

**BONOS ORDINARIOS  
 PATRIMONIO AUTÓNOMO NO. 3-034 – COVIANDES  
 CALIFICACIÓN INICIAL**

<b>BRC INVESTOR SERVICES S.A.</b>	<b>CALIFICACIÓN</b>
<b>Patrimonio Autónomo No. 3-034 - COVIANDES</b>	<b>AAA (Triple A)</b>
<b>Cifras en Millones de Pesos al 31/10/06:</b> Ingresos Operacionales: \$85.244 – Utilidad Operacional: \$47.295 Activos: \$294.653 – Pasivos: \$189.160 – Patrimonio: \$105.493	<b>Historia de la Calificación:</b> Calificación Inicial otorgada en enero de 2007: AAA

*La información financiera incluida en este reporte está basada en los Estados Financieros consolidados de Concesionaria Vial de los Andes S.A. y del Patrimonio Autónomo No. 3-034 a diciembre de 2002, 2003, 2004 y 2005, así como a junio y octubre de 2006. También al modelo de proyección financiera suministrado por Concesionaria Vial de los Andes S.A. – COVIANDES y las tensiones a que fue sometido por parte de BRC Investor Services S.A., al estudio del Contrato de Concesión No. 444 de 1994 (incluidos Otrosí No. 48 de 2005 y Acta No. 46 de 2004 y No.49 de 2005) suscrito con el Instituto Nacional de Vías(INVIAS) que se cede y subroga mediante Otrosí No. 43 al Instituto Nacional de Concesiones (INCO), el Contrato de Fiducia (incluidos el Adicional No. 2 de 2001 y Otrosí No. 4 de 2005) y el Laudo Arbitral del 29 de julio de 2004.*

**CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS**

<b>Títulos:</b>	Bonos Ordinarios
<b>Emisor:</b>	Patrimonio Autónomo No. 3-034 – COVIANDES
<b>Monto total emisión:</b>	\$80.000.000.000
<b>Plazos:</b>	Cinco (5) y Siete (7) años, contados a partir de la fecha de emisión
<b>Pago de Capital:</b>	Al vencimiento de cada sub-serie
<b>Pago de Intereses:</b>	<b>Serie A:</b> Tasa variable con base en el IPC + Spread pagadera trimestre vencido <b>Serie B:</b> Tasa variable con base en DTF + Spread pagadera trimestre vencido <b>Serie C:</b> Tasa fija pagadera trimestre vencido
<b>Administrador:</b>	Depósito Centralizado de Valores
<b>Agente Estructurador:</b>	Corficolombiana S.A.
<b>Agente Colocador:</b>	Corficolombiana S.A.

**1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN**

La Junta Directiva de BRC Investor Services S.A. en reunión llevada a cabo en enero de 2007, decide otorgar la calificación de **AAA (Triple A)**, en **Grado de Inversión** a la Emisión Bonos Ordinarios del Patrimonio Autónomo No. 3-034 - COVIANDES, la cual indica que la capacidad de repagar oportunamente capital e intereses es sumamente alta. Es la más alta calificación en grados de inversión.

La calificación asignada **se fundamenta en el estudio histórico y proyectado del principal activo fuente de pago de la emisión<sup>1</sup>**, bajo múltiples escenarios de tensión dirigidos a establecer la capacidad de pago del proyecto mediante la sensibilización de variables críticas tales como los volúmenes de tráfico y la frecuencia de pago de las compensaciones a que tiene derecho el proyecto, por parte del INCO. Igualmente, fueron analizadas **la capacidad técnica, operativa y financiera del concesionario**, así como **la estructura legal que soporta la presente emisión.**

De acuerdo con el análisis realizado por BRC Investor Services S.A. las principales consideraciones que fundamentan la presente calificación son las siguientes:

**Los ingresos operacionales del Patrimonio Autónomo No.3-034 - COVIANDES, han presentado un comportamiento positivo en especial después del 2002.** Este crecimiento se debe al incremento de las tarifas del peaje de Pipiral a los niveles contractuales a partir del primero de enero de 2003, al mayor dinamismo económico del país, al fortalecimiento de la seguridad en la carretera y la ubicación de un puesto de control en la vía antigua, lo que incrementó el flujo vehicular por el peaje de Boquerón. Es importante resaltar que para estos niveles de tráfico el concesionario ha mantenido los más altos estándares técnicos en cuanto al estado de la vía, su señalización, medidas de seguridad y a la calidad de los servicios complementarios de emergencia que la concesión presta a los usuarios, hecho que contribuye a la estabilidad de los tráficos.

<sup>1</sup> Derechos de recaudo de peajes de la concesión vial Bogotá – Villavicencio.

El contrato de concesión cuenta con una estructura legal mediante la cual se logra aislar el riesgo crediticio del concesionario de las obligaciones adquiridas por el proyecto, y garantizar la continuidad en la prestación de los servicios del mismo, hecho que afianza su viabilidad en el largo plazo. Tal mecanismo consiste en la constitución de un patrimonio autónomo con los derechos patrimoniales derivados del recaudo de peajes durante la vigencia de la concesión Bogotá - Villavicencio, por medio del cual se honran las obligaciones derivadas de la construcción y mantenimiento del proyecto, entre ellas, el servicio de deuda de los Bonos del Patrimonio Autónomo No. 3-034-COVIANDES.

El contrato de concesión No. 444 de 1994 de la vía Bogotá - Villavicencio, firmado entre Coviandes y el Instituto Nacional de Vías (INVIAS) y cedido mediante Otrrosí No. 43 del 29 de diciembre de 2003 al Instituto Nacional de Concesiones (INCO), es un contrato de Primera Generación dentro del cual le es otorgada una garantía por Ingreso Mínimo Garantizado (IMG) al concesionario. Esta garantía obliga a la Nación a compensar al concesionario por un menor tráfico real respecto al tráfico garantizado, para cada uno de los años de operación de la vía, hecho que traslada el riesgo comercial del proyecto al concedente.

Dado que durante los años de operación de la concesión el tráfico real ha estado por debajo del garantizado el concesionario ha requerido de las compensaciones del gobierno. El Instituto Nacional de Concesiones (INCO) ha realizado todos los pagos pendientes por concepto de Ingreso Mínimo Garantizado (IMG) encontrándose al día con el concesionario por este concepto.

**A futuro, no se esperan grandes retrasos en los pagos del Ingreso Mínimo Garantizado por parte del INCO** debido al mayor costo que implica para el gobierno el tener que reconocer intereses a la tasa de interés bancaria corriente durante el primer año y después de este periodo intereses de mora equivalentes a IPC + 12 puntos, por retrasos en el pago de tales compensaciones.

