

Concesionaria Trásvase Olmos (CTO)

Informe Anual

Clasificaciones	Mayo 2018	
	Tipo de Instrumento	Clasificación Actual
Bonos Corpor	AAA(pe)	AAA(pe)

Con información financiera auditada a Dic-17 y no auditada a Mar-18.
Calificaciones otorgadas en Comités de fecha 29/05/2018 y 30/11/2017.

Perspectiva Estable

Resumen del Proyecto

Tipo de Proyecto: *availability Project*, pago por disponibilidad.

Concedente: Gobierno Regional de Lambayeque

Concesión: Contrato BOOT por 21.25 años hasta 23 de Setiembre del 2025.

Accionistas: OPI - Odebrecht Participações e Investimentos Ltda. (63.7%) y CNO - Constructora Norberto Odebrecht – CNO- (36.3%)

Constructor: Odebrecht Perú Ingeniería y Construcción S.A.C. (OPIC)

Costo Total: US\$301 MM (estimado inicial US\$247 MM), US\$184.8 MM corresponden al EPC.

Certificado Puesta en Marcha: 26.07.2012

Status del Proyecto: En Operación desde Ago.12

Operador: Concesionaria Trásvase Olmos S.A.

Resumen de la Deuda Senior Garantizada

Monto Total: US\$150 MM, divididos en US\$100 MM en Bonos Corporativos y US\$50 MM en préstamo con la CAF.

Garantías: i) Hipoteca sobre los derechos de la Concesión y sus bienes; ii) Prenda de acciones; iii) Fideicomiso de Flujos; iv) Garantía Soberana; v) Cuenta de Reserva por 6 meses de servicio de deuda (aprox. US\$9.2 MM); y, vi) Garantía Parcial de CAF por US\$28 MM. Esta última será liberada tras concretarse la venta de acciones.

Metodología Aplicada: Metodología Maestra de Clasificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos de 01-2017.

Analistas

María del Carmen Vergara
maria.vergara@aai.com.pe

Johanna Izquierdo
johanna.izquierdo@aai.com.pe
(511) 444 5588

Resumen

Apoyo & Asociados (A&A) ratifica la clasificación de AAA(pe) a los Bonos emitidos por Concesionaria Trásvase Olmos (CTO). La Perspectiva es Estable.

CTO es la concesionaria encargada de desarrollar y operar el Proyecto de Trásvase de Aguas del Proyecto Olmos, el cual consiste en la captación y trásvase de aguas del río Huancabamba mediante un túnel trasandino de 19 km para su posterior entrega a razón de 406 Hm³/año al Gobierno Regional de Lambayeque (GRL) con el fin de poner en valor a 38,000 ha. de tierras eriazas en las Pampas de Olmos. El Proyecto inició operaciones en Ago-12.

Los bonos por US\$100 MM se emitieron en soles y dólares en el 2006 con vencimiento hasta Set.2025 que coincide con el término de la concesión. Los bonos y el préstamo de la CAF por US\$50 MM forman parte de la deuda garantizada que financió el 61% del costo del proyecto. El saldo de la deuda garantizada a Mar18 fue US\$113.6 MM (Dic17: US\$115.9 MM), de los cuales los Bonos ascienden a US\$95.0 MM (Dic17: US\$95.9 MM).

Factores Claves de la Clasificación

Flujos predecibles y estable: Los ingresos de CTO se encuentran asegurados con el Contrato *Take or Pay* firmado con el GRL que garantiza a CTO, hasta el fin de la concesión, una retribución mensual por el servicio de trásvase de 406 Hm³/año de agua, la misma que es independiente de la disponibilidad del recursos hídrico y de la demanda efectiva y/o uso del agua trásvasada que pueda hacer el GRL. Desde el inicio de la operación, agosto 2012 hasta la fecha, el GRL ha cumplido con el pago puntual de la contraprestación, siendo la retribución anual durante 2015-2017: US\$30.3, 30.7 y 31.3 MM, respectivamente; y de US\$31.5 MM a U12M Mar18.

Garantía Financiera Soberana: El Estado peruano (BBB+ por *FitchRatings*, ratificado en abril 2018), a través del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) garantiza el pago oportuno de la retribución que tiene que hacer el GRL a CTO hasta por US\$401.3 MM. Asimismo, ante una caducidad anticipada de la concesión, incluso por hechos imputables al Concesionario, la Garantía Soberana cubre la deuda financiera senior (hasta por US\$145 MM) y la devolución del aporte de capital (hasta por US\$20 MM). Esta garantía es incondicional, irrevocable, absoluta, solidaria y sin beneficio de excusión. Debido a esta garantía, el rating de los bonos tiene un link directo con el rating del Estado peruano.

Bajo Riesgo Operativo: la operación de trásvase de agua es de baja complejidad, por lo que los riesgos asociados a esta etapa se encuentran acotados. Asimismo, por la naturaleza del activo de larga vida de duración no se esperan grandes inversiones para renovaciones de equipos (US\$406k c/5 años); además, los gastos de operación y mantenimiento suelen ser relativamente estables y se estiman en US\$6.5 MM anuales en promedio (U12M Mar18: US\$6.6 MM, 2017: US\$4.9 MM, 2016: US\$7.1 MM, 2015: US\$6.4 MM). En el 2017, se registró un menor O&M debido al diferimiento de la ejecución de proyectos relacionados con el fenómeno El Niño (FEN). Así el Budget del 2018 de O&M asciende a US\$7.0 MM. Cabe señalar que desde el inicio de la operación, CTO ha cumplido con las entregas de agua en las condiciones establecidas en el contrato de concesión y según lo requerido por el GRL.

Estructura sólida y Flexibilidad financiera: Los bonos cuentan con sólidas garantías y adecuados ratios de cobertura. En un escenario base, A&A espera un ratio de cobertura de servicio de deuda (*DSCR, Debt Service Coverage Ratio*) promedio de 1.30x (2018-2025) con un mínimo de 1.14x en el 2020, año pico de servicio de deuda.

Por su parte el LLCR (*long life coverage ratio*) mínimo asciende a 1.24x. En el *rating case*, se espera que el DSCR promedio ascienda a 1.24x, y un LLCR mínimo de 1.17x, las cuales se encuentran en línea con el rating y la naturaleza del proyecto (*availability Project*).

El DSCR natural calculado por A&A ascendió a 1.29x, 1.39x y 1.26x en el 2016, 2017 y a los U12M Mar-18, respectivamente. Asimismo, el ratio de endeudamiento (Deuda Financiera / EBITDA) viene cayendo acorde con la amortización programada de la deuda senior de 6.5x en el 2014 a 4.6x a U12M Mar18.

Los adecuados ratios de cobertura y el no pago de dividendos (a la fecha sigue reportando pérdidas contables) han permitido que CTO acumule fondos líquidos, suficientes para reemplazar las cartas fianzas que respaldaban las cuentas de reserva (US\$9.5 MM a marzo 18) y contar con caja de libre disponibilidad por US\$6.7 MM (US\$8.3 MM a Dic17). Así el total de caja ascendió a US\$16.2 MM a marzo 18 (Dic16: US\$9.4 MM).

Cabe señalar que la liquidez acumulada le otorga una buena flexibilidad financiera y permite mitigar el riesgo de limitado acceso a nuevas fuentes de financiamiento al que se encuentra expuesto CTO, a raíz de que su accionista Odebrecht fue sentenciado por actos de corrupción en Brasil, lo que deterioró seriamente su solvencia financiera (*rating C* por FitchRatings, abril 2018) e inhabilitó para seguir participando en proyectos con el Estado peruano. Así, los fondos de libre disponibilidad por US\$6.7 MM, permiten soportar una desviación de 96.2% del Budget de O&M aprobado para el 2018, lo cual es poco probable debido a la baja complejidad en la operación y a que en este tipo de proyectos no se espera desviaciones grandes en el O&M, salvo por eventos no recurrentes como el FEN del primer trimestre 2017.

