³ como de importancia estratégica nacional y a partir de ese momento varias instancias de orden nacional⁴ en asocio con el concesionario aunaron esfuerzos para promover el mejoramiento de la actual vía.

Fue así como el 22 de enero de 2010, Coviandes y el INCO suscribieron el Adicional No.1 al contrato de concesión⁵ de la carretera Bogotá-Villavicencio con el fin de adicionar el alcance del objeto del contrato con las siguientes actividades y obras: (i) la construcción, operación y mantenimiento de 45.5 Km de nueva calzada, ubicada en el tercio medio de la carretera Bogotá - Villavicencio sector el Tablón - Chirajara, (ii) la construcción, operación y mantenimiento de obras faltantes a cargo del INVIAS hoy el INCO dentro del corredor actual, (iii) la construcción, operación y mantenimiento de obras necesarias en el sector de Puente Quetame - Caño Seco, como consecuencia del sismo ocurrido el día 24 de mayo de 2008, y (iv) el mejoramiento de la carretera antigua de acceso a Villavicencio (Pipiral - Villavicencio por el sitio denominado El Mirador; por un valor máximo estimado de la inversión de \$1.835.328 millones de pesos de diciembre de 2008.

Conforme a los lineamientos establecidos por el CONPES⁶ y dada la envergadura de las inversiones a realizar, el contrato de concesión migró de un esquema con Ingreso Mínimo Garantizado (IMG) a un esquema de ingreso real con plazo variable, que dependerá del término en el que

el concesionario alcance un ingreso real por la suma de \$1.850.733 millones de pesos de diciembre de 2008. El ingreso real corresponde al valor presente de los ingresos que perciba el Concesionario a partir de enero 1 de 2009 en pesos constantes de diciembre de 2008 descontados a una tasa del 11.33% e. a. en términos reales, que provendrán de dos fuentes a saber: (i) Aportes estatales obligatorios diferentes a los destinados a reducir el plazo de la concesión y (ii) Ingresos de peaje provenientes de los usuarios. El término estimado por el concesionario se alcanzará en agosto de 2023.

Adicionalmente, el concesionario recibirá unos aportes para la reducción de plazo por valor de \$294.864 millones de pesos de diciembre de 2008. De otra parte, el 13 de noviembre de 2009 el INCO y la Gobernación del Meta suscribieron 'un convenio de cooperación, para aunar esfuerzos en la construcción de la segunda calzada "Bogotá - Villavicencio"..."' por lo que los "... aportes en vigencias futuras de la Gobernación del Meta, se incorporarán al presupuesto Nacional..."⁸

Para la ejecución de estas nuevas obras adicionadas al proyecto, Coviandes requerirá de fuentes alternas de financiación por lo que el concesionario contratará, con varios establecimientos de crédito, un crédito sindicado por \$520.000 millones.

Debido a que la administración de estos nuevos recursos (los aportes de la Nación, del Departamento del Meta y del crédito sindicado) también se hará mediante el Fideicomiso 3-034 Coviandes, el concesionario preparó una propuesta de modificación⁹ del actual contrato de fiducia y el prospecto de emisión, con el fin de no afectar las condiciones de pago de los Bonos. Estos cambios serán sometidos a aprobación por parte de la asamblea general de tenedores de bonos en los próximos días.

En este sentido, la Fiduciaria de Occidente en su calidad de vocera del Fideicomiso 3-034 Coviandes remitió a BRC un concepto legal el día 17 de junio de 2010, en el que se respondían las inquietudes legales presentadas por parte de BRC sobre la estructura, en relación de la propuesta de modificación al contrato de fiducia y el prospecto de emisión, dentro del cual se destacan los siguientes apartes:

² Documento CONPES 3527 de 23 de junio de 2008.

³ Mediante documento CONPES 3612 de Septiembre 21 de 2009 y 3633 y de Diciembre 21 de 2009.

⁴ Entre estas el CONPES, el CONFIS, el INCO, el Ministerio de Transporte y el Ministerio de Hacienda, el Gobierno Nacional y la Gobernación del Meta.

⁵ Contrato de concesión No. 444 de 1994 carretera Bogotá - Villavicencio.

⁶ CONPES: Consejo Nacional de Política Económica y Social.

⁷ Tomado del documento CONPES 3633 de Diciembre 21 de 2009. Página 4.

⁸ Tomado del documento CONPES 3633 de Diciembre 21 de 2009. Página 6.

⁹ Estos cambios serán explicados detalladamente más adelante en la sección No. 3 del presente documento.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

"En consecuencia, es viable estipular en el contrato de fiducia cláusulas que se orienten a limitar el alcance y extensión de los derechos de los beneficiarios, como es el caso de los tenedores de los Bonos, así como de los demás acreedores.

... Es viable jurídicamente que los acreedores se obliguen a no perseguir los recursos que conformen subcuentas del patrimonio autónomo diferentes de las que respalda sus acreencias y a no adelantar cualquier tipo de reclamación en relación con recursos distintos a éstos, que formen parte del patrimonio autónomo. Dicha obligación, además, no contraviene en manera alguna el artículo 1227 del Código de Comercio"

"... de conformidad con lo previsto en el artículo 1226 del código de comercio, el fideicomitente, es quien determina la finalidad e instruye al fiduciario para que con los bienes del fideicomiso según sus instrucciones se desarrolle el fideicomiso y se entreguen los beneficios en la forma en que este lo indique a cada beneficiario.

Así mismo, de conformidad con lo previsto en el artículo 1302 del Código Civil el contrato es ley para las partes, por tanto si en el acto constitutivo de la fiducia se determina que habrá separación de cuentas y que cada acreedor tendrá su fuente eso es lo que primará.

En el derecho privado el principio de la autonomía de la voluntad permite que las partes estipulen libremente siempre y cuando no se atente contra el orden público y las buenas costumbres."