**El laudo proferido el 29 de julio de 2004 representó una solución a diversos conflictos presentados entre Coviandes y el Instituto Nacional de Vías (INVIAS) hoy INCO.** En este laudo se resuelve a favor de Coviandes la controversia generada por la ejecución de obras no presupuestadas en el contrato de concesión para mitigar los efectos de las inestabilidades geológicas en la vía Bogotá-Villavicencio en los tramos 2 y 3 y la controversia generada por el reconocimiento de la garantía de ingresos en el peaje del Boquerón a partir del 26 de septiembre de 1999 a raíz de las inestabilidades geológicas. El fallo dio como responsable a INVIAS y el valor del laudo fue por \$3.555 millones más intereses en el primer caso y de \$65.388 millones más intereses en el

segundo. Estas sumas fueron pagadas a principio del 2006 según lo convenido entre las partes en TES. Respecto a las inestabilidades geológicas de los tramos 2 y 3 se estipuló que el INVIAS reconoce el 40% del valor de las obras en el tramo 2 y el 50% en el tramo 3.

**Este laudo representa un factor favorable en la mitigación de los riesgos geológicos que presenta la vía Bogotá – Villavicencio** en la medida que en la cláusula séptima se resuelve “Declarar que la obligación nacida para el Concesionario en relación con el contrato 444 de 1994, se circunscribe a la de minimizar, controlar y manejar las inestabilidades presentadas en los Tramos 2 y 3 y no la de garantizar a su costa y de manera ilimitada una solución definitiva para dichas inestabilidades”. Este concepto será fundamental en la resolución de posteriores conflictos que se puedan presentar por inestabilidades geológicas entre Coviandes y el INCO.

**Desde el año 2002 a la fecha, la vía Bogotá - Villavicencio ha experimentando diferencias cada vez menores del tráfico real frente al garantizado** situación que se ha traducido en una mayor holgura del flujo de caja, permitiendo al proyecto generar amplios márgenes de rentabilidad y cobertura de deuda. En este sentido se considera que el riesgo comercial no sólo se encuentra mitigado por medio del IMG sino que a su vez, éste, se ve reducido producto del positivo comportamiento de los tráficos.

Es importante destacar que Coviandes desde abril de 1999 hasta la última revisión en marzo de 2006 presenta calificaciones por las interventorías de operación en todos los tramos mayores a 4 y en algunos casos de 4,8 donde el rango de calificación es de 1 a 5 con 5 como la mayor calificación posible. Estas calificaciones son reflejo de los altos estándares de calidad que muestra la carretera, hecho que redundo en la viabilidad del proyecto en el largo plazo, y por ende en el adecuado servicio de deuda de los bonos emitidos.

**Otra fortaleza de la concesión es la ausencia del riesgo de construcción**, el cual implica en la ejecución de este tipo de contratos la probabilidad de incurrir en pérdidas financieras producto de la aparición de sobrecostos, dificultades en la gestión de predios por motivos políticos y/o sociales, disminución de los tráficos, atrasos en la entrega de obras, entre otras. Actualmente, Coviandes ejecuta obras de mantenimiento a la vía, las cuales no acarrear tales implicaciones.

**La cobertura del servicio de la deuda de estos bonos incluso en los diversos escenarios de tensión formulados por BRC Investor Services S.A. resultó suficiente para el pago del servicio de la deuda, guardando consistencia con el nivel de calificación asignado.** Los escenarios de estrés consideraron el

---

*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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

---

comportamiento del Tráfico Promedio Diario (TPD) y el tiempo de demora en el pago de las compensaciones del INCO.

**ANÁLISIS FODA**

Fortalezas:

- ✚ Ausencia de una carretera alterna competitiva a la vía Bogotá - Villavicencio.
- ✚ Excelentes estándares técnicos en la calidad de la concesión administrada.
- ✚ Importancia estratégica de la ubicación geográfica de la vía, por la cual transita la mayor parte del comercio con los Llanos Orientales.
- ✚ Ausencia del riesgo de construcción.
- ✚ Positivo comportamiento de los tráfico.
- ✚ Disminución de la dependencia del mecanismo de compensación del gobierno, es decir de las garantías otorgadas en el contrato de concesión respecto al tráfico garantizado, lo que lograría la autosostenibilidad financiera del proyecto.

Oportunidades:

- ✚ Extensión del periodo del contrato de concesión por obras de mitigación de riesgos geológicos.
- ✚ Plan de arborización del corredor vial que mitigará el riesgo geológico por derrumbes, además del impacto social y ambiental que puede tener.

Amenazas:

- ✚ Costos por mitigación parcial del riesgo geológico.
- ✚ Eventuales demoras en el pago de las compensaciones del INCO.

**2. SECTOR**

A mediados de la década de los 90's frente al enorme déficit de infraestructura vial en América Latina, gran parte de los países de la región implementaron una política de concesiones que permitiera la incorporación de capitales privados al desarrollo y explotación de obras de infraestructura.

Colombia comenzó este proceso en el año de 1994 y a partir de su implementación, los contratos de concesión vial han experimentado constantes ajustes y modificaciones en busca de una mejor distribución de los riesgos inherentes de esta clase de proyectos entre el Estado y los Concesionarios. Los contratos de concesión pueden ser clasificados en 3 grupos (Tabla 1).

En la actualidad se encuentran vigentes 19 contratos de concesión vial de los cuales 13 son de primera generación, 2 de segunda generación y 4 de tercera generación. El primer programa de concesión vial en Colombia fue el de Coviandes en el año de 1994, mediante la concesión de la vía Bogotá-Villavicencio.

**Tabla 1**  
**Evolución Generaciones Concesiones Viales**

CARACTERÍSTICAS	I GENERACION	II GENERACION	III GENERACION
<b>INFORMACIÓN DISPONIBLE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nivel de Anteproyecto</li> <li>• Proyecciones de Tráfico</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nivel de detalle</li> <li>• Estudios de demanda</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diseño General</li> <li>• Estudios de demanda</li> </ul>
<b>EVALUACIÓN FINANCIERA</b>	Plazo Fijo	Ingreso Esperado	Ingreso Esperado
<b>ALCANCE FÍSICO</b>	Obras Concentradas al inicio (genera estrés financiero)	Obras Concentradas al inicio (genera estrés financiero)	Gradualidad → Nivel de Servicio (Relación Oferta - Demanda)
<b>LICENCIAS AMBIENTALES</b>	No se contaba con ellas al iniciar el proyecto	Obtención previa a iniciación de etapa de construcción - sobrecostos a cargo de la Nación	Obtención previa a la licitación - Modificación por cuenta del Concesionario
<b>ADQUISICIÓN DE PREDIOS</b>	Compras paralelas al desarrollo del proyecto	Obtención antes de la etapa de construcción	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obtención antes de la etapa de construcción.</li> <li>• Gestión de compra a cargo del concesionario.</li> <li>• Sobrecostos a cargo de la Nación.</li> </ul>
<b>APORTES DE CAPITAL</b>	No había mínimo definido (Generó Sweet Equity)	Mínimo definido en el contrato	Mínimo definido en el contrato
<b>GARANTÍAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ingreso Mínimo Garantizado.</li> <li>• Garantía de sobrecostos de obra .</li> </ul>	Soportes de liquidez y cambiario (No tomadas por los concesionarios)	Soportes de liquidez y cambiario durante periodo de estrechez de Flujo de Caja Libre (5-7 años). Contabiliza en el ingreso esperado.
<b>MECANISMOS DE PAGOS DE GARANTÍAS</b>	No líquido, depende del proceso de presupuestación del Estado (Evaluación ex post)		Líquido, a través del fondo de contingencias (evaluación ex ante-aportes al fondo).