Cabe destacar que CTO es una empresa de propósito exclusivo (desarrollo y operación de la concesión) de quiebra remota, por lo que una potencial quiebra de sus accionistas no generaría automáticamente una quiebra de la concesionaria. Finalmente, CTO es generadora de recursos y no tomadora de recursos del *Sponsor*, y dado que no se espera fuertes inversiones en el futuro, y por ende requerimiento de aportes adicionales, A&A considera que la débil situación financiera por la que atraviesa su accionista, no genera un impacto negativo en la concesionaria.

¿Qué podría modificar el *rating*?

En opinión de Apoyo & Asociados, un incremento en la deuda senior garantizada, una reducción importante en la liquidez de la empresa y en la generación de caja por una desviación significativa en los gastos de operación y mantenimiento (mayor a lo estimado); y/o cambios en la situación financiera del Estado que conlleven a un incumplimiento en el pago del servicio de trasvase podrían afectar negativamente el *rating*.

■ Hechos Relevantes

DU 003-2017 y Ley 30737 (Retención de Pagos)

El 13 de febrero del 2017, el Estado publicó el Decreto de Urgencia (DU) No. 003-2017, con el fin de garantizar la continuidad de la operatividad de los proyectos y/o concesiones relacionadas con accionistas condenados o que hayan admitido actos de corrupción, como es el caso de CTO y H2OImos, viabilizar la venta de las mismas, y asegurar al Estado el pago de la reparación civil.

Dicho DU obligaba a las entidades del Estado a retener un porcentaje sobre los pagos realizados a empresas comprendidas en actos de corrupción, hasta por un monto equivalente al promedio del margen neto de ganancia, después de tributos, de los últimos cinco años de proyectos similares. En línea con lo anterior, el 6 de junio CTO informó como Hecho de Importancia, que el 1 de junio del 2017, La Fiduciaria, en calidad de Fiduciario, había retenido fondos por US\$501,888.78 correspondiente a la Retribución Mensual por el Servicio de los meses de enero, febrero, marzo y abril 2017, según lo requerido por el GRL.

En vista que CTO no había reportado un margen neto positivo a la fecha, y que los flujos provenientes de la Retribución estaban cedidos a los Acreedores Garantizados, la Concesionaria solicitó a la Fiduciaria la activación de la Garantía Soberana, a efectos que el MEF cumpla con reintegrar el monto retenido. Luego de conversaciones entre las partes, la retención fue considerada indebida y se extornó en dos tramos, el primero por US\$343,844 (26/06/2017) y el segundo por US\$158,044 (07/08/2017).

Posteriormente, el 11 de marzo del 2018, se promulgó la Ley No. 30737 y el 9 de mayo del mismo año, el reglamento de la misma, las cuales reemplazaron al DU 003-2017 y sus lineamientos. Si bien ésta sigue aplicando para CTO, se establece la exoneración de la retención sobre los importes a ser pagados por el Estado a las entidades que cuenten con garantía financiera soberana, como es el caso de CTO, eliminando el riesgo de incertidumbre sobre futuras retenciones.

Por otro lado, la norma sigue señalando que las empresas comprendidas continúan suspendidas de realizar transferencias de fondos al exterior sin la aprobación del MINJUS. Así pues, según el reglamento de la Ley 30737 publicado el 09 de mayo del 2018, se establecen los siguientes pasos a seguir: Las compañías deberán presentar el debido formato de solicitud (formato 1 del reglamento), así como el documento que conste la obligación de transferencia al exterior. Adicionalmente, se deberá especificar el cronograma de transferencias, en caso que implique más de un pago. Finalmente, el MINJUS tendrá un plazo máximo de 10 días hábiles para responder dicha solicitud.

En opinión de CTO, la suspensión de transferencias al exterior no genera ninguna limitación para contratar con proveedores en el exterior toda vez que el plazo de los contratos vigentes se ha

adecuado considerando el tiempo de aprobación del MINJUS bajo la Ley; además, éstos se regularán en línea con el nuevo plazo establecido por la normativa (máximo 10 días hábiles).

Intención de venta de las acciones de CTO:

La situación del grupo Odebrecht (C por FitchRatings, abril 2018) producto de los actos de corrupción en los que estuvo inmerso, llevó a la compañía a iniciar la venta de activos con el fin de acumular liquidez para afrontar el actual entorno adverso.

Así, el 25 de noviembre del 2016 Odebrecht anunció la firma de un contrato de compra-venta con Brookfield (70%) y Suez (30%), "los Compradores", por el 100% de las acciones de CTO y H2OImos, operación que fue aprobada por Asamblea de Obligacionistas un mes después (21/12/2016). Los Compradores a su vez formarían la empresa Omco *Water* quien se encargaría de la operación.

Posteriormente, CTO ingresó la solicitud de la aprobación de transferencia de las acciones a los Compradores, el cambio de Inversionista Estratégico y el cambio de Operador al GRL de acuerdo a lo planteado en el Contrato de Concesión, quien lo aprobó el 17/05/2017.

Sin embargo, cinco meses después (07/07/2017) la venta de las acciones de CTO quedó trabada debido a que el Primer Juzgado de la Investigación Preparatoria Nacional contra Odebrecht, ordenó a la Concesionaria anotar en su Libro de Acciones la medida de inhibición para disponer de las acciones de Odebrecht en la concesionaria. No obstante, con fecha 11 de set. 2017, la Primera Sala Penal de Apelaciones revocó dicha medida, por lo que la concesionaria está nuevamente habilitada para continuar con el proceso de venta.

A la fecha (May18) no se ha realizado dicha transacción debido a que las partes se encuentran analizando la nueva normativa, la misma que establece que para la venta de activos se deberá contar con la autorización del MINJUS y la opinión del MEF, además de realizar el pago de la reparación civil calculada por el procurador público y el íntegro de la deuda tributaria exigible (la ley señala que en cada operación se retiene el 50% del precio de venta hasta alcanzar el monto de ambas obligaciones). Finalmente, se debe mencionar que una vez que se materialice la venta, CTO dejaría de estar comprendida bajo la Ley 30737.

Cabe señalar que pese a que aún no se concreta la transferencia, el 6 de setiembre del 2017, se firmó la Primera Adenda al Contrato de Compraventa de Acciones por el cual se extendió el plazo del mismo, demostrando que el interés de los compradores por CTO (y H2OImos) se mantiene vigente.

A&A considera que la venta de CTO (y H2OImos) tiene un impacto positivo en la concesionaria debido a la mejor solvencia financiera y *expertise* operativo de los postores en relación a la situación actual del accionista controlador (con *rating* C por

FitchRatings, abril 2018). Asimismo, la Clasificadora destaca la vigencia de la intención de compra debido a la calidad de los activos del proyecto, los cuales brindan una generación estable de flujos a los accionistas y/o potencial de crecimiento en la zona. En tal sentido, la Clasificadora espera que la venta de las acciones de CTO se materialice en los próximos meses toda vez que ya se cuenta con la ley y el reglamento del mismo, así como la aprobación de los Obligacionistas, el PEOT y el GRL; además con una actitud positiva por parte del Gobierno.

Liberación de la Garantía Parcial (GP) de la CAF

El Gobierno peruano solicitó a la CAF una garantía parcial hasta por US\$28 millones para respaldar su compromiso asumido en la Garantía Soberana de cubrir el pago de la retribución en caso el GRL no cumpla con el mismo. Si es que se ejecuta la GP, los fondos se destinarían directa y exclusivamente al pago del servicio de deuda de los bonos (cubre los próximos 1.5 años), y el Estado se convertiría en deudor directo de la CAF. El plazo de la garantía es por 19 años con vencimiento Feb25; además, CTO asume el pago de las comisiones de dicha carta fianza.