"Se garantiza con la creación de los fondos FONDO VIGENCIAS FUTURAS REDUCCIÓN DE PLAZO Y FONDO VIGENCIAS FUTURAS APORTES ESTATALES¹⁰ que se establecen en el otrosí al contrato de fiducia objeto de revisión, los cuales disponen claramente las fuentes y los usos y la separación respecto de los demás fondos y subcuentas del fideicomiso, por tanto, no existe subordinación."

Apoyados en este concepto y su análisis se ha concluido que los cambios propuestos permitirán mantener aislados en diferentes Fondos y subcuentas los recursos provenientes del recaudo de los peajes, de los que provendrán de las vigencias futuras tanto la Nación como el Departamento del Meta y de los desembolsos del crédito sindicado. Así mismo, no existirá subordinación de los Bonos al crédito sindicado y viceversa.

De igual forma, los usos de estos Fondos, entendidos como pago de gastos de operación administración y

¹⁰ Fuera del texto original. Incluirá el nombre que definitivamente sea asignado a cualquiera de estos fondos una vez se apruebe la modificación al contrato de fiducia.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

mantenimiento, *Capex*, el servicio de la deuda de los Bonos Ordinarios Coviandes y el servicio de la deuda del crédito sindicado, entre otros, también se encuentran expresamente determinados y separados. Con base en lo anterior, posterior a las modificaciones que se efectuarán en el contrato de fiducia y el prospecto de emisión, se estableció que la prioridad y capacidad de pago de los presentes Bonos no cambiará frente al análisis de pasadas revisiones, razón que se constituye en uno de los fundamentos que sustentan el mantenimiento de la calificación en AAA.

Así mismo, el reglamento del crédito sindicado que se contratará ha incluido una declaración explícita por parte de los acreedores, en la que se precisa que conocen y aceptan que las fuentes de pago de cada tramo del crédito serán única y exclusivamente los Fondos creados para tales efectos y no podrán perseguir los demás bienes fideicomitidos que se encuentran en otros Fondos o subcuentas.

Cabe agregar que el Comité Técnico de BRC determinó que uno de los aspectos que serán tenidos en cuenta para sostenimiento futuro de la calificación es la validación periódica de la adecuada segregación de los ingresos y egresos de los diversos fondos de tal forma que se cumpla permanentemente con la separación establecida.

Para lograr esto la Fiduciaria deberá enviar a la Calificadora un informe trimestral auditado de ingresos y gastos, en el que se certifique que los recursos de cada Fondo están siendo utilizados dentro del alcance establecido para cada uno de los mismos y que los recursos del Fondo General, que sirven como fuente de pago de los Bonos, no están siendo utilizados en pagos relacionados con la doble calzada ni con el servicio de la deuda (Intereses y Capital) del crédito sindicado, excepto si dichos pagos se efectúan con "recursos remanentes"¹¹, aspecto que se encuentra en línea con lo establecido inicialmente en el prospecto. De igual forma, la certificación remitida a la Calificadora por parte del representante legal de Coviandes deberá ser actualizada con una periodicidad semestral.

¹¹ Recursos Remanentes: Para los efectos del contrato de fiducia, entiéndase por recursos remanentes, los flujos de caja positivos mensuales del fideicomiso que se generen durante la etapa de operación, después de realizar La Fiduciaria todos los pagos ordenados a través del Fondo General. El Fideicomitente será beneficiario de los recursos remanentes, salvo en el evento en que existan saldos insolutos vencidos de las deudas adquiridas por el Fideicomitente o por el Fideicomiso, con los acreedores a los cuales el Fideicomiso hubiese garantizado el pago de sus deudas, caso en el cual los acreedores serán los beneficiarios de dichos remanentes hasta por el monto de sus acreencias.

Vale la pena mencionar que por la construcción de la doble calzada Bogotá Villavicencio, el concesionario deberá enfrentar diferentes riesgos entre los que se encuentran los geológicos, de gestión predial y de construcción. Sin embargo, en el Adicional No. 1 se incluyeron diferentes cláusulas en las que se precisa específicamente el alcance de estos riesgos.

En este sentido, la cláusula decima primera definió que los riesgos geológicos respecto de la construcción de túneles, serán asumidos por el INCO, entidad que deberá reconocerle al concesionario las mayores cantidades de obra de acuerdo con lo que certifique la interventoría del contrato, lo cual contribuye con la mitigación de los riesgos geológicos en los que puede incurrir el concesionario.

Aunque los riesgos de construcción serán completamente asumidos por el concesionario el hecho de que Coviandes tenga amplia experiencia en la construcción de obras de gran envergadura y que los diseños tengan visto bueno por parte de la interventoría de los diseños, son factores que favorecen la mitigación de este riesgo.

De la misma manera, la cláusula octava definió que el concesionario llevará a cabo la gestión predial para el desarrollo de las obras, cuyo valor se ha estimado¹² en \$35.695 millones. Sin embargo, cuando el concesionario haya gastado el 100% de ese valor estimado podrá acudir al Fondo de Contingencias de acuerdo con lo contemplado en la Ley 448 de 1998 o llegar a otras instancias en las que el INCO deberá reconocer al concesionario los mayores aportes en que incurra. Esta definición hace un aporte importante para la mitigación de los riesgos relacionados con la gestión predial en la medida en que INCO cumpla oportunamente con lo estipulado en esta cláusula.

Por otra parte, si bien con la migración del contrato de concesión de primera a tercera generación, la garantía del tráfico desaparece, es importante mencionar que el favorable comportamiento que presenta el TPD¹³ de la vía ha conducido a que el concesionario haya alcanzado los ingresos establecidos contractualmente en los últimos dos años, sin necesidad de acudir a las compensaciones por IMG, lo que evidencia la autonomía financiera de Coviandes.

En este sentido, se prevé que en el futuro, incluso sin la existencia de compensaciones por IMG, el

¹² Lo relacionado a la gestión predial se encuentra establecido en el Anexo No. 12 del Adicional No. 1.

¹³ TPD: Tráfico Promedio Diario.

concesionario seguirá manteniendo satisfactorios niveles de ingresos por recaudo de peajes, favorecidos por las tarifas y la positiva evolución de tráfico que presenta la concesión, hechos que contribuyen eficazmente a la mitigación de los riesgos comerciales. Sin embargo, la Calificadora seguirá realizando un monitoreo permanente de la evolución de esta variable.