Fuente: COVIANDES.

*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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

### 3. 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. El objeto social de la compañía es participar en licitaciones de diferente índole para el desarrollo de proyectos de infraestructura por el sistema de concesión y la ejecución de aquellos que le sean adjudicados. En desarrollo del objeto social, la sociedad podrá ejecutar las actividades de diseño, construcción, equipamiento, conservación, mantenimiento, financiación, explotación y operación por el sistema de concesión de los proyectos que le sean adjudicados, la celebración de toda clase de contratos, de actos jurídicos y el desarrollo de todas las actividades que sean necesarias o convenientes para el logro de sus fines.

El 2 de agosto de 1994, Coviandes firmó el contrato de Concesión No. 444 de 1994 de la vía Bogotá – Villavicencio con el Instituto Nacional de Vías (INVIAS). Este contrato ha sido modificado en varias ocasiones, siendo la última modificación el Acta No. 49 de 2005. El 29 de diciembre de 2003 mediante otrosí No. 43 INVIAS cedió este contrato al Instituto Nacional de Concesiones (INCO).

El proyecto de concesión de la vía Bogotá-Villavicencio pertenece a los contratos de primera generación por lo que cuenta con un Ingreso Mínimo Garantizado (IMG), el cual se traduce en una compensación pecuniaria por parte del concedente en el evento que los ingresos del proyecto sean inferiores a los establecidos, producto, entre otros eventos, de un menor volumen de tráfico en la vía. El plazo original de la concesión estaba determinado hasta septiembre del 2013, pero los mayores costos de operación y mantenimiento de los Túneles Bijagual y Buenavista y el manejo, control y mitigación de las inestabilidades en los tramos 2 y 3, amplió el plazo hasta agosto del 2020 mediante Acta No. 46 y 48.

Coviandes presenta una composición accionaria diversificada (Tabla 2) dentro de la que destaca la participación de socios estratégicos en materia de construcción y operación de concesiones como Abertis Infraestructura S.A. y de Corficolombiana S.A.

**Tabla 2**  
**Composición Accionaria**

<b>Accionista</b>	<b>Participación</b>
Epiandes S.A.	59.32%
Abertis Infraestructura S.A.	39.04%
Corficolombiana S.A.	0.25%
Otros (3 entidades)	1.39%

Fuente: COVIANDES.

Abertis Infraestructura S.A. es la corporación líder en España en infraestructura y comunicaciones con la gestión de más de 1.500 Kilómetros de autopistas en España, 1.771 Kilómetros de autopista en el norte de Francia además del tráfico que conecta Alemania, Bélgica y Luxemburgo con el norte de Francia y el Reino Unido, entre otros proyectos como aeropuertos y aparcamientos.

Este grupo empresarial español está conformado por más de 60 empresas que operan en los sectores de autopistas, infraestructuras de telecomunicación, aeropuertos, aparcamientos y desarrollo de plataformas logísticas. En sus diferentes áreas de gestión de infraestructuras está presente en Andorra, Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Marruecos, Portugal, Puerto Rico, Reino Unido, Sudáfrica y Suecia. Es uno de los primeros operadores europeos de autopistas por kilómetros gestionados, el primero por capitalización bursátil con una capitalización de más de 12.000 millones de euros y la primera organización empresarial europea en recursos propios orientada en torno a la gestión global de la infraestructura<sup>2</sup>.

Respecto al resto de la composición accionaria se destaca Corficolombiana S.A., corporación financiera concentrada en la prestación de servicios de banca de inversión, administración de portafolios y mesa de dinero, así como en la participación accionaria de otros proyectos de infraestructura en el país.

#### Vía Bogotá – Villavicencio:

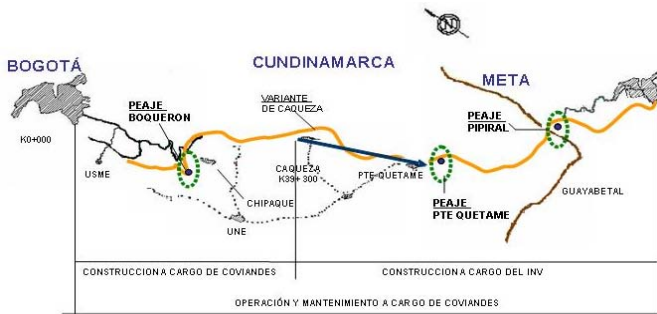
La carretera Bogotá – Villavicencio cuenta con 3 puntos de recaudo de peajes: Pipiral, Boquerón y Puente Quetame. Esta vía que comunica el interior del país con el departamento del Meta es el acceso principal a la región oriental de Colombia conocida como los Llanos Orientales (Gráfico 1).

El departamento del Meta se caracteriza por la producción de productos agrícolas como arroz, soya, maíz, frutales, yuca, algodón y cacao y de ganado bovino, además de la explotación petrolera. La mayor parte de estos productos que salen al resto del país junto con las importaciones del departamento hacen paso por esta vía.

<sup>2</sup> <http://www.abertis.com>

*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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

**Gráfico 1**  
**Mapa del Proyecto**

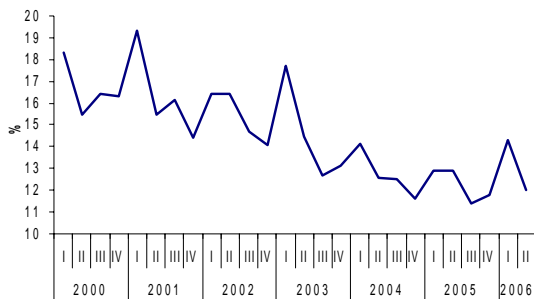


**Fuente:** COVIANDES.

En los últimos años el departamento del Meta ha presentado un fuerte dinamismo comercial. De acuerdo al Departamento Administrativo de Estadísticas (DANE) las importaciones del Meta entre enero y septiembre de 2006 fueron del orden de 6.3 millones de dólares, mientras que en el mismo periodo del 2005 fueron de 4.7 millones de dólares, lo que representó un incremento del 32.94%<sup>3</sup>.

Indicadores macroeconómicos como el PIB del Meta y la tasa de desempleo de Villavicencio (Gráfico 2) confirman la mayor actividad económica que se ha dado en los últimos años en la región. La tasa de desempleo pasó de 15,5% en el segundo trimestre del 2000 a 12% en el segundo trimestre del 2006 y el PIB del departamento ha presentado un crecimiento positivo en los últimos años tras el periodo recesivo de 1999. De igual forma, el departamento del Meta presenta un menor nivel de violencia tal como lo demuestran indicadores reportados por la Policía Nacional.