Respecto a lo anterior, la Asamblea de Obligacionistas del 21 de diciembre del 2016, aprobó el levantamiento de dicha garantía, sujeto a que se concrete la transferencia de acciones a Los Compradores y se cuente con la autorización del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Por ello, CTO pagó a los Bonistas un *waiver fee* de 5 pbs del saldo de los bonos a dicha fecha.

La Clasificadora considera que la eliminación de dicha garantía no tendría un impacto negativo en términos de riesgo crediticio, dado que la calidad crediticia actual del Gobierno peruano (**BBB+** en el 2018 vs. **BB-** en el 2010, fecha de *rating* inicial), el buen performance de la operación del proyecto integral (con más de tres años de operación) y las cuentas de reserva con las que cuenta la estructura, reducen la probabilidad de que se active la misma. Incluso, al eliminarla se tiene un efecto positivo en el flujo de caja toda vez que se ahorraría los costos anuales de dicha fianza (US\$616k en promedio).

Finalmente, en vista que aún no se ha concretado la transferencia de las acciones, la GP sigue vigente.

■ Descripción y Análisis del Proyecto

El Proyecto Trasvase de Aguas consiste en la captación y trasvase de recursos hídricos del río Huancabamba, a través de un túnel trasandino de 19 km, para su posterior entrega a razón de 406 Hm³/año al GRL. Este proyecto permitirá la irrigación de 43,000 Ha. ubicadas en las Pampas y el Valle de Olmos, de las cuales 38,000 Ha. fueron subastadas a empresas agroindustriales y 5,500 Ha. pertenecen a los pequeños agricultores del Valle Viejo de Olmos.

El Proyecto es parte del Proyecto Integral Olmos, el cual comprende tres fases: i) **Fase 1:** Trasvase de Agua,- Proyecto en cuestión, cuya operación inició en Ago12; ii) **Fase 2:** Generación hidroeléctrica 850 GWh/año (licitado a Sinersa); y, iii) **Fase 3:** Infraestructura de riego y puesta en valor de 38,000 ha. de tierras eriazas y mejoramiento de 5,500 ha. de tierras en Olmos, a cargo de H2Olmos. La operación de esta fase inició en Nov.14.

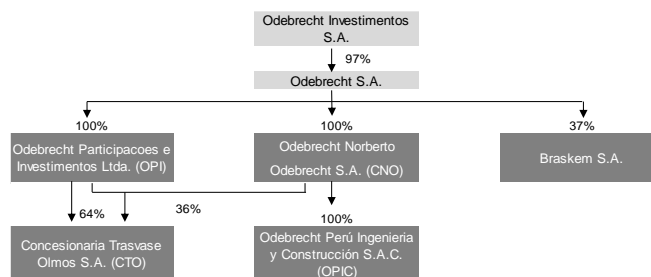


Fuente:CTO

Emisor

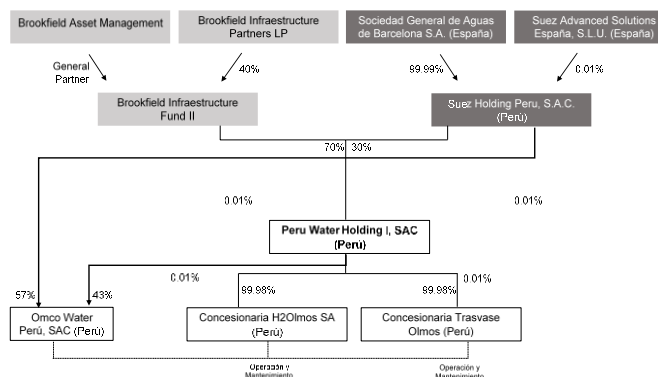
Concesionaria Trasvase Olmos (CTO) es una empresa de propósito específico, constituida el 9 de julio del 2004 para desarrollar y operar el Proyecto de Trasvase de Agua, según lo establecido en el Contrato de Concesión, firmado con el Gobierno Regional de Lambayeque, en su calidad de concedente, por un plazo de 20 años, el cual fue ampliado hasta el 23 de setiembre del 2025, debido a los retrasos en la culminación de las obras (819 días). El plazo puede renovarse por cuatro periodos adicionales de diez años cada uno hasta un máximo de 60 años.

La empresa pertenece al grupo Odebrecht a través de Odebrecht Participações e Investimentos (OPI), dedicada a las inversiones en concesiones con el 63.68% y Constructora Norberto Odebrecht (CNO) con el 36.32%.



Fuente:CTO

Cabe señalar que en caso se cierre el acuerdo de venta, la nueva estructura accionaria sería la siguiente:



Fuente: CTO

A continuación una breve descripción de ambas compañías que adquirirían CTO:

Brookfield:

BIF II, forma parte de Brookfield Asset Management, BAM, líder en la operación y gestión de activos alternativos con más de 100 años de historia, presencia global y con más de US\$265 mil millones en activos bajo administración (AUM). BAM presenta un portafolio diversificado enfocado principalmente en los negocios de servicios básicos, energía e infraestructura. En este último, Brookfield administra y gestiona un portafolio de un valor de US\$38.8 mil millones (Dic-17), distribuidos en diversos sectores: transporte, energía renovable, servicios públicos y sector energético. En los años de experiencia ha mostrado un buen *track record* en cuanto a rentabilidad (meta anual: 12 – 15%), con una estrategia conservadora de financiación y demostrada capacidad en recapitalizar y reestructurar financieramente proyectos de gran envergadura. En los últimos 15 años ha invertido más de US\$20 mil millones en capital en más de 80 proyectos de infraestructura.

Cabe destacar la importante participación entre 30 y 40% de Brookfield en el *equity* de los Fondos que administra (en el caso de Brookfield Infrastructure Partners LP –BIP-, ésta participa con el 40% de Brookfield Infrastructure Fund II), lo cual permite inferir el alto compromiso de la administradora para con los fondos y su alineación de intereses. El vehículo que utiliza Brookfield para participar en el *equity* de los Fondos, Brookfield Asset Management tiene un rating de A- por S&P (Ago-17).

Suez:

Suez es una compañía con más de 150 años de historia dedicada a la provisión de servicios de agua, electricidad, gas y gestión de residuos.

Respecto al segmento de abastecimiento y distribución de agua, Suez proporciona servicios de optimización de redes, ingeniería, equipamiento, operación y mantenimiento. En los años de experiencia ha logrado abastecer de agua potable a más de 90 millones de personas, ha producido, en promedio, 5,138 GWh de energía, ha trabajado con más de 300 mil clientes y administra, de manera conjunta, aproximadamente 500 mil hectáreas de superficie neta de riego. Entre sus recientes proyectos de irrigación, destaca la administración central del proyecto Segarra – Garrigues (43.04%), en España, el cual cuenta con una superficie neta de riego de 68,151 hectáreas y requiere 315 hm³ de agua anual. De igual manera, dirige el Canal de Navarra Fase I, así como su extensión, en España, el cual cuenta con una superficie neta de riego de 22,363 ha. (ampliable en 15,275 ha.); entre otros proyectos de gran envergadura en más de 70 países.

Europa es el continente en el que Suez concentra la mayor cantidad de servicios brindados (71%), seguido por Oceanía (7%), Norte América, Sur América y África (los tres con 6% de participación).

Es importante resaltar que a lo largo de su trayectoria, Suez ha reportado una rentabilidad favorable, así como una capacidad de generación de caja estable. Durante el 2017, la compañía registró ingresos por €15.9 mil MM, así como un EBITDA de €2.6 mil MM; además, cuenta con un rating de A3 por Moody's (ene-18) con perspectiva negativa.