Pese a la desaceleración económica observada durante el 2009, la adecuada dinámica de crecimiento del TPD condujo a que los ingresos por recaudo de peajes presentaron un incremento de 23,71% entre diciembre de 2008 y 2009, ubicándose en \$135.894 millones. Este comportamiento se explica porque el TPD aumentó 12,61% entre diciembre de 2008 y 2009 debido a que la carretera Bogotá-Villavicencio es una importante vía que comunica el territorio nacional con el departamento del Meta y los Llanos Orientales y por la que circulan no solo gran cantidad de vehículos particulares sino vehículos de carga que transportan productos agrícolas y ganado bovino que abastecen el resto del país. Adicionalmente, el tráfico de la carretera se vio beneficiado en los últimos años por el descubrimiento de yacimientos de petróleo en la región, lo que incentivó notoriamente el tránsito de vehículos pesados que transportan productos petroquímicos.

Aunque el TPD, entre abril de 2009 y 2010, registró un aumento de 1% los ingresos por recaudo de peajes disminuyeron 3,55% debido, especialmente, a la reducción del tráfico de camiones que transportan crudo. Dicho comportamiento está relacionado con la entrada en funcionamiento del oleoducto de los Llanos Orientales, la cual ocasionó marcados decrecimientos del flujo vehicular de carga pesada, lo que generó a su vez un impacto en los ingresos operacionales por ser estas categorías las que pagan una mayor tarifa.

En consistencia con esta dinámica el concesionario proyectó una disminución del TPD agregado en todas las categorías de 7,48% entre diciembre de 2009 y 2010, cuyo impacto será la reducción de los ingresos por peajes en 12,25% en el mismo periodo. Sobre esta proyección cabe anotar que las mediciones del tráfico real evidencian un porcentaje de cumplimiento mayor que lo presupuestado (110,08%) debido a que el decrecimiento del tráfico pesado ha tenido un impacto menor al esperado y porque el TPD de las categorías más pequeñas (I, II y III) continúa registrando crecimientos (promedio 10,32%).

Frente a esta circunstancia, y de acuerdo con el análisis financiero histórico y proyectado de la estructura de

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

ingresos y egresos del concesionario, se ha determinado que la posible disminución del tráfico no afectará la capacidad de pago de los presentes Bonos.

La anterior conclusión, incluso, se encuentra validada en los escenarios de estrés formulados por la Calificadora, en los que se consideró por tres años consecutivos (2010, 2011 y 2012) el peor decrecimiento de tráfico por categorías y se eliminó por completo el tráfico de petroquímicos, y adicionalmente, se asumió que el TPD crecerá el 0% entre el 2013 y el 2014. Los resultados bajo este escenario de tensión indican que la cobertura FCL¹⁴ / servicio de la deuda sería de 4,26X al culminar el 2010 y tendría un promedio de 3,90X con un mínimo de 1,22X en el 2014, niveles que guardan consistencia con la calificación asignada.

Teniendo en cuenta la importancia que reviste para la concesión el recaudo de los peajes, cabe anotar que Coviandes cuenta con una infraestructura eficiente y segura para la recolección de estos recursos. Este sistema funciona en los tres peajes¹⁵ de la vía Bogotá-Villavicencio y se realiza a través de un esquema de recaudo manual, que está apoyado en una plataforma electrónica que realiza una auditoría de pos-clasificación de categorías de los vehículos, identificando diferencias entre lo cobrado en la cabina y lo clasificado por el sistema, también cada carril y caseta de los peajes cuenta con cámaras de video que permiten realizar verificaciones de las transacciones.

De igual forma, de acuerdo con las evaluaciones realizadas por la Interventoría de operación, la vía ha alcanzado índice de estado promedio superior a 4.0 en todas sus evaluaciones, hecho que ha favorecido el incremento de la demanda de tráfico. Así mismo, la Policía Nacional tiene asignados puntos de control sobre la carretera que apoyan los programas de seguridad vial de la concesión, lo que se ha traducido en una mayor confianza de los usuarios lo que a su vez ha beneficiado el crecimiento de tráfico.

Los altos ingresos por recaudo, sumados a la estabilidad en los gastos operacionales influyen en el satisfactorio comportamiento que presenta el Ebitda del concesionario. En efecto, gracias al buen desempeño operacional que presenta Coviandes, el Ebitda aumentó 23,26% entre diciembre de 2008 y 2009 y 64,70% entre abril del 2009 y 2010. Lo anterior junto con la disminución de los gastos financieros, entre otros

¹⁴ Incluye solamente los ingresos por recaudos de peajes de la operación de la vía actual.

¹⁵ Peajes Pipiaral, Puente Quetame y Boquerón.

aspectos, se constituyeron en factores determinantes para el incremento de 47,80% que presentó la utilidad neta entre diciembre de 2008 y 2009 y de 12,68% entre abril de 2009 y 2010.

En el futuro, si bien la construcción de la doble calzada demandará una alta inversión de recursos al igual que un incremento del endeudamiento, se tiene proyectado que los márgenes de rentabilidad de Coviandes se mantendrán en niveles, similares a los observados hasta ahora, generado por los altos ingresos por recaudo de peajes y por los aportes de la Nación y el departamento del Meta.

Bajo este punto de vista, el desempeño financiero de Coviandes dependerá en gran medida del cumplimiento oportuno de los aportes que por vigencias futuras se han comprometido a otorgar tanto la Nación como el Departamento del Meta a través del INCO. Si bien es claro que la fuente pago de los Bonos proviene exclusivamente del recaudo de peajes y que esta se encuentra aislada de las erogaciones en las que se incurrirá por la construcción de la doble calzada, la Calificadora hará un seguimiento de la evolución del proyecto con el propósito de verificar que su desarrollo no afectará la solidez financiera del concesionario para cumplir sus obligaciones con los tenedores de los Bonos.