**Gráfico 2**  
**TASA DE DESEMPLEO VILLAVICENCIO**



**Fuente:** DANE.

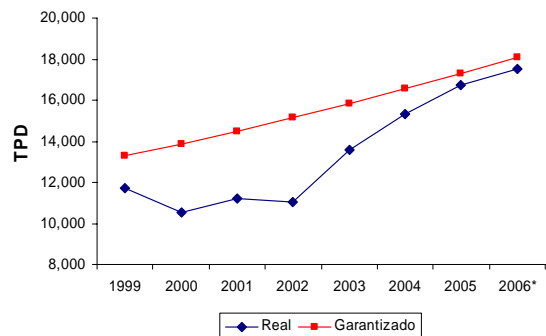
Este mayor dinamismo económico de la región y los menores niveles de violencia que ésta ha experimentado recientemente, explican el incremento del flujo vehicular

<sup>3</sup> <http://www.dane.gov.co>

de la concesión. Debido a estos factores junto a la ubicación de un puesto de control en la vía antigua que incrementó el flujo vehicular por el peaje de Boquerón, la brecha entre el tráfico promedio diario real y garantizado viene disminuyendo en los últimos 4 años (Gráfico 3), lo cual ha resultado en una menor dependencia del mecanismo de compensación por parte de la concesionaria. A mediano plazo se espera que de continuar la actual tendencia del Tráfico Promedio Real, Coviandes no necesite las garantías otorgadas en el contrato de concesión respecto al tráfico garantizado, lo que lograría la autosostenibilidad financiera del proyecto.

Las tarifas que rigen la concesión son pagadas por cada vehículo a su paso por los puntos de recolección, de acuerdo con las características del automotor, medido éste por el número de ejes del mismo. Estas tarifas son ajustadas contractualmente cada año, de acuerdo con la variación del Índice de Precios al Consumidor IPC. Las tarifas del peaje de Pipiral se incrementaron a los niveles contractuales a partir del primero de enero de 2003 teniendo un impacto favorable en el recaudo de la concesión.

**Gráfico 3**  
**Tráfico Promedio Real Vs. Garantizado**



\* Cifras a Noviembre de 2006.

**Fuente:** COVIANDES.

El tráfico promedio diario de acuerdo al tipo de vehículo, resalta el mayor crecimiento en el tráfico de los vehículos de categoría II a VII<sup>4</sup> los cuales presentaron una tasa de crecimiento del 21,61% entre 2003 y 2004 y del 13,70% entre 2004 y 2005, mientras que los vehículos de categoría I crecieron en un 10% entre 2003 y 2004, y 7,26% entre 2004 y 2005. Teniendo en cuenta cifras a noviembre de 2006, el Tráfico Promedio Diario de los vehículos categoría II a VII presentó un incremento año corrido del 3,94% y en categoría I del 1,48%. Lo anterior es consistente con el

<sup>4</sup> Los vehículos de Categoría I corresponden a automóviles, camperos y camionetas y de Categoría II a VII a buses, busetas y camiones, incrementándose la categoría de acuerdo al número de ejes.

*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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

análisis de mayor dinamismo comercial que se refleja en las cifras de importaciones del departamento, lo que implica para el concesionario un mayor recaudo. Esto en la medida que los vehículos pesados de tipo comercial pagan tarifas más altas por el uso de la vía.

El recaudo directo de los peajes es llevado a cabo por una entidad especializada subcontratada por Coviandes para estos fines. Tales recursos son trasladados a un encargo fiduciario de administración y pagos, manejado por Fiduciaria de Occidente S.A., por medio de la cual se garantiza la adecuada disponibilidad de fondos para el pago relacionado con los gastos del proyecto tales como anticipos, honorarios, mantenimiento de la vía y el servicio de deuda de la presente emisión, entre otros. En este sentido, el contrato de concesión presenta una estructura mediante la cual aísla los flujos de efectivo, fuente de pago de las obligaciones de la compañía con terceros, incluyendo a los acreedores financieros y tenedores de bonos, de la estructura financiera del concesionario.

**Inversión:**

Actualmente, Coviandes está en estudios de mejoramiento de aproximadamente 22 kilómetros de la vía Bogotá-Villavicencio con el fin de diseñar mejoras en algunos tramos de la carretera. Estas obras se llevarían a cabo entre el 2008 y 2010 con recursos del estado.

Dentro de los proyectos de la concesionaria se destaca el plan de arborización del corredor vial que mitigará el riesgo geológico por derrumbes, además del impacto social y ambiental que tendría.

La doble calzada de la vía Bogotá – Villavicencio es un proyecto a mayor plazo que se encuentra en proceso de estudio por parte del gobierno y cuya iniciación no se espera antes del año 2015. Este proyecto debe tener aprobación por parte de Coviandes y de ejecutarse, los ingresos del proyecto serían independientes a los ingresos de esta concesión.

**4. ANÁLISIS FINANCIERO<sup>5</sup>**

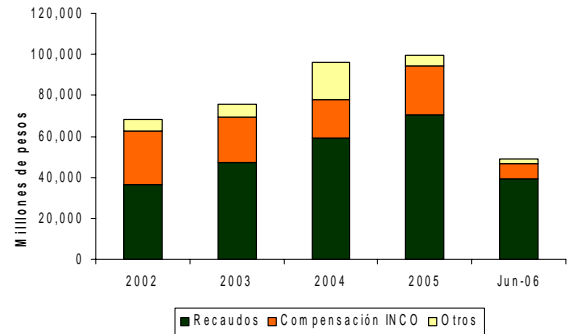
**Rentabilidad:**

Coviandes obtiene sus ingresos principalmente del recaudo del peaje de los vehículos que utilizan la vía Bogotá-Villavicencio (Gráfico 4). A junio del 2006, los recaudos por peaje representaban el 80,16% de los ingresos operacionales.

<sup>5</sup> Las cifras de Balance y Estado de Resultados corresponden al consolidado de Coviandes S.A. y del Patrimonio Autónomo No. 3-034.

El comportamiento positivo del Tráfico Promedio Diario se plasma en los ingresos por recaudo, los cuales han presentado un crecimiento promedio del 24,39% en los últimos 3 años.

**Gráfico 4  
Ingresos Operacionales**



Fuente: COVIANDES.

Este crecimiento se debe a los factores enunciados anteriormente como la mejor situación económica, el mejoramiento de la seguridad en la carretera, el establecimiento del Puesto de Control (Boquerón II) desde marzo de 2004 que evita la elusión del peaje y al incremento de las tarifas del peaje de Pipiral a los niveles contractuales a partir del primero de enero del 2003.