Los potenciales compradores cuentan con mejor solvencia financiera y *expertise* en relación a la situación actual del accionista (C por FitchRatings, abril 2018). Asimismo, la intención de compra de las dos concesiones en simultáneo (CTO y H2Olmos) permitirá una operación más eficiente a los Compradores dadas las sinergias que se pueden lograr.

Project Completion

La fase de construcción se inició el 23 de marzo del 2006, y finalizó en julio 2012, 28 meses después de lo inicialmente previsto (Mar.10), debido a eventos geológicos adversos en la construcción del túnel. Lo anterior fue calificado como Evento No Imputable al Concesionario, por lo que el Concedente amplió el plazo de la construcción en 819 días hasta el 31 de julio 2012.

Las obras principales comprenden; i) túnel transandino de 19.3 km de longitud y 4.8 m. de diámetro con capacidad de 2,050 MMC/año a 65 m³/seg; y, ii) Presa Limón (tipo concrete rock field dams) de 43 m. de altura con capacidad de embalse de 44 Hm³ (30 Hm³ útiles y 14 Hm³ volumen muerto).

El retraso en el inicio de operaciones ocasionó una pérdida por los ingresos no percibidos para la Concesionaria de US\$43.6 MM más IGV, monto que fue cancelado por el Estado en el 2012 (Jun.12: S/ 18 MM, Jul.12: S/ 96 MM). Adicionalmente, se generaron *overruns* por la necesidad de

incurrir en actividades adicionales. El estimado del constructor OPIIC fue de US\$54 MM, de los cuales el Estado solo reconoció US\$5.7 millones (cancelados en Jul14). En tanto, US\$28.3 millones fueron asumidos por el Constructor y el resto (US\$20 millones) por CTO.

El Certificado de Puesta en Marcha se alcanzó el 26.07.2012. Así, el 1 de agosto del 2012 se dio inicio a las operaciones. Durante la fase de construcción, se contó con las siguientes garantías:

Garantía	Características
Completion Guarantee	OPI garantizó de forma irrevocable, absoluta e incondicional la cobertura de sobrecostos y del servicio de deuda del Endeudamiento Garantizado durante la etapa de construcción y hasta 9 meses posteriores a la entrega del Certificado de Cumplimiento del Proyecto.
Experiencia del Constructor	OPIIC es una empresa con más de 25 años de desempeño en el Perú, la cual cuenta con el soporte técnico de la Constructora Norberto Odebrecht (CNO), empresa líder en el sector construcción en América Latina.
Engineering Procurement and Construction Contract (EPC)	Firmado el 9 de enero del 2006 entre CTO y OPIIC. El contratista será responsable por la obra hasta un año posterior al término de la misma, debiendo cubrir, de ser necesario, los costos adicionales necesarios hasta por US\$9.3 millones.
Garantía del Estado ante un Evento Geológico	Se refiere a la posibilidad del incremento de los costos y plazos ante calidad de roca diferente a la señalada en estudios geológicos (cobertura máxima: (i) CTO asume hasta US\$4.5 millones o 5% del Monto de Inversión en las obras del Túnel Trasandino; (ii) El Estado asume hasta US\$6.5 millones o 7% del Monto de Inversión en las obras del Túnel Trasandino, de lo desembolsado adicionalmente por CTO con cargo a reajuste de la RUB; (iii) Si los anteriores resultasen insuficientes, el Concedente asumirá el saldo hasta un máximo de 18% del monto de inversión correspondiente al Túnel.

Fuente: CTO

Riesgo de Operación

La operación de trasvase de agua es de baja complejidad, por lo que los riesgos asociados a esta etapa se encuentran acotados. Asimismo, por la naturaleza del activo de larga vida de duración no se espera grandes inversiones en el futuro para renovaciones de equipos (US\$406k c/5 años), y los gastos de operación y mantenimiento suelen ser relativamente estables (U12M18: US\$5.3 MM; 2017: US\$4.9 MM).

Además, el Operador estratégico (CNO) cuenta con la experiencia necesaria para operar dicho proyecto. Asimismo, ha participado en la construcción de importantes obras de irrigación como Chavimochic (48,000 ha 50% sembradas a la fecha), Cuchoquesera, Jequetepeque, Talambo y Zaña.

Como indicador de funcionamiento se emplea el valor porcentual de la operatividad de las compuertas en las diferentes estructuras de salida de la Presa Limón: bocatoma provisional, aliviadero de compuerta, descarga de fondo y caudal biológico, los cuales operaron al 100% durante el 2015 y 2016.

Entre febrero y abril del 2017, Lambayeque, región donde se encuentra ubicado el proyecto de irrigación (que comprende CTO y H2Olmos) fue afectada por El Niño costero. A raíz del

mismo se intensificaron las lluvias, y por ende, el crecimiento del río Olmos. En tal sentido, entre el 26 de febrero y 05 de abril se decidió, en coordinación con el PEOT, dejar de trasvasar agua por el túnel trasandino debido a que la abundancia de agua generó que no se requiera dicha actividad. Cabe señalar que durante los meses restantes las compuertas operaron al 100%, situación que se repitió en el primer trimestre del 2018.

Para el 2017, se presentó un Budget de O&M de US\$6.5 MM; sin embargo, el gasto real incurrido durante dicho año (US\$4.9 MM) resultó inferior toda vez que la situación de la región no permitió concretar trabajos de mantenimiento, ni diversos proyectos planificados para el año. Así, del total de gastos operativos reportado en los EEFF auditados, aproximadamente US\$1.0 MM serán ejecutados durante el 2018. En tal sentido, el Budget de O&M para dicho año resulta superior alcanzando la suma de US\$7.0 MM.

Entre los proyectos de mantenimiento planeados inicialmente (para el 2017) figuraban trabajos de hidrología y mecánica, caminos, estudios y consultorías. De igual manera, para dicho año se tenía planeado realizar proyectos como la inspección del túnel trasandino, eliminación de vegetación de la cola del embalse, así como la implementación de proyectos (que incluyen algunos que generarían mayor eficiencia operacional). De los últimos mencionados, el único que se llevó a cabo en su totalidad es la inspección del túnel trasandino, el cual implicó un costo real de US\$4.0 mil, significativamente menor respecto a lo presupuestado (US\$100 mil), ahorro que se dio dado que la suspensión del trasvase permitió que el equipo de O&M, junto con el PEOT, hagan la inspección, sin la necesidad de contratar equipos ni personal especializados.

Cabe señalar que en caso se realice la transferencia de acciones, Brookfield y Suez han decidido que mantendrán al personal clave de CTO para garantizar la continuidad de las operaciones. Asimismo, se constituiría la empresa Omco Water, liderada por Suez que operaría la concesión. Así, A&A esperaría que en el futuro, Suez implemente mejores prácticas en términos operativos.

En efecto, la Clasificadora ve positivo (en términos operativos) el cambio de accionistas debido al *expertise* de los nuevos socios. Asimismo, la intención de compra de las dos concesiones en simultáneo CTO y H2Olmos permitirá una operación más eficiente a los Compradores dadas las sinergias que se pueden lograr.

Riesgo de Demanda

Los ingresos del Concesionario se encuentran asegurados por todo el periodo de operación de la Concesión (Agosto12-Set25), mediante un contrato tipo *Take or Pay*, firmado con el Gobierno Regional de Lambayeque, el mismo que está

garantizado en su totalidad por el Estado peruano, según garantía financiera soberana otorgada a CTO y ésta a su vez está respaldada por la garantía parcial de la CAF (hasta Feb25). Por dicho Contrato de Prestación de Servicio, CTO se compromete a entregar al GRL un volumen anual de 406 Hm³, según calendario de entregas mensuales.