Debido a los requerimientos de recursos que el concesionario adquirió con la firma del Adicional No. 1 del contrato de concesión, la deuda financiera de Coviandes aumentó 49,12% entre abril de 2009 y 2010. Sin embargo, el buen desempeño evidenciado por el Ebitda permitió que la relación Ebitda sobre deuda financiera pasara de 190% a 210% durante el mismo periodo, lo que refleja la adecuada capacidad operacional del concesionario para afrontar sus obligaciones. Como resultado de la contratación y próximo desembolso del crédito sindicado, la deuda financiera de Coviandes aumentará aproximadamente 380% entre 2009 y 2010 con lo cual se estima que este mismo indicador pasará a 43,10% incluyendo los recursos desembolsados por vigencias futuras.

Por otro lado, cabe destacar que la relación Ebitda sobre intereses presenta niveles altos, lo que se explica no solo por el desempeño del Ebitda, sino también por la reducción que durante el último año se ha presentado en los gastos de intereses, los cuales al estar indexados al IPC han disminuido con la baja de la inflación. Desde 2008 al periodo de análisis esta relación se ha mantenido en un promedio superior a 17,70X veces, lo que evidencia la adecuada capacidad del Concesionario para pagar las obligaciones relacionadas con los Bonos.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Por último, ha sido ponderado positivamente la experiencia y respaldo de sus accionistas, lo cual es un factor que incide favorablemente en la mitigación de los riesgos de patrocinio. Abertis Infraestructura S.A., es una corporación con amplia trayectoria en la construcción de obras de gran magnitud a nivel global y Epiandes S.A. hace parte de uno de los grupos financieros más grandes de Colombia.

Según información del calificado, las contingencias legales que afronta Coviandes representan menos del 10% de su patrimonio y tienen una probabilidad entre baja y media de fallo en contra. Algunas de estas demandas fueron instauradas por acción de reparación directa en contra del Concesionario, INCO, INVIAS y el Ministerio de Transporte.

2. ANÁLISIS DOFA

Fortalezas

- ✚ La carretera Bogotá-Villavicencio es considerada como un corredor estratégico, ya que por esta vía transita la mayor parte del comercio entre los Llanos Orientales y el resto del país.
- ✚ Altos índices de estado y seguridad vial.
- ✚ No existe una vía alterna competitiva entre Bogotá y Villavicencio.
- ✚ Altos niveles de tráfico e ingresos por recaudos de tarifas de peajes.
- ✚ Estructura legal que separa los recursos provenientes de los peajes, de los aportes realizados por la Nación y el Departamento del Meta y de los recursos del crédito sindicado, lo que aísla las fuentes de pago de las obligaciones contraídas con los tenedores de los Bonos de las obligaciones relacionadas con la construcción de la doble calzada.
- ✚ Amplia experiencia y reconocimiento del Coviandes en el manejo de la Concesión.
- ✚ Fortaleza financiera de su principal accionista.

Debilidades

- ✚ Volatilidad del TPD ocasionada por el tráfico vehículos de carga relacionada con el sector de petroquímicos.

Oportunidades

- ✚ Aumento del TPD que circula por la vía Bogotá-Villavicencio.

Amenazas

- ✚ Disminución sustancial del tráfico que circula por la vía.
- ✚ Cesación de pago por parte de la Nación de los aportes por vigencias futuras.

- ✚ Eventos geológicos y meteorológicos de gran magnitud que afecten la vía actual y restrinjan el paso vehicular.
- ✚ Exposición a riesgos de construcción.

"La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del cliente y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de la Calificadora.

Se aclara que la Calificadora de Riesgos no realiza funciones de Auditoría, por tanto, la Administración de la Entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe."

3. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

Coviandes en el año 2007 con el objeto de sustituir pasivos financieros y financiar capital de trabajo, a través del Fideicomiso 3-034 Coviandes emitió Bonos Ordinarios por un monto total de \$80.000 millones de los cuales se colocaron \$47.700 millones.

La estructura inicial del patrimonio autónomo estaba constituida por dos Fondos: el primero, el Fondo General que a su vez se constituía por cuatro subcuentas y el segundo, el Fondo de Compensación. La composición de cada uno de estos estaba expresamente señalada en el contrato de fiducia y el prospecto de colocación¹⁶.

Sin embargo, con la firma del Adicional No. 1 al contrato de concesión, Coviandes preparó una propuesta de modificación del actual contrato de fiducia y el prospecto de emisión, con el fin de no afectar las condiciones de pago de los Bonos. Estos cambios serán sometidos a aprobación por parte de la asamblea general de tenedores de bonos en los próximos días.

Los principales cambios serán los siguientes:

Fondo General: Los recursos del Fondo General lo constituyen: (i) el capital de riesgo aportado por el Fideicomitente, los pasivos financieros del proyecto, los recaudos por cobro de peaje, así como otros recursos diferentes de los que se deben administrar en los demás Fondos.

Este fondo estará constituido principalmente por las siguientes subcuentas:

¹⁶ Véase Prospecto de emisión Bonos ordinarios patrimonio Autónomo 3-034 Coviandes. Página 39.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

- (i) Subcuenta para el Pago de los Gastos de Operación, Administración y Mantenimiento: La Fiduciaria constituirá mensualmente la subcuenta para el pago de los gastos operacionales de administración y de mantenimiento, que incluye el alcance inicial del contrato de concesión hasta la suscripción del Adicional No.1.
- (ii) Subcuenta para el pago de intereses de los Bonos: Para la atención del pago de intereses a cargo del Fideicomiso y a favor de los tenedores de Bonos.
- (iii) Subcuenta para el pago de capital de los Bonos: Para la atención del servicio de la deuda a cargo del fideicomiso y a favor de los tenedores de Bonos.
- (iv) Subcuenta para el Pago de Intereses y Capital de los créditos otorgados al fideicomitente y/o al Patrimonio Autónomo para el Proyecto: Para la atención del servicio de la deuda de los demás créditos garantizados.