El otro gran rubro de los ingresos operacionales son las compensaciones del INCO. En el año 2002 estas compensaciones representaban el 37,47% de los ingresos operacionales y a junio del 2006 eran del orden del 15,10%. A medida que la brecha entre el Tráfico Promedio Real y Garantizado disminuya, se espera que las compensaciones del INCO representen un menor porcentaje de los ingresos operacionales dando una menor dependencia de la concesionaria al mecanismo de compensación.

Tal como se aprecia en el Gráfico 4, los ingresos operacionales han presentado un crecimiento sostenido desde el año 2002 con un crecimiento promedio del 13,79%. Otros ingresos comprende la ejecución de las obras adicionales en los tramos 4 y 5 y en el caso del año 2004 a los ingresos extraordinarios por el laudo proferido el 29 de julio de 2004.

De otro lado, Coviandes presenta un alto grado de estabilidad en su costos directos de operación, los cuales están compuestos principalmente por el mantenimiento rutinario a la vía, señalización, reparación de asfaltos y mantenimiento a jardines y vegetación, entre otros, los cuales presentan un crecimiento inflacionario, hecho que redunda en un margen operacional estable (Tabla 3).

*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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

Respecto a los costos de mantenimiento y operación resalta las inversiones en el drenaje de la vía, la utilización de adoquín en las zonas de deslizamiento y el plan de arborización que recortará los gastos por derrumbe y robo de cercas aledañas a la vía.

Todos estos factores han implicado una mejora de los indicadores de rentabilidad (Tabla 3).

**Tabla 3**  
**Indicadores de Rentabilidad**

	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Jun-06	Jul 06 - Oct 06
Crecimiento Recaudos		29.07%	24.60%	19.52%		
Margen Operacional	51.81%	51.77%	55.67%	58.24%	56.36%	54.31%
Margen Neto	17.25%	35.42%	39.76%	60.60%	41.01%	28.44%
ROA	3.92%	8.57%	11.05%	14.95%	6.68%	3.52%
ROE	11.45%	19.68%	28.77%	45.52%	17.58%	9.84%

Fuente: COVIANDES.

Para vigencias futuras y a medida que los niveles de seguridad de la carretera se mantengan, es de esperarse que el Tráfico Promedio Diario siga manteniendo una tendencia creciente y de esta forma la concesión siga presentando un comportamiento positivo en sus indicadores de rentabilidad y suficiencia de caja.

Estructura Financiera:

Dada la naturaleza de su actividad, el activo corriente de Coviandes está compuesto principalmente por efectivo e inversiones mantenidas en fondos fiduciarios los cuales tienen un valor de \$30.707 millones de pesos a octubre de 2006.

Sin embargo el mayor porcentaje del activo corriente está compuesto por cuentas por cobrar. A diciembre del 2005, el 91,55% de este rubro correspondía a deudas del Instituto Nacional de Concesiones (INCO) por concepto de ingreso mínimo garantizado y la resolución del Laudo Arbitral.

La mayor parte de estas cuentas por cobrar al INCO han sido canceladas a Coviandes durante el 2006. El 11 de enero de 2006 se recibió un pago por \$114.876 millones de pesos en TES los cuales fueron liquidados el 17 de enero, mientras que el 22 de mayo de 2006 se recibieron \$65.466 millones de pesos adicionales, también en títulos de deuda pública interna. Esto implicó que las cuentas por cobrar al INCO pasarán de \$172.665 millones de pesos en diciembre de 2005 a \$8.371 millones de pesos en junio de 2006. El detalle en la fecha de pago de las compensaciones por parte del INCO durante los últimos años puede verse en la Tabla 4.

No se esperan grandes retrasos en los pagos pendientes de Ingreso Mínimo Garantizado por parte del INCO debido al mayor costo que implican estos retrasos para el

gobierno. La regulación estipula que el INCO debe reconocer al concesionario intereses a la tasa de interés bancaria corriente, desde el primero de enero del año siguiente al año aforado, durante un año y después de este periodo, el INCO reconoce interés de mora a una tasa del IPC + 12 puntos.

**Tabla 4**  
**COMPENSACIONES POR INGRESO MÍNIMO GARANTIZADO PAGADAS POR EL INVIAS Y/O INCO AL 30 de septiembre de 2006**

Año Aforado	Fecha de Firma del Acta de Aforo y/o Acta de Reconocimiento	Fecha de Firma del Acta de Liquidación	Fecha del Pago
<b>COMPENSACIONES IMG PIPARAL AÑOS 1997 Y 1998</b>			
Años 1997 y 1998	05-Abr-06	25-Oct-05 17-Mar-06	27-Oct-05 22-May-06
<b>COMPENSACIONES IMG PIPARAL Y PUENTE QUETAME AÑOS 1999 A 2003</b>			
Año 1999	11-Ene-00	27-Dic-00	25-Feb-00
Año 2000	05-Ene-01	27-Dic-00	21-Feb-01
		14-Ago-01	23-Ago-01
Año 2001	14-Ene-02	21-Dic-01	27-Dic-01
		31-Dic-02	28-Ene-03
Año 2002	13-Ene-03	25-Jun-03	24-Dic-03
		31-Dic-02	28 y 31-Ene-03
		25-Jun-03	24-Dic-03
		25-Jun-03	24-Dic-03
Año 2003	05-Abr-06	24-Jun-04	24-Dic-04
		03-Jun-05	08-Jun-05
		01-Jul-05	01-Jul-05
		26-Oct-05	27-Oct-05
Año 2003	05-Ene-04	17-Mar-06	22-May-06
		26-Oct-05	27-Oct-05
		17-Mar-06	22-May-06
<b>COMPENSACIONES IMG BOQUERON AÑOS 1999 A 2003</b>			
Años 1999 a 2003			11-Ene-06
<b>COMPENSACIONES IMG PIPARAL, PUENTE QUETAME Y BOQUERON AÑOS 2004 EN ADELANTE</b>			
Año 2004	13-Ene-05 y 05-Abr-06	17-Mar-06	22-May-06
Año 2005	10-Ene-06 y 05-Abr-06	17-Mar-06	22-May-06

Fuente: COVIANDES.

Actualmente el INCO puede realizar los pagos pendientes por concepto de Ingreso Mínimo Garantizado (IMG) a través de Deuda Pública (TES) en la medida que la deuda del INCO tiene reconocimiento de deuda pública de la Nación y desde el año 2006 se incluye esta consideración en la Ley de Presupuesto Nacional.

Derivado de la particularidad de la operación en la que se concentra la compañía, Coviandes muestra una estructura financiera estable en el tiempo. La compañía presenta un endeudamiento medido como Pasivo Total sobre el Activo Total menos Valorizaciones al cierre del 2005 del 67,30%; mostrando una gran estabilidad durante todo el periodo de estudio. Este indicador se ubicó en octubre de 2006 en un 64,40%.

Al 30 de junio de 2006 el endeudamiento financiero de la compañía ascendía a \$65.403 millones de pesos compuesto principalmente por bonos opcionalmente convertible en acciones (34,22%), obligaciones financieras (28,24%) y un crédito sindicado (37,54%).