Calendario Mensual de Entregas y Contraprestaciones

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Set	Oct	Nov	Dic	Volumen Anual
Hm ³	30.4	43.5	44.7	41.1	41.6	46.0	37.2	34.1	23.8	20.2	23.4	20.1	406.1
US\$ MM	2.0	2.9	2.9	2.7	2.7	3.0	2.5	2.2	1.6	1.3	1.5	1.3	26.8

Fuente: CTO
Elaboración Propia

En contraprestación, el GRL paga a CTO una remuneración mensual equivalente al producto del volumen de trasvase de agua acordado por la Remuneración Unitaria Básica (RUB) de US\$0.0659/m³, tarifa que se ajusta mensualmente¹. A marzo 2018 la RUB cerró en US\$ 0.0787/m³ (Dic-17: US\$ 0.0777/m³), superior en 4.3% a la registrada en el 2016 (US\$ 0.0752/m³) debido a la inflación en EEUU (CPI), así como a la depreciación del Sol respecto al Dólar (TC).

Por lo anterior, la empresa presenta unos ingresos predecibles y relativamente estables con una facturación anual promedio de US\$33.0 millones, y pagos mensuales que van de US\$1.5 millones a US\$3.4 MM, según el calendario de entregas de agua establecido.

Cabe señalar que el pago de la retribución es independiente de la disponibilidad del recurso hídrico y la demanda efectiva por parte del GRL. Así, entre el periodo Ago-12 y Nov-14, a pesar de no haberse trasvasado agua a solicitud del GRL, este ha cancelado el 100% de la contribución acordada.

Con la entrada en operación del proyecto de irrigación en nov14, a cargo de su vinculada H2OImos, la entrega de agua se hace según la demanda de los clientes de H2OImos, mediante solicitud del GRL a CTO. Durante el 2017 se entregó el 49.8% (2016: 64.6%) de la cantidad contractual.

Calendario Mensual vs. Entrega real

Hm ³	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Set	Oct	Nov	Dic	Volumen Anual	% cantidad contractual
Calendaric	30.4	43.5	44.7	41.1	41.6	46.0	37.2	34.1	23.8	20.2	23.4	20.1	406.1	
2014											5.7	5.9	11.6	26.7%
2015	6.0	5.8	4.2	4.4	9.7	7.2	8.6	12.2	17.6	20.1	20.1	21.2	137.1	33.8%
2016	21.7	18.0	19.1	19.3	21.8	20.6	22.9	23.8	25.6	25.2	23.6	21.8	262.3	64.6%
2017	22.9	9.5	0.0	7.7	11.1	13.8	19.5	19.4	22.5	25.0	24.4	27.4	202.2	49.8%
2018	36.1	32.0	36.3										104.3	87.9%

Fuente: CTO
Elaboración Propia

Del cuadro anterior se aprecia que entre febrero y agosto del 2017, la entrega de los volúmenes de agua fue inferior al de similar periodo del año anterior. Lo anterior producto de la suspensión temporal de la misma como consecuencia del fenómeno El Niño costero. Así, dados los elevados niveles de

¹ El ajuste mensual se realiza en base a la siguiente fórmula:

$$RUB = \left[70\% * RUB_0 * \left(\frac{CPI_n}{CPI_0} \right) \right] + \left[30\% * RUB_0 * \left(\frac{IPM_n}{IPM_0} \right) * \left(\frac{TC_0}{TC_n} \right) \right]$$

-70% por la inflación americana acumulada desde la presentación de la oferta económica en Mar04 (CPI0: 187.4) y el mes de liquidación.

agua que alcanzó el río Olmos durante dichos meses, no era necesario el trasvase de agua inicialmente programado. A partir de agosto 2017 se inició de manera gradual la normalización del trasvase, logrando hacia fines de año, niveles mensuales de trasvase superiores respecto al 2016.

Por su parte, durante el primer trimestre del 2018 se han trasvasado 104.3 Hm³, logrando aproximadamente el 88.0% de la cantidad contractual pactada para dicho periodo. A&A espera que, dado el avance de las hectáreas sembradas, el trasvase del agua continúe incrementándose hasta lograr lo establecido en el calendario mensual.

Es importante recalcar que la decisión tomada de no entregar agua, en coordinación con el PEOT, no afectó los ingresos de CTO debido al contrato *Take or Pay* con el GRL, los cuales se vienen percibiendo al 100% desde el inicio de las operaciones.

Perfil y Análisis Financiero

Financiamiento

El costo total del proyecto fue estimado inicialmente en US\$247 millones, los cuales se financiaron 61% con deuda y 39% con *equity* (el cual considera el cofinanciamiento del Estado).

Fuentes (US\$ Miles)	Usos (US\$ Miles)	
Bonos	100,000 EPC	185,000
Prestamo CAF	Intereses durante construcción	40,500
Co-Financiamiento (Estado peruano)	Gastos Pre-Operativos	21,500
Equity Odebrecht		20,000
Total	Total	247,000

Fuente:CTO

Cabe señalar que el retraso en el inicio de operaciones ocasionó pérdidas de ingreso al Concesionario, los cuales fueron reconocidos por el Estado en el 2012 por US\$43.6 MM.

Por su parte, el Concesionario tuvo que contraer préstamos con su Matriz (US\$20.0 millones) para cubrir el desfase temporal de ingresos y los sobrecostos no reconocidos por el Estado, por lo que el costo total del proyecto se incrementó a US\$301 millones.

Los Bonos CTO fueron colocados el 8 de marzo del 2006, en soles y dólares siendo la fecha de emisión y desembolso de la segunda y cuarta emisión el año siguiente. El servicio de deuda es trimestral hasta Set20, y mensual a partir de Oct20, hasta Set2025, mes en que termina la concesión. La emisión no cuenta con *tail* debido a la garantía financiera del Estado.

-30% por el IPM Perú acumulado desde el primer mes de operación y el mes de liquidación, ajustado a la variación del tipo de cambio del primer mes de operación (S/ 2.61 por dólar) y del mes de liquidación.

El saldo de los bonos en circulación a Mar-18 ascendió a US\$95.0 MM (Dic-17: US\$95.9 MM).

En Millones	Monto	Tasa	Plazo	Redención	P. Gracia
1° Emisión	US\$40.5	8.00%	14.5	08-Sep-20	4.5
2° Emisión	US\$5.0	8.00%	13.5	08-Sep-20	3.5
3° Emisión	S/. 135.00	VAC + 6.625%	19.5	08-Sep-25	14.5
4° Emisión	S/. 45.00	VAC + 6.625%	18.5	08-Sep-25	13.5

Fuente: CTO

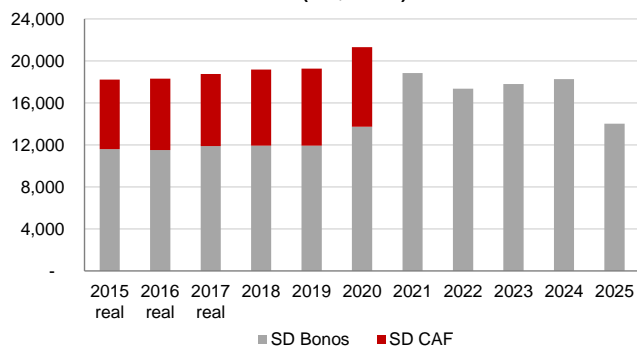
Por su parte, el préstamo con la CAF tiene un plazo de 15 años, con 5 de gracia, y vencimiento en el 2020 a una tasa Libor 3M + 2.75%. En marzo 2009 CTO contrató un swap de tasa con HSBC de New York, y fijó la tasa en 5.91%. El saldo a Mar-18 ascendió a US\$18.6 MM (Dic-17: US\$20.0 MM).

Existe una cuenta garantía para el contrato SWAP, constituida inicialmente por US\$5.5 MM, y computada en otras cuentas por cobrar. Este importe retorna gradualmente a CTO a partir de diciembre del 2013, siendo el saldo a Dic. 17, US\$2.0 MM.

Los bonos y el préstamo CAF constituyen el endeudamiento garantizado.