Fondo de Vigencias Futuras Reducción de Plazo:

es el fondo que se constituirá de conformidad con lo previsto en el Adicional No.1 al contrato de concesión con: (i) los recursos provenientes de las vigencias futuras que entregará el INCO al fideicomitente correspondientes a las vigencias junio de 2011, septiembre de 2011 y junio de 2012 y (ii) los recursos provenientes de los desembolsos del crédito sindicado corto plazo. Dicho fondo estará destinado a atender el pago del servicio de la deuda del crédito sindicado corto plazo.

Fondo Vigencias Futuras Aportes Estatales:

es el fondo que se constituirá de conformidad con lo previsto en el Adicional No.1 al contrato de concesión con: (i) los recursos provenientes de las vigencias futuras que entregará la Nación y el Departamento del Meta, al Fideicomitente correspondientes a las vigencias a junio de 2012 hasta septiembre de 2017 y (ii) los recursos provenientes de los desembolsos del crédito sindicado largo plazo. Dicho fondo estará destinado a atender el pago de:

- (a) los pagos del CAPEX de las labores y obras de la doble calzada según lo previsto en el Adicional No.1 al contrato de concesión y
- (b) el servicio de la deuda del crédito sindicado largo plazo.

Adicionalmente, se crearán las siguientes subcuentas:

Subcuenta Especial de Compensación Mensual:

Fue creada de conformidad con lo previsto en Adicional

No.1 al contrato de concesión y teniendo en cuenta que la garantía de IMG prevista a favor del concesionario en el contrato de concesión fue sustituida por el Ingreso Real. En consideración a la migración de la concesión de primera a tercera generación y en aras de mantener un esquema dentro del patrimonio autónomo que permita mantener características similares al Ingreso Mínimo Garantizado que se manejaba antes de la firma del Adicional No.1 al contrato de concesión. Se determinó que a través del patrimonio autónomo se crea una subcuenta especial, la cual permanecerá mientras exista la obligación del pago de la emisión de los Bonos. Esta subcuenta se constituirá al cierre de cada mes con el monto necesario, en el evento que el ingreso real por recaudo de peajes sea inferior al ingreso consolidado que contemplaba la compensación, presentado inicialmente a los tenedores de bonos; dicha subcuenta se alimentará prioritariamente con los recursos provenientes de los excedentes del Fondo General que le correspondan al Fideicomitente en los términos del contrato de fiducia.

Subcuenta Social INCO: Se creará una subcuenta especial denominada Subcuenta Social INCO, en la cual el Fideicomitente depositará un valor equivalente a \$1.485,4 millones constantes del 31 de diciembre de 2008, con el fin de destinarlo a la promoción y gestión social del proyecto.

Subcuenta Riesgo Geológico: En esta subcuenta se depositará la diferencia entre el valor de obra estimado en conjunto entre el Fideicomitente y el INCO por concepto de actividades de excavación y presoporte de túneles, y el valor realmente ejecutado.

De acuerdo con el análisis de esta propuesta de modificación y con base en la aclaración de las inquietudes de orden legal suministrada por la Fiduciaria de Occidente, en su calidad de vocera del Fideicomiso 3-034 Coviandes, se ha concluido que los cambios propuestos permitirán mantener aislados en diferentes Fondos y subcuentas los recursos provenientes del recaudo de los peajes, de los recursos provenientes de las vigencias futuras tanto la Nación como el Departamento del Meta, así como los recursos del crédito sindicado. De igual manera mantendrán separadas las obligaciones de pago de cada Fondo y Subcuenta de acuerdo con el alcance definido en cada uno de estos.

Para constatar lo anterior la Fiduciaria deberá enviar a la Calificadora un informe trimestral auditado de ingresos y gastos, en el que se certifique que los recursos de cada Fondo están siendo utilizados dentro del alcance establecido para cada uno de los mismos y que los recursos del Fondo General, que sirven como fuente de pago de los Bonos, no están siendo utilizados en pagos

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

relacionados con la doble calzada ni con el servicio de la deuda (Intereses y Capital) del crédito sindicado, excepto si dichos pagos se efectúan con "recursos remanentes"¹⁷, aspecto que se encuentra en línea con lo establecido inicialmente en el prospecto. De igual forma, la certificación remitida a la Calificadora por parte del representante legal de Coviandes deberá ser actualizada con una periodicidad semestral.

4. EL CONCESIONARIO

La Compañía Concesionaria Vial de los Andes S.A. (en adelante Coviandes) fue constituida el 29 de julio de 1994 mediante escritura pública No. 6997, la cual fue modificada el 30 de noviembre de 2004.

Corficolombiana es una de las más importantes corporaciones financieras en Colombia, que a través de Estudios Proyectos e Inversiones de los Andes S.A. - Epiandes S.A., participa como accionista de Coviandes apoyando activamente el desarrollo de la infraestructura del país. Corficolombiana hace parte del Grupo Aval el cual se encuentra calificado por BRC Investor Services S.A. con AAA y BRC1+.

Abertis Infraestructura S.A. es una corporación líder en España con varios años de trayectoria en infraestructura y comunicaciones, con la gestión de más de 1.500 kilómetros de autopistas en España y 1.771 kilómetros de autopista en Europa, entre otros proyectos como aeropuertos.

Tabla No.1 Composición accionaria Coviandes S.A.

Accionista	Participación porcentual
Corporación Financiera Colombiana S.A.	0,25%
Abertis Infraestructuras S.A.	40,00%
Epiandes S.A.	59,32%
Rendifin S.A.	0,18%
Concecol Ltda.	0,25%
Total	100,00%

Fuente: COVIANDES

¹⁷ Recursos Remanentes: Para los efectos del contrato de fiducia, entiéndase por recursos remanentes, los flujos de caja positivos mensuales del fideicomiso que se generen durante la etapa de operación, después de realizar La Fiduciaria todos los pagos ordenados a través del Fondo General. El Fideicomitente será beneficiario de los recursos remanentes, salvo en el evento en que existan saldos insolutos vencidos de las deudas adquiridas por el Fideicomitente o por el Fideicomiso, con los acreedores a los cuales el Fideicomiso hubiese garantizado el pago de sus deudas, caso en el cual los acreedores serán los beneficiarios de dichos remanentes hasta por el monto de sus acreencias.