En el año 2005 la deuda financiera presentó un incremento del 67,4% con respecto al año anterior, debido al crédito

*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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

sindicado que se adquirió con el Banco Davivienda, Santander, Colpatria y Granahorrar (BBVA). Los prepagos que se realizaron en el 2006 por \$103.450 millones de pesos permitieron que el saldo de este crédito pasara de \$123.500 millones de pesos en el 2005 a \$24.550 millones de pesos a junio de 2006. Tales pagos resultaron en un mejoramiento de los indicadores de endeudamiento. La deuda financiera sobre patrimonio pasó de 81,17% en el 2002 a 124,08% en el 2005, llegando a un nivel de 57,51% en junio de 2006.

En este momento este crédito sindicado se encuentra pagado en su totalidad sin presentar ningún inconveniente en los pagos ni en el cumplimiento de las condiciones estipuladas en el contrato de fiducia.

Cobertura:

El permanente crecimiento del EBITDA, producto de la positiva evolución de los ingresos operacionales, aunado a una reducción de las obligaciones financieras de la compañía resultó en un mejoramiento en el indicador de cobertura EBITDA sobre Intereses, el cual de junio de 2005 a junio de 2006 pasó de 2,28 veces a 5,87 veces.

La presente emisión corresponde a bonos ordinarios, por un valor de hasta \$80.000 millones con una periodicidad de pago de los intereses trimestre vencido contado a partir de la fecha de emisión. Del total de recursos obtenidos, se destinará el 87,7% a la sustitución del pasivo financiero actual a cargo de la SOCIEDAD CONCESIONARIA VIAL DE LOS ANDES S.A. y/o del PATRIMONIO AUTÓNOMO, y se destinará un 12,3% de estos recursos a la financiación de capital de trabajo.

La cobertura de deuda de estos bonos incluso en los diversos escenarios de tensión formulados por BRC Investor Services S.A. resultó suficiente para el pago del servicio de la deuda, guardando consistencia con el nivel de calificación asignado. Los escenarios de estrés consideraron el comportamiento del Tráfico Promedio Diario (TPD) y el tiempo de demora en el pago de las compensaciones del INCO.

La fortaleza del patrimonio autónomo de Coviandes para cubrir las obligaciones de la presente emisión se debe a las compensaciones del gobierno ante cualquier disminución del tráfico y a la estructura de la emisión de bonos. Esta estructura contempla la constitución de un fondo de provisión anticipada tanto para capital como para intereses mediante el cual se busca garantizar suficiencia de caja para el pago de las obligaciones derivadas de la presente emisión, al momento de su pago de la siguiente manera:

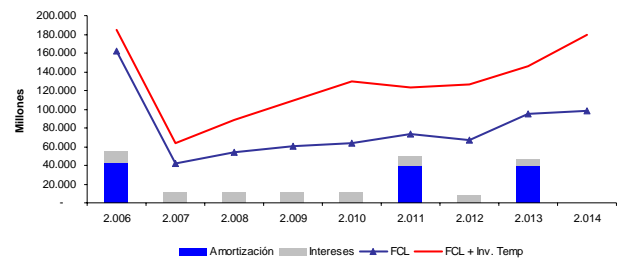
- Fondo para el pago de intereses de los BONOS: Para la atención del pago de intereses a cargo del PATRIMONIO AUTÓNOMO y a favor de los TENEDORES DE BONOS, la

FIDUCIARIA, mensualmente, reservará la alícuota correspondiente al pago trimestral de intereses de forma tal que cuente con el valor correspondiente para el pago de intereses con un mes de antelación a la fecha de pago de dichos intereses.

- Fondo para el pago de capital de los BONOS: Para la atención del servicio de la deuda a cargo del PATRIMONIO AUTÓNOMO y a favor de los TENEDORES DE BONOS, la FIDUCIARIA, con doce meses de antelación a cada una de las amortizaciones de los BONOS, reservará mensualmente la alícuota correspondiente al pago del capital de forma tal que cuente con el valor correspondiente para el pago de capital con un mes de antelación a la fecha de pago de dicho capital.

El siguiente gráfico (Gráfico 5) corresponde a las proyecciones del escenario base de Coviandes donde se demuestra que la generación interna de caja de la compañía permite cubrir el pago del servicio de la deuda en los años previstos.

**Gráfico 5**  
**Flujo de Caja Libre (FCL) Vs. Servicio de la Deuda**



Fuente: COVIANDES.

**5. ESTRUCTURA LEGAL**

El último pilar que fundamenta la calificación asignada lo constituye la estructura legal que sustenta, reglamenta y regula la operación.

Contrato de Concesión:

El 2 de agosto de 1994, Coviandes firmó el contrato de concesión No. 444 de 1994 con el Instituto Nacional de Vías – INVIAS, el cual se ha modificado por actas suscritas por las partes. El 29 de diciembre de 2003 el INVIAS cedió el mencionado contrato al Instituto Nacional de Concesiones – INCO mediante el otrosí No. 43.

El contrato de concesión No. 444 de 1994 corresponde a uno de primera generación por lo que cuenta con Ingreso Mínimo Garantizado (IMG). El mecanismo de compensación puede ser mediante aumento de plazo de la etapa de operación, aumento en el valor de las tarifas 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

peaje siempre y cuando este incremento no sea superior al 30% del incremento porcentual del IPC y pagar con recursos del presupuesto nacional en un término de 12 meses a partir del establecimiento del faltante. El mecanismo que ha sido utilizado por el gobierno es el pago con recursos del presupuesto general de la Nación.

El plazo para la construcción del proyecto, según el acta de acuerdo del 28 de mayo de 2006, modificatorio del contrato No. 444 de 1994, se inició el 26 de junio de 1996 y se terminó el 25 de septiembre de 1999.

El contrato de concesión estableció un periodo inicial de operación hasta septiembre del año 2013. Dados los mayores costos de operación y mantenimiento de los Túneles Bijagual y Buenavista que se contemplan en el Acta No. 46 suscrita entre INVIAS, INCO y Coviandes S.A. el 4 de octubre de 2004 el plazo de operación del contrato de concesión No. 444 se prorrogó por un término adicional de 42 meses, es decir hasta marzo de 2017. Finalmente mediante Acta No. 48 del 19 de julio de 2005 el plazo se amplió hasta agosto de 2020. En esta acta se establece el manejo, control y mitigación de las inestabilidades en los tramos 2 y 3.

#### Contrato de Fiducia:

Del contrato de concesión se desprende el contrato de fiducia mercantil de administración con la Fiduciaria de Occidente S.A., mediante el cual se constituyó el patrimonio autónomo denominado Fideicomiso de Administración y Garantía No. 3-034 - COVIANDES.

Coviandes transfiere al patrimonio autónomo los siguientes recursos:

- ✚ Valores a título de capital de riesgo y los recursos crediticios contratados bajo cualquier modalidad por el fideicomitente o producto del esquema financiero desarrollado por éste para destinarlos a la realización del proyecto.
- ✚ Los derechos de tipo patrimonial derivados del contrato de concesión y la cesión de los derechos de recaudo del peaje.