Entre el 2018-2025, el servicio de deuda anual promedio asciende a US\$18.3 MM con un pico en el 2020 (US\$21.3 MM), año en el que vence el préstamo CAF, así como la primera y segunda emisión de los bonos corporativos.

Cronograma de Servicio de Deuda Garantizada (US\$ miles)



Fuente: CTO
Elaboración

Adicionalmente, en Oct-10, CTO adquirió una deuda subordinada por US\$20 millones con una empresa afiliada del accionista (Odebrecht Overseas Ltd.-OOL), con el fin de cubrir descalces entre el flujo de ingresos y las obligaciones financieras de CTO ante el retraso en el inicio operaciones. A Mar-18, el saldo de la deuda ascendió a US\$15.9 MM (Dic-17: US\$15.6 MM) y devenga un interés anual de 6.95% con vencimiento en el 2018, el cual se tiene planeado ampliar o reestructurar. El pago de los intereses y amortización de capital se realizan con los flujos de libre disponibilidad según la cascada de pagos y siempre y cuando la cobertura del servicio de deuda *senior* sea $\geq 1.1x$ veces.

De esta manera, a Mar-18, el total del financiamiento (bonos, préstamos de CAF y OOL) asciende a US\$129.4 millones (Dic-17: US\$131.6 millones).

Garantías Vigentes

Las garantías de la deuda *senior* (por un máximo de US\$155 millones), cuya ejecución se rige bajo el Contrato Marco de Garantías (CMG), son las siguientes: i) La hipoteca sobre el derecho de la Concesión y sus bienes; ii) la prenda de acciones; iii) la garantía parcial de la CAF (sólo para los bonistas); iv) la Garantía Financiera Soberana; v) Fideicomiso de Flujos constituido por el 100% de los ingresos; y, vi) Cuenta de Reserva para el SD semestral.

El Agente de Garantías, representante de los Acreedores Permitidos Garantizados (APG), es Citibank del Perú S.A.

Garantía Parcial de la CAF

El MEF, representando a la República del Perú, solicitó a la Corporación Andina de Fomento (CAF) la emisión de una garantía parcial para respaldar las obligaciones por concepto de retribución por el servicio de trasvase de aguas, por un monto de hasta US\$28 millones (equivalente a casi un año de facturación). De esta manera, la CAF garantiza de forma irrevocable, incondicional, absoluta, solidaria y sin beneficio de excusión, el pago puntual y oportuno del servicio de trasvase de agua, solo se activa ante la falta de pago por el servicio de trasvase de agua por parte del Estado peruano, y los fondos se destinan a cubrir exclusivamente el SD de los bonos (equivalente a 2.5 años del mismo).

La vigencia de dicha garantía es hasta febrero 2025 y sólo es ejecutable una vez iniciado el periodo de operación.

El 21 de diciembre del 2016 CTO informó que la Asamblea de Obligacionistas aprobó la renuncia a la Garantía de Crédito Parcial otorgada por CAF, la cual se hará efectiva una vez que se materialice la transferencia de las acciones a Brookfield y Suez.

Garantía Financiera Soberana

El 13 de febrero del 2006, el Gobierno peruano suscribió el Contrato de Garantía Soberana por el cual garantiza a CTO y a los Acreedores Permitidos, en forma irrevocable, incondicional, absoluta, solidaria y sin beneficio de excusión el pago puntual y oportuno de la Retribución por el servicio de trasvase de agua; y el pago del íntegro de la compensación por terminación anticipada del contrato de concesión.

En opinión de la Clasificadora, un eventual impago a los Acreedores Permitidos (AP) generado por el incumplimiento del Estado en el pago de la Retribución tiene muy baja probabilidad de ocurrencia debido a que un eventual incumplimiento de pago a CAF (AP) podría generar un cross

default o *cross acceleration* ante esta entidad u otras agencias multilaterales; y a que el Estado peruano estaría exponiéndose a no poder obtener financiamientos en la plaza internacional. Las razones anteriores generan un incentivo muy fuerte a que el Estado peruano cumpla con sus obligaciones en el marco del contrato de Garantía Soberana.

En tal sentido, la Clasificadora considera que el riesgo de contraparte del pago de la Retribución por la Prestación de Servicio es igual al rating soberano (BBB+ y A- en moneda extranjera y local por FitchRatings, respectivamente) siendo éste el *cap* del *rating* de los bonos.

El monto de la Garantía no excederá lo siguiente:

Contrato de Garantía Soberana	
Concepto	Extensión de la garantía
I. Pagos por Retribución	
Retribución	Hasta por US\$401.33 millones más IG.V.
II. Pagos por terminación anticipada	
Endeudamiento	Hasta US\$ 145 millones más intereses.
Aporte de Capital	Hasta US\$ 20 millones, que corresponden al aporte de capital de CTO (incluyendo deuda subordinada).

Fuente: CTO

Cabe destacar que dicha garantía se mantiene vigente hasta a) el pago del íntegro de la Retribución; y/o b) el pago del íntegro de la Compensación por terminación anticipada por parte del MEF. Así, en el hipotético caso que se resuelva anticipadamente el contrato de concesión por cualquier causa, la deuda garantizada remanente (entre ella, los bonos emitidos) deberá ser pagada en su totalidad por el MEF.

Por otro lado, en caso se concrete el cambio de accionistas y/o la transferencia de acciones de CTO, según el informe de los asesores legales externos **no** se afectará la validez o vigencia de la garantía soberana, siempre que CTO cumpla con lo establecido en el contrato de Garantía.

Adicionalmente, el informe legal destaca que dado que la Garantía Soberana ha sido otorgada en beneficio de CTO y los Acreedores Permitidos (incluye a los bonistas) y no de los accionistas de la Concesionaria, la transferencia de acciones de CTO no requerirá de una cesión del Contrato de Garantía Soberana CTO ni de los derechos que se derivan de ésta a favor de sus beneficiarios actuales.

Fideicomiso de Acreedores

Este fideicomiso centraliza y distribuye la totalidad de los ingresos percibidos por CTO, que provienen del Fideicomiso Público (donde se abona la Retribución y/o garantía soberana) de acuerdo con la siguiente cascada de pagos:

1. Cuenta Recaudadora
2. Cuenta de Costos de Operación Mensuales (O&M)
3. Cuenta de Servicio de Deuda CSD
4. Cuenta de Reserva de Deuda CRD
5. Cuenta del Concesionario
6. Cuenta de Pago préstamo puente
7. Cuenta de Pagos restringidos

Cabe resaltar que la Cuenta del Concesionario incluye las cuotas de pago de los contratos de préstamo sin garantía, contratos de préstamo de capital de trabajo, contratos de préstamo de financiamiento de activos fijos y contratos de préstamo genérico.

El Fiduciario del Fideicomiso de Acreedores es La Fiduciaria, quién a su vez es el Fiduciario del Fideicomiso Público.

La Fiduciaria inició operaciones en el 2001. A marzo 2018 sus accionistas son Credicorp (45%), Interbank (35%) y Scotiabank Perú (20%). Cabe señalar que su principal accionista, Credicorp, es el mayor holding financiero del país y que dentro de sus empresas figura el BCP, que es la mayor institución financiera peruana y tiene un rating de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe). Por su parte, a marzo 2018, La Fiduciaria registró activos por S/ 25.0 MM (S/ 24.0 MM a dic. 2017), pasivos por S/ 18.0 MM (S/ 8.0 MM a fines del 2017) y un patrimonio neto de S/ 7.0 MM, menor al registrado al cierre del 2017 (S/ 16.0 MM). Asimismo, durante los últimos 12 meses a marzo 2018 tuvo una utilidad neta de S/ 12.5 MM (S/ 12.2 MM a dic. 2017).