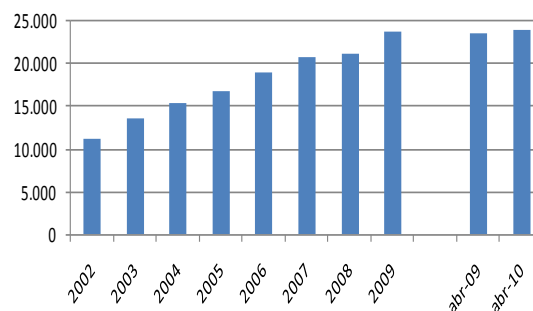
La recolección de los peajes es realizada por una empresa subcontratada por Coviandes. Los recaudos son trasladados directamente al encargo fiduciario denominado Fideicomiso de Administración y Garantía No.3-034-COVIANDES administrado por la Fiduciaria de Occidente, con el que se garantiza la adecuada disponibilidad de fondos para el pago relacionado con el servicio de la deuda y los gastos inherentes del proyecto.

5. ANÁLISIS FINANCIERO

A pesar de la desaceleración económica observada durante el 2009, la evolución del tráfico vehicular de la vía Bogotá-Villavicencio evidenció un buen comportamiento al registrar un aumento de 12,61% entre diciembre del 2008 y 2009.

Por su ubicación geográfica la vía Bogotá-Villavicencio es una de las más importantes en la infraestructura vial del país, por donde se movilizan gran cantidad de productos agrícolas, así como ganado que abastecen el resto del país. Adicionalmente, el tráfico de la carretera se vio beneficiado en los últimos años por el descubrimiento de yacimientos de petróleo en la región, lo que incentivó el tránsito de vehículos pesados que transportan productos petroquímicos.

Gráfica No.1 Evolución TPD anual



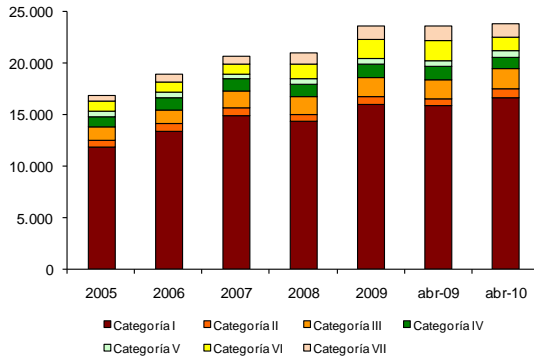
Fuente: COVIANDES. Gráficas: BRC Investor Services

*Datos a marzo del 2009

Sin embargo, la entrada en funcionamiento del oleoducto de los llanos el 14 de septiembre del 2009 y paralelo con el incremento paulatino de su capacidad de bombeo, entre abril de 2009 y 2010 se presentó una reducción del tráfico en las categorías más altas especialmente en la de petroquímicos. No obstante, cabe destacar que las categorías I, II y III al mismo tiempo registraron un aumento (5,21%, 21,89% y 3,89% respectivamente) que permitió que el TPD agregado de todas las categorías registrara un incremento de 1% en este mismo periodo.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Grafica No. 2 Composición por categoría del TPD



Fuente: COVIANDES. Gráficas: BRC Investor Services
*Datos a marzo del 2009

Las tarifas que rigen la concesión son pagadas por cada vehículo a su paso por los peajes, de acuerdo con las características del automotor, medido éste por su número de ejes. El valor de cada peaje era reajustado anualmente de acuerdo con el IPC; los peajes Pipiral y Puente Quetame se reajustan el 1^o de enero de cada año y el peaje Boquerón es ajustado el 1^o de octubre de cada año, sin embargo, con la firma del Adicional No. 1 se estipuló que las tarifas serán ajustadas cada año a partir del 16 de noviembre de 2010.

Los ingresos operacionales del concesionario aumentaron 32,77% entre diciembre de 2008 y 2009 por el adecuado desempeño que presentaron los ingresos por recaudo de peajes que registraron un incremento 23,71% entre diciembre del 2008 y 2009 ubicándose en \$135.894 millones.

Por su parte, entre abril de 2009 y 2010, los ingresos por recaudo disminuyeron 3,55% como resultado del menor tráfico de vehículos pesados relacionado con petroquímicos, pese a esto, los ingresos operacionales aumentaron durante este mismo período 42,62% debido a que el rubro otros ingresos presentó un incremento por las amortizaciones correspondientes a los pagos estatales previstos en el Adicional No.1 para la reducción de plazo.

Aunque se tiene proyectado que el TPD agregado en todas las categorías disminuirá 7,48% entre diciembre de 2009 y 2010, lo que puede ocasionar una reducción de los ingresos por peajes del 12,25% en el mismo período, cabe anotar que se proyecta que los ingresos operacionales totales tendrán un aumento del 40% por las amortizaciones correspondientes a los pagos estatales previstos en el Adicional No.1.

Sin embargo, es importante mencionar que aún sin los ingresos por aportes, se prevé que en el futuro el concesionario seguirá manteniendo satisfactorios niveles de recaudo de peajes, gracias a las tarifas y el alto tráfico que presenta la concesión, hechos que contribuyen eficazmente con la mitigación de los riesgos comerciales. Sin embargo, la Calificadora continuará realizando un monitoreo permanente de la evolución de esta variable con el fin de determinar que la capacidad de pago de los presentes Bonos no se vea comprometida.

El Ebitda del concesionario presentó un satisfactorio desempeño debido al buen comportamiento de los ingresos operacionales y a la estabilidad de los gastos operacionales. Este desempeño se vio reflejado en el aumento de 23,26% que presentó el Ebitda entre diciembre del 2008 y 2009 y de 64,70% entre abril del 2009 y 2010. Lo anterior junto con la disminución de los gastos financieros, entre otros aspectos, se constituyeron en factores determinantes para el aumento de 47,80% que presentó la utilidad neta entre diciembre del 2008 y 2009 y de 12,68% entre abril de 2009 y 2010.