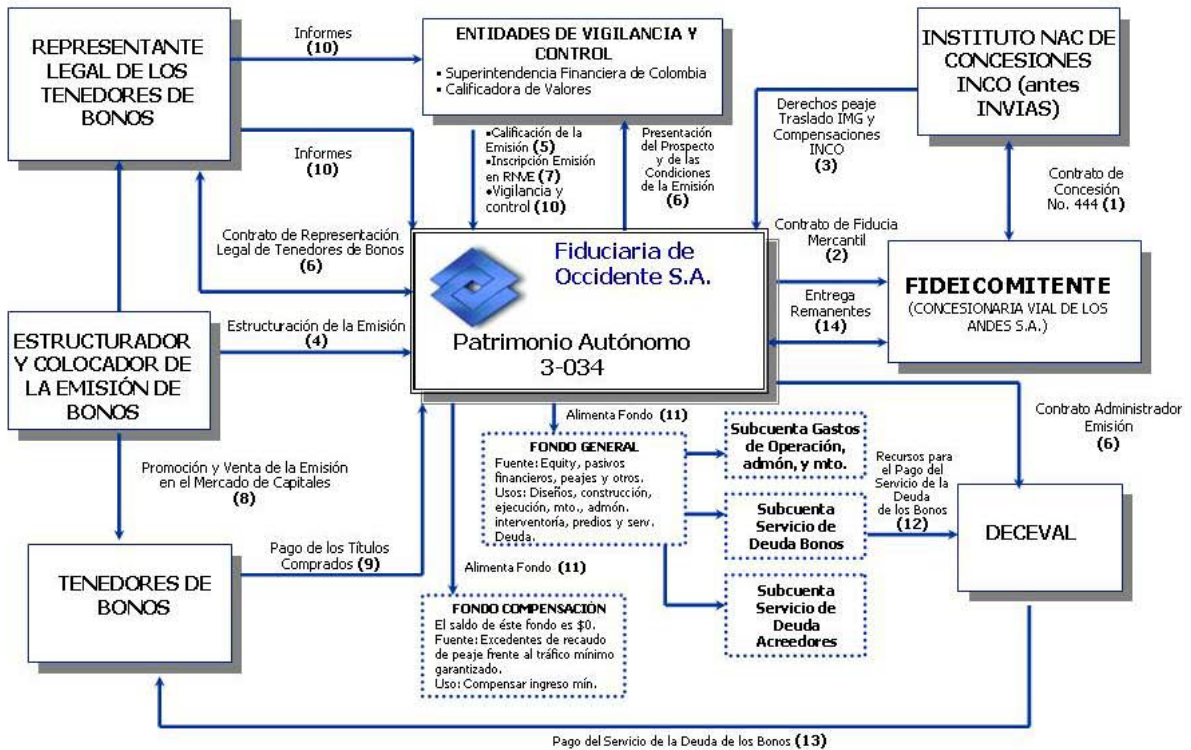
- ✚ Los recursos que genere el recaudo del peaje y servicios conexos del proyecto.
- ✚ Los rendimientos generados por las inversiones efectuadas.
- ✚ El valor de las compensaciones que cancele el INCO al fideicomitente.
- ✚ Los recursos que resulten de cualquier reclamación efectuada al INCO y/o a terceros por el fideicomitente y/o la fiduciaria, en defensa del patrimonio autónomo.
- ✚ Otros aportes en dinero o especie entregados por el fideicomitente.

El esquema de administración se puede ver en detalle en el Gráfico 6. El contrato de fiducia establece que en el caso de la Subcuenta del Servicio de la Deuda, la fiduciaria provisionará mensualmente una tercera parte del servicio trimestral total de la deuda de manera tal que para la fecha del pago del trimestre se encuentren en su poder el 100% de los recursos que se pagarán a los acreedores garantizados. En caso de que los recursos que conforman la subcuenta servicio de la deuda sean insuficientes para cumplir con las provisiones antes mencionadas, la fiduciaria acumulará el déficit en las provisiones al mes siguiente. Si la fiduciaria en la fecha de pago de las obligaciones a cargo del fideicomitente y/o del patrimonio autónomo y a favor de los acreedores garantizados o amparados por el contrato de fiducia, no dispone de los recursos suficientes, bien sea por concepto de capital o de intereses Coviandes dentro de los 10 días hábiles siguientes al requerimiento efectuado por la fiduciaria deberá suministrar los recursos faltantes para cumplir con las obligaciones de pago con los acreedores garantizados o amparados.

El cálculo de la provisión mensual que se ha venido realizando y se encuentra estipulada en el contrato de fiducia presentará variaciones para ajustarse a los nuevos requerimientos de los fondos para el pago de intereses y de capital de los bonos de la presente emisión.

*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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

**Gráfico 6**  
**Esquema de Administración Patrimonio Autónomo**



Fuente: COVIANDES.

Los números negros significan la secuencia de los eventos.

*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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

Discrepancias con el INVIAS (hoy INCO):

En el siguiente cuadro (Tabla 5) se detallan las principales discrepancias entre el INCO y Coviandes con los resultados jurídicos de cada proceso. Todos estos procesos han sido solucionados en su totalidad y de acuerdo a información

proporcionada por Coviandes S.A. en la actualidad no hay conflictos que impliquen riesgos o contingencias negativas pendientes por solucionar. Las soluciones a los conflictos presentados se implementaron a través de las actas cuyas principales características se detallan en la Tabla 5.