Resguardos

CTO se ha comprometido a no efectuar reparto de utilidades, pago de dividendos, o pago alguno a empresas vinculadas en caso el Ratio Histórico y el Ratio Proyectado de Cobertura del Servicio de Deuda (*DSCR* por sus siglas en inglés) sea inferior a 1.1x.

Desde el inicio de las operaciones CTO no ha repartido dividendos debido a que se ha generado pérdidas contables, pero ha reportado *DSCR* natural promedio de 1.2x (2014-2017).

Desempeño Histórico

Los ingresos de CTO suelen ser estables según el contrato Take or Pay. Así, en los últimos cuatro años, los ingresos por la retribución del servicio alcanzaron un promedio de US\$30.9 MM anuales.

En el 2017, los ingresos se incrementaron en 1.9% por el reajuste de la RUB impulsado, principalmente, por la mayor inflación en EEUU (CPI) y la apreciación del Sol respecto al Dólar. En tal contexto, la facturación se ubicó en US\$31.3 MM.

Desempeño Financiero según EEFB Auditados a Diciembre 2017

US\$ 000	2014	2015	2016	2017	U12M 2018	2018E
RUB promedio (US\$/m)	0.0770	0.0745	0.0757	0.0772	0.0775	0.0785
Vari%	0.9%	-3.3%	1.6%	1.9%	0.5%	1.7%
Ingresos ¹	31,287	30,263	30,749	31,331	31,483	31,875
Gastos Operativos ²	-8,951	-6,419	-7,070	-4,923	-6,614	-6,965
EBITDA	22,336	23,844	23,679	26,408	24,869	24,910
Margen %	71%	79%	77%	84%	79%	78%
Capex	-4,614					
Impuestos	2,150	-558	397	267	194	-1,128
Comisión CAF/Swap	-1,757	-1,595	-1,396	-1,183	-1,672	-1,001
Free Cash Flow (FCF)	18,115	21,691	22,680	25,492	23,391	22,781
Servicio DFS	17,434	17,247	17,569	18,367	18,506	18,784
DFS	144,671	127,757	121,934	116,050	113,639	105,871
DSCR natural	1.04	1.26	1.29	1.39	1.26	1.21
DSCR Covenant*	1.09	1.22	1.24	1.47	1.44	1.34
DFS / Ebitda	6.48	5.36	5.15	4.39	4.57	4.25
Garantía Parcial CAF	28,000	28,000	28,000	28,000	28,000	28,000
SD Bonos	12,068	11,591	11,500	11,882	11,916	11,921
GP / SD bonos	2.32	2.42	2.43	2.36	2.35	2.35

¹Ingresos: Se contabilizan en:

- Ingresos por operación y mantenimiento (2017: US\$ 14.6 MM, 2016: US\$ 13.7 MM).
- Ingresos por amortización de capital del activo financiero (2017: US\$ 14.0 MM, 2016: US\$ 14.0 MM).
- Ingresos por ingresos financieros del activo financiero (2017: US\$ 2.8 MM, 2016: US\$ 3.1 MM).

2015: No incluye ingresos por Claim (US\$5.7MM)

²Gastos Operativos: No incluye provisiones ni gastos devengados.

*DSCR Covenant no considera comisión por GP de CAF, ni intereses por el Swap (2017: US\$1MM) y considera pagos al constructor (2014 US\$3.5; 2015 US\$: 2.1; 2016 US\$1.5M; 2017 US\$0M)

Fuente: CTO

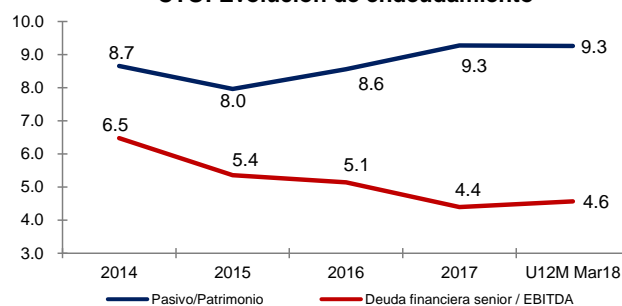
Por su parte, los O&M se redujeron en 30.4% pasando de US\$7.1 MM a US\$4.9 MM explicado, principalmente, por los menores gastos asociados a "Servicios prestados por terceros", los cuales están relacionados a la suspensión temporal de los trabajos de mantenimiento (de hidrología, caminos, estudios y consultorías) y proyectos debido a la situación de la región (Niño Costero). Así, la cantidad de lluvias y dificultad de acceso obligó a CTO a postergar diversos proyectos, los cuales piensan ejecutarse en el segundo semestre del presente año.

En el caso del análisis del año móvil al cierre de marzo 2018, la RUB tuvo un crecimiento de 0.5% (respecto a Dic17) guiada por la mayor inflación de EEUU (CPI) y, en menor medida, por la apreciación del sol en relación al dólar. Así, los ingresos a los U12M 2018 se ubicaron en US\$31.5 MM; mientras que los costos de operación y mantenimiento fueron de US\$6.6 MM.

Por su parte, el EBITDA calculado por A&A ascendió a US\$26.4 y 24.9 millones a diciembre 2017 y U12M 2018, con márgenes de 84 y 79%, respectivamente.

CTO muestra una creciente cobertura de intereses debido a la reducción de los GF en línea con la reducción de la deuda financiera según el cronograma de amortizaciones. De esta forma, el ratio de endeudamiento viene reduciéndose también progresivamente pasando de 6.5x en el 2014 a 4.6x a marzo 2018.

CTO: Evolución de endeudamiento



Fuente: CTO

Por otro lado, la empresa ha reportado pérdidas contables desde el inicio de las operaciones debido, principalmente, a que contablemente no se registra como ingresos cerca del 45% de la Retribución que percibe (contabilizados como amortización de capital del activo financiero). La empresa espera revertir las pérdidas contables a partir del 2019 por el menor nivel de O&M (después de culminar los proyectos pendientes por El Niño costero); además, a partir del 2021 tendrán una menor incidencia de los GF toda vez que se cancelarán la Primera y Segunda emisión de bonos en el 2020 y el préstamo CAF.

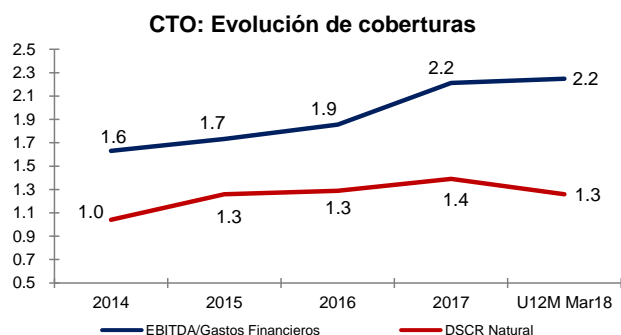
Sin embargo, a pesar de las pérdidas contables, la empresa es generadora de caja debido a que dada la naturaleza del negocio no se requiere de fuertes inversiones, destinando la totalidad de la caja generada además del servicio de la deuda senior y/o subordinada a la acumulación de fondos.

Así, en el 2017 y marzo 2018 el DSCR natural ascendió a 1.39x y 1.26x, respectivamente. Por su parte, la caja generada en el 2017 ascendió a US\$5.4 millones, superior a los US\$2.3 millones del 2016 debido al menor gasto operativo y mayores ingresos en el 2017; además, en el 2016 se registraron gastos no recurrentes que desviaron ligeramente al alza el gasto promedio de O&M (ejemplo: pago adelantado del seguro, cambio de tendones, etc.).