Desde este punto de vista, el desempeño financiero de Coviandes dependerá en gran medida del cumplimiento oportuno de los aportes que por vigencias futuras se han comprometido a otorgar tanto la Nación como el Departamento del Meta a través del INCO. En este sentido, aunque es claro que la fuente pago de los Bonos proviene exclusivamente del recaudo de peajes y que esta se encuentra aislada de las erogaciones en las que se incurrirá por la construcción de la doble calzada, la Calificadora hará un seguimiento a la evolución del proyecto con el propósito de verificar que su desarrollo no afectará la solidez financiera del concesionario para cumplir con las obligaciones adquiridas con los tenedores de los Bonos.

Debido a los requerimientos de recursos que el concesionario adquirió con la firma del Adicional No. 1 del contrato de concesión, la deuda financiera de Coviandes aumentó 49,12% entre abril del 2009 y 2010. Sin embargo, el buen desempeño evidenciado por el Ebitda permitió que la relación Ebitda sobre deuda financiera pasara de 190% a 210%, durante el mismo periodo, lo cual refleja la adecuada capacidad operacional del concesionario para afrontar sus actuales obligaciones. Cuando se efectúe la contratación del crédito sindicado, la deuda financiera de Coviandes aumentará aproximadamente 380% entre 2009 y 2010 con lo que se estima que este indicador pasará a 43,10% incluyendo los recursos desembolsados por vigencias futuras.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Tabla No. 2 Indicadores de rentabilidad

RENTABILIDAD	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	abr-09	abr-10
Crecimiento Ingresos Oper.	3,21%	0,05%	9,25%	10,52%	32,77%		42,62%
Margen Operacional	55,87%	47,17%	43,56%	57,97%	62,58%	63,50%	60,24%
Margen Neto	64,04%	39,13%	39,69%	40,37%	44,94%	52,97%	41,85%
MargenEbitda			83,41%	78,16%	72,56%	73,32%	84,68%
ROA	14,95%	12,33%	15,36%	18,45%	23,78%	9,79%	5,05%
ROE	45,52%	32,76%	35,85%	39,79%	55,98%	22,63%	25,02%

Fuente: COVIANDES. Cálculos BRC

Al respecto vale la pena recordar que la fuente de pago del servicio de la deuda asociada con el crédito sindicado provendrá exclusivamente de los dos nuevos Fondos creados en el Fideicomiso 3-034 Coviandes y que corresponderán a los aportes por vigencias futuras, por lo que aún cuando la relación Ebitda sobre deuda financiera disminuya, este cambio no está relacionado con la reducción de la capacidad del Concesionario para pagar las obligaciones relacionadas con los Bonos.

De otra parte, cabe destacar que la relación Ebitda sobre intereses presenta niveles altos, lo que se explica no solo por el desempeño del Ebitda, sino también por la reducción que durante el último año se ha presentado en los gastos de intereses, que por estar indexados al IPC han disminuido con la baja de la inflación. Desde 2008 al periodo de análisis esta relación se ha mantenido en un promedio superior a 17,70X veces.

Tabla No. 3 Indicadores de endeudamiento

ENDEUDAMIENTO	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	abr-09	abr-10
Deuda Financiera	164.353	92.538	84.836	70.607	77.700	58.711	87.549
Deuda Financiera / Patrimonio	124,08%	82,25%	74,47%	61,19%	64,09%	49,39%	72,27%
Ebitda / Deuda Financiera			101,17%	125,90%	141,01%	190,30%	210,19%
Ebitda / Intereses			8,63	8,477	14,11	12,00	36,22

Fuente: COVIANDES. Cálculos BRC

6. ESCENARIOS DE ESTRÉS

Teniendo en cuenta que existe una alta probabilidad de que el TPD total de la vía disminuya al finalizar el 2010, por la incidencia de la disminución del tráfico pesado asociado con productos petroquímicos, la Calificadora realizó pruebas de estrés en los que se consideró por tres años consecutivos (2010, 2011 y 2012) el peor decrecimiento de tráfico por categorías y se eliminó por completo el tráfico de petroquímicos, adicionalmente, se asumió que el TPD crecerá el 0% en los años 2013 y 2014.

Los resultados bajo este escenario de tensión indican que la cobertura de FCL, que incluye los ingresos

provenientes únicamente del recaudo de peajes por la operación de la vía actual, sin pago de compensaciones del INCO ni aportes por vigencias futuras y excluyendo *Capex* y demás gastos relativos a la segunda calzada, sobre el servicio de la deuda sería de 4,26X al culminar 2010 y que tendría un promedio de 3,90X con un mínimo de 1,22X en el 2014, niveles que guardan consistencia con la calificación asignada.

7. CONTINGENCIAS

Según información del Calificado, las contingencias legales que afronta Coviandes representan menos del 10% de su patrimonio y tienen una probabilidad entre baja y media de fallo en contra. Algunas de estas demandas fueron instauradas por acción de reparación directa en contra del Concesionario, INCO, INVIAS y Ministerio de Transporte.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