**Tabla 5**  
**Formas de Solución de los Principales Conflictos entre COVIANDES con el INVIAS (hoy INCO)**

Proceso	Descripción	Resultado Jurídico	Valor del Laudo
<b>Laudo Arbitral del 25 de julio de 2004</b>	Controversia generada por los perjuicios sufridos por la concesionaria en el crédito con el JP Morgan, ante los diferentes incumplimientos del INVIAS.	INVIAS es responsable de los sobrecostos del crédito contratado con el JP Morgan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pago de perjuicios por \$14.355 millones más intereses.</li> <li>• Pago de honorarios y gastos de funcionamiento del tribunal, no cancelados por el INVIAS por \$174 millones, más intereses moratorios desde la fecha de pago por COVIANDES.</li> </ul>
<b>Laudo Arbitral del 29 de julio de 2004</b>	Controversia generada por la ejecución de obras no presupuestadas en el contrato de concesión para mitigar los efectos de las inestabilidades geológicas en la vía Bogotá – Villavicencio en los tramos 2 y 3.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• INVIAS es responsable y reconoce el 40% del valor de las obras en el tramo 2 y 50% en el tramo 3 (ejecutadas a partir de enero 1 de 2004).</li> <li>• COVIANDES no debe garantizar a su costa y de manera ilimitada una solución definitiva para dichas inestabilidades.</li> </ul>	\$3.555 millones más intereses
	Controversia generada por el reconocimiento de la garantía de ingresos en el peaje del Boquerón a partir del 26 de septiembre de 1999, a raíz de las inestabilidades geológicas.	INVIAS es responsable y se resuelve que la fecha de inicio de la operación del tramo 2, incluido el peaje de Boquerón fue septiembre 26 de 1999	\$65.388 millones más intereses
<b>Acta No. 46 de octubre de 2004</b>	Obras adicionales en los Tramos 5 y 6, vía superficie, y en el túnel de Buenavista, así como el reconocimiento de los costos reales de operación del túnel de Buenavista.	INCO es responsable y para cancelar el monto de las obras convenidas y realizadas a partir de agosto de 2004, el INCO incrementa el plazo de la concesión en 42 meses (hasta agosto de 2017), con un IMG a partir de octubre de 2013, equivalente al 70% del IMG inicialmente pactado en el contrato de concesión 444 de 1994.	
<b>Acta No. 48 de julio de 2005</b>	Forma de pago de obras de mitigación de los tramos 2 y 3	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se determina que las obras, por un valor máximo establecido en el acta, que se realicen a partir del 1 de enero de 2005, serán canceladas por el INCO al incrementar el plazo de la concesión en 41 meses hasta agosto de 2020.</li> <li>• Se mantiene el IMG a partir de octubre de 2013 equivalente al 70% del originalmente pactado en el contrato de concesión.</li> <li>• COVIANDES crea un fondo con aportes de \$40 millones mensuales de junio de 1994, a partir de enero de 2006 y hasta junio de 2007.</li> </ul>	
<b>Acta No. 49 de diciembre de 2005</b>	Alistamiento y mayores costos en operación y mantenimiento de los tramos por la entrega de los mismos, sin el nivel de servicio requerido por el contrato	INCO es responsable y el pago se realiza con recursos consignados por el INCO en un fondo especial de acuerdo a la ejecución de las obras y mediante el incremento del IMG del 70% al 75% a partir de octubre de 2013 hasta agosto de 2020.	

Fuente: COVIANDES.

*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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

CONCESIONARIA VIAL DE LOS ANDES S.A. COVIANDES S.A.  
Y PATRIMONIO AUTÓNOMO NO. 3-034

BALANCE GENERAL (Cifras en Millones de Pesos)	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Jun-06	Oct-06
<b>ACTIVOS</b>						
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>						
Disponible	19	4	27	28	38	13
Inversiones Temporales	348	7,370	5,176	7,844	45,554	30,694
Neto Cuentas por Cobrar	83,520	93,917	138,901	188,610	41,299	50,834
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>83,887</b>	<b>101,291</b>	<b>144,104</b>	<b>196,482</b>	<b>86,891</b>	<b>81,541</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>						
Neto PP&E	2,316	2,067	2,539	2,974	3,205	3,271
Inversiones	430	431	440	441	382	371
Diferidos	211,923	203,862	195,037	197,898	203,738	204,310
Corrección Monetaria Activo Diferido	2,456	5,007	4,691	4,388	4,271	4,193
Valorizaciones	0	0	52	939	940	940
Otros Activos	0	0	0	23	28	28
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>217,125</b>	<b>211,367</b>	<b>202,759</b>	<b>206,663</b>	<b>212,564</b>	<b>213,113</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>301,012</b>	<b>312,658</b>	<b>346,863</b>	<b>403,145</b>	<b>299,455</b>	<b>294,654</b>
<b>PASIVOS</b>						
<b>PASIVO CORRIENTE</b>						
Cuentas por Pagar	41,689	34,084	7,383	6,042	5,772	5,437
Impuestos por Pagar	1,325	1,511	34,511	63,841	41,312	16,450
Otros	396	458	2,530	3,412	1,110	8,387
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>43,410</b>	<b>36,053</b>	<b>44,424</b>	<b>73,295</b>	<b>48,194</b>	<b>30,274</b>
Obligaciones financieras	61,593	30,179	75,795	141,970	43,020	69,550
BOCEAS	22,000	22,383	22,383	22,383	22,383	22,383
<b>Total Pasivo financiero</b>	<b>83,593</b>	<b>52,562</b>	<b>98,178</b>	<b>164,353</b>	<b>65,403</b>	<b>91,933</b>
Ingresos Anticipados	43,401	46,761	40,987	28,688	67,931	62,845
Impuestos diferidos	21,878	35,931	25,343	0	0	0
Corrección monetaria diferida	5,751	5,216	4,706	4,357	4,208	4,109
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>71,030</b>	<b>87,908</b>	<b>71,036</b>	<b>33,045</b>	<b>72,139</b>	<b>66,953</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>198,033</b>	<b>176,523</b>	<b>213,638</b>	<b>270,693</b>	<b>185,736</b>	<b>189,160</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital	27,400	27,400	27,400	27,400	27,400	27,400
Reserva Legal	57	57	10,112	13,700	13,700	13,700
Utilidades Acumuladas	37,595	49,382	52,264	2,145	2,145	2,145
Revalorización Patrimonio	26,140	32,504	40,620	46,659	49,546	50,926
Utilidad del Ejercicio	11,787	26,791	2,778	41,611	19,989	10,382
Superavit Valorizaciones	0	0	52	939	940	940
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>102,979</b>	<b>136,134</b>	<b>133,226</b>	<b>132,454</b>	<b>113,720</b>	<b>105,493</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>301,012</b>	<b>312,657</b>	<b>346,864</b>	<b>403,147</b>	<b>299,456</b>	<b>294,654</b>

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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

CONCESIONARIA VIAL DE LOS ANDES S.A. COVIANDES S.A.  
Y PATRIMONIO AUTÓNOMO NO. 3-034

ESTADO DE RESULTADOS (Cifras en Millones de Pesos)	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Jun-06	Jul 06 - Oct 06
<b>Ingresos Operacionales</b>	68,324	75,636	96,398	99,492	48,736	36,508
<b>Gastos Operacionales</b>	32,927	36,480	42,734	41,546	21,268	16,680
<b>Utilidad Operacional</b>	35,397	39,156	53,664	57,946	27,468	19,828
<b>Ingresos y Gastos No Operacionales</b>	-16,910	3,138	8,822	40,920	6,384	-2,357
Rendimientos Financieros	8,273	5,516	12,181	7,423	10,510	128
Otros Ingresos	316	515	10,204	47,437	348	28
Otros Gastos	2,040	2,459	2,063	0	1,901	1,101
Gastos Financieros	43,402	9,283	15,245	20,109	5,776	3,002
Diferencia en cambio	12,333	-619	0	0	0	0
Corrección Monetaria	7,610	9,468	3,745	6,169	3,203	1,590
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	18,487	42,294	62,486	98,866	33,852	17,471
Impuestos sobre la renta	6,700	15,503	24,162	38,577	13,863	7,089
<b>Utilidad Neta</b>	11,787	26,791	38,324	60,289	19,989	10,382

*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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*