8. ESTADOS FINANCIEROS

Balance General (Cifras en Millones de Pesos)	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	abr-09	abr-10
ACTIVOS							
Disponible	28	3.533	9.607	1.346	44	78	33
Inversiones Temporales	7.844	30.154	1.656	3.316	14.725	7.557	21.943
Neto Cuentas por Cobrar	188.610	52.656	43.633	29.398	58.471	55.591	64.341
Total Activo Corriente	196.482	86.343	54.896	34.060	73.240	63.227	86.317
Neto P&E	2.974	3.705	3.440	2.761	2.727	2.798	2.537
						0	300.761
Inversiones	441	371	216	182	3.352	182	174
Diferidos	197.898	202.888	202.445	204.609	201.282	200.925	202.652
Corrección Monetaria	4.388	4.153	3.960	3.767	3.577	3.703	3.341
Valorizaciones	939	1.389	955	906	1.160	906	1.161
Otros Activos	23	28	28	28	28	28	28
Intangibles				2.561		2.951	3.178
Total Activo No Corriente	206.663	212.534	211.044	214.815	212.126	211.494	513.832
TOTAL ACTIVOS	403.145	298.877	265.939	248.875	285.366	274.721	600.148
PASIVOS							
Obligaciones Financieras		15.960	26.065	12.069	30.000	250	39.849
Cuentas por Pagar	69.883	32.365	33.842	35.357	21.940	43.035	57.375
Otros	3.412	1.249	730	759	39.956	27.217	35.038
Total Pasivo Corriente	73.295	49.574	60.637	48.185	91.896	70.502	132.262
Obligaciones financieras	141.970	54.195	689	455		378	0
BOCEAS	22.383	22.383	10.383	10.383		0	0
Bonos	0	0	47.700	47.700	47.700	58.083	47.700
Total Pasivo financiero	164.353	76.578	58.772	58.538	47.700	58.461	47.700
Ingresos Anticipados	28.688	56.162	28.791	23.193	21.195	22.265	293.002
Ingresos recibidos para terceros	0	0	0	0		1.119	3.005
Corrección monetaria diferida	4.356	4.059	3.814	3.569	3.336	3.500	3.039
Total Pasivo No Corriente	33.044	60.221	32.605	26.762	24.531	26.884	299.047
TOTAL PASIVOS	270.692	186.373	152.014	133.485	164.127	155.847	479.008
PATRIMONIO							
Capital	27.400	27.400	27.400	27.400	27.400	27.400	27.400
Reserva Legal	13.700	13.700	13.700	13.700	13.700	13.700	13.700
Utilidades Acumuladas	2.144	2.145	1.737	1.690	1.644	1.666	1.619
Revalorización Patrimonio	46.659	51.000	49.648	48.297	46.945	48.297	46.946
Utilidad del Ejercicio	41.611	16.871	20.485	23.396	30.390	26.904	30.315
Superavit Valorizaciones	939	1.389	955	906	1.161	906	1.161
TOTAL PATRIMONIO	132.453	112.504	113.925	115.390	121.239	118.874	121.140
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	403.145	298.877	265.939	248.875	285.366	274.721	600.148
ESTADO DE RESULTADOS (Cifras en Millones de Pesos)							
Ingresos Operacionales	94.141	94.186	102.902	113.732	151.002	50.793	72.440
Recaudos	70.495	83.378	93.815	109.851	135.894	44.969	43.371
Compensación INCO	23.646	10.808	9.087	3.880		0	
Otros					15.109	5.824	29.069
Gastos Operacionales	41.546	49.763	58.078	47.804	56.504	18.537	28.805
Utilidad Operacional	52.595	44.423	44.824	65.928	94.498	32.255	43.635
Ingresos y Gastos No Operacionales	46.271	17.134	17.954	1.388	5.800	8.195	-899
Rendimientos Financieros	7.423	10.776	2.514	3.327	1.784	530	1.092
Otros Ingresos	52.788	15.235	28.704	9.964	12.743	11.079	1.018
Otros Gastos	0	3.373	3.316	1.417	960	312	1.315
Gastos Financieros	20.109	10.400	9.949	10.486	7.767	3.102	1.694
Diferencia en cambio	0	0	1	0	0	0	0
Corrección Monetaria	6.169	4.896	0	0	0	0	0
Utilidad Antes de Impuestos	98.866	61.557	62.778	67.316	100.298	40.450	42.736
Impuestos sobre la renta	38.577	24.697	21.931	21.399	32.430	13.546	12.421
Utilidad Neta	60.289	36.860	40.846	45.917	67.868	26.904	30.315

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

CALIFICACIONES DE DEUDA A LARGO PLAZO

Esta calificación se asigna respecto de instrumentos de deuda con vencimientos originales mayores de un (1) año. Las calificaciones representan una evaluación de la probabilidad de un incumplimiento en el pago tanto de capital como de sus intereses. En este sentido, establece la capacidad de pago de una institución en cuanto a sus pasivos con el público, considerando la calidad de los activos, la franquicia en el mercado, sus fuentes de fondeo, así como la estabilidad de sus márgenes operativos. También considera la estructura de manejo de riesgos financieros y la calidad de la gerencia. La calificación pueden incluir un signo positivo (+) o negativo (-) dependiendo si se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior respectivamente.

Las calificaciones de deuda a largo plazo se basan en la siguiente escala:

Grados de inversión:

AAA	Indica que la capacidad de repagar oportunamente capital e intereses es sumamente alta. Es la más alta categoría en grados de inversión.
AA	Es la segunda mejor calificación en grados de inversión. Indica una buena capacidad de repagar oportunamente capital e intereses, con un riesgo incremental limitado en comparación con las emisiones calificadas con la categoría más alta.
A	Es la tercera mejor calificación en grados de inversión. Indica una satisfactoria capacidad de repagar capital e intereses. Las emisiones de calificación A podrían ser más vulnerables a acontecimientos adversos (tantos internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.
BBB	La categoría más baja de grados de inversión. Indica una capacidad aceptable de repagar capital e intereses. Las emisiones BBB son más vulnerables a los acontecimientos adversos (tanto internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.

Grados de no inversión o alto riesgo

BB	Aunque no representa un grado de inversión, esta calificación sugiere que la probabilidad de incumplimiento es considerablemente menor que para obligaciones de calificación más baja. Sin embargo, existen considerables factores de incertidumbre que podrían afectar la capacidad de servicios de la deuda.
B	Las emisiones calificadas con B indican un nivel más alto de incertidumbre y por lo tanto mayor probabilidad de incumplimiento que las emisiones de mayor calificación. Cualquier acontecimiento adverso podría afectar negativamente el pago oportuno de capital e intereses.
CCC	Las emisiones calificadas de CCC tienen una clara probabilidad de incumplimiento, con poca capacidad para afrontar cambio adicional alguno en la situación financiera.
CC	La calificación CC se le aplica a emisiones que son subordinadas de otras obligaciones calificadas CCC y que por lo tanto contarían con menos protección.
D	Incumplimiento.
E	Sin suficiente información para calificar.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.