Cabe señalar que desde el 2014 no se han realizado pagos de la deuda subordinada, lo que sumado a adecuados ratios de cobertura, han permitido a CTO acumular fondos disponibles, los cuales se destinaron en parte a reemplazar las cartas fianzas que respaldaban las cuentas reserva de la deuda garantizada (CAF y bonos corporativos). Así, durante el 2017 se cumplió con reemplazar la última carta fianza que respaldaba la cuenta reserva de los bonos en dólares (1era y segunda emisión), cumpliendo lo acordado con la entidad financiera. Así, en octubre del 2017 se liberó la carta fianza emitidas por el BBVA Banco Continental, manteniendo CTO a la fecha todas sus cuentas reservas con efectivo.

Al cierre de marzo 2018, el total de caja ascendió a US\$16.2 MM, de los cuales US\$9.5 MM corresponden a las cuentas de reserva y US\$6.7 MM son de libre disponibilidad de CTO. En

dicha línea, el ratio de cobertura incluyendo el total de la caja (FCO + caja / SD) cubre en 2.2x el vencimiento corriente de la deuda, nivel superior al 1.7x del 2016, año en que la caja ascendió a US\$9.4 millones.



Fuente: CTO

La acumulación de fondos le otorga una buena flexibilidad financiera en un contexto en que la empresa tiene limitado acceso a nuevas fuentes de financiamiento debido a los problemas en los que se encuentra inmerso el grupo Odebrecht. Así, los fondos de libre disponibilidad por US\$6.7 MM (US\$8.3 MM a Dic17), permite soportar una desviación de 96.2% del Budget de O&M aprobado para el 2018, lo cual es poco probable debido a la baja complejidad en la operación, y a que en este tipo de proyectos no se espera desviaciones grandes en el O&M, salvo por eventos no recurrentes como el FEN del primer trimestre 2017.

Para el 2018, la Clasificadora espera que CTO cierre con un menor EBITDA (US\$24.9 MM) debido al mayor nivel de gasto (US\$7.0 MM) producto de la reanudación de trabajos de mantenimiento y proyectos que quedaron pendientes en el 2017. En tal sentido, para este año se han programado trabajos de electricidad, mecánica, mantenimiento de caminos y estructuras de concreto, rehabilitación de compuertas e implementación de proyectos; lo que sumado al pago de impuestos a partir del 2018 presionan el DSCR estimado a 1.21x.

No obstante esta situación puntual, la Clasificadora no esperaría desviaciones en costos superiores a 10%, por lo que estima que el promedio de O&M para los próximos años (2019-2025) de operación se mantendrá en US\$6.4 MM; además, con la experiencia ganada tras El Niño costero, CTO ha implementado mayores medidas de prevención y/o seguridad para el proyecto.

Proyecciones Financieras

Escenario base: considera el íntegro de la retribución por el servicio de trasvase, un ajuste anual de la RUB de 1.5% y de una desviación de 4% de los O&M proyectados por el cliente.

Escenario de stress considera el íntegro de la retribución por el servicio de trasvase, un ajuste anual de la RUB de 1.5% y de una desviación de 8% de los O&M proyectados por el cliente.

Cabe señalar que con la experiencia ganada en los años de operación, CTO está tratando de afinar los O&M buscando los procesos más eficientes, por lo que las nuevas proyecciones presentan un ajuste respecto a años anteriores.

La revisión de los flujos se realizó con información financiera a Dic17 y Mar18, así como sobre la base del Presupuesto Anual 2018 y del Modelo Financiero Actualizado a Abril 2018.

En el escenario base, CTO reportaría un Flujo Anual de Caja para el servicio de deuda, de US\$23.4 MM en promedio, luego de cubrir impuestos, participaciones y *capex* de mantenimiento; mientras que en el escenario sensibilizado, US\$22.5 MM.

Bajo estas consideraciones, se tiene que, bajo el escenario base, el ratio mínimo de cobertura de servicio de la deuda garantizada sería de 1.14x (2020) con un promedio de 1.30x. En el rating case (RC) la cobertura promedio baja a 1.24x con un mínimo de 1.10x (2020).

Cabe recordar que en el 2020 se presenta el monto más alto de servicio de deuda anual dado que durante dicho año se tiene programado terminar de cancelar el préstamo CAF.

Resumen de Resultados 2018-2025 actualizado a U12M Mar-18

Deuda Senior	CTO		Escenario Base		Escenario RC	
	Min.	Promed.	Min.	Promed.	Min.	Promed.
FCF / SD	1.29	1.44	1.14	1.30	1.10	1.24
LLCR*	1.47	1.55	1.24	1.28	1.17	1.22
DFS / EBITDA	4.23	2.84	4.25	2.87	4.28	2.96

*Incluyendo cuenta reserva.

Fuente: CTO

Elaboración Propia

Por lo expuesto anteriormente y teniendo en cuenta las condiciones establecidas en el contrato *Take or Pay*, la predictibilidad de los flujos proyectados, la Garantía Soberana del Estado, y la adecuada liquidez de la empresa, Apoyo & Asociados ha ratificado el *rating* de AAA(pe) a las emisiones pertenecientes al Primer Programa de Bonos Corporativos CTO.

Resumen Financiero - Concesionaria Traspase Olmos

(Cifras en miles de US\$)

	U12M Mar-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15	Dic-14
		Aud. 2017	Aud. 2017	Aud. 2015	Aud. 2015
Rentabilidad					
EBITDA	24,869	26,408	23,679	23,844	22,336
Mg. EBITDA	79.0%	84.3%	77.0%	78.8%	71.4%
FCF / Ingresos	76.8%	77.0%	59.2%	54.4%	16.0%
Cobertura					
Cobertura de intereses del FFO	2.3	2.3	2.0	1.9	4.9
EBITDA / Gastos financieros	2.2	2.2	1.9	1.7	1.6
EBITDA / Servicio de deuda**	1.1	1.1	1.0	1.3	1.0
Cobertura de cargos fijos del FFO	3.2	3.1	2.4	2.3	1.4
FCO / Servicio de deuda**	1.5	1.5	1.3	1.6	0.9
(FCO + Caja e Inversiones corrientes) / Servicio de deuda**	2.2	2.2	1.7	1.9	1.2
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda financiera <u>senior</u> total / EBITDA	4.6	4.4	5.1	5.4	6.5
Deuda financiera <u>senior</u> neta / EBITDA	3.9	3.7	4.7	5.1	6.2
Deuda financiera total / EBITDA	5.2	5.0	5.8	5.9	7.1
Deuda financiera senior total / Capitalización	79.1%	79.4%	79.7%	79.8%	81.0%
Costo de financiamiento estimado	9.6%	10.0%	10.2%	10.1%	9.1%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	10.7%	10.3%	9.0%	4.0%	5.5%
Pasivo / Patrimonio	9.3	9.3	8.6	8.0	8.7
Balance					
Activos totales	146,269	148,788	155,126	165,891	185,964
Caja e inversiones corrientes	16,241	17,584	9,396	5,957	6,640
Caja de Libre Disponibilidad (CLD)	6,703	8,288	3,679	5,957	6,640
Deuda financiera senior Corto Plazo	12,153	11,914	10,960	5,167	7,939
Deuda financiera senior Largo Plazo	101,437	104,072	110,804	122,590	136,732
Deuda financiera <u>senior</u> total	113,590	115,986	121,764	127,757	144,671
Deuda financiera subordinada	15,835	15,631	14,698	13,766	14,593
Deuda financiera total	129,425	131,618	136,462	141,523	159,264
Patrimonio Total	14,253	14,471	16,226	18,500	19,256
Capitalización	143,678	146,089	152,689	160,023	178,520
Flujo de caja					
Flujo generado por las operaciones (FFO)	24,840	24,528	17,479	17,532	5,306
Variación de capital de trabajo (Δ CT)***	-360	-324	841	-892	159
Flujo de caja operativo (FCO)	24,480	24,204	18,319	16,640	5,465
Actividades de inversión	-291	-80	-103	-174	-457
Flujo de caja operativo neto	24,189	24,124	18,216	16,466	5,008
Δ Cuentas con relacionadas	107	-313	1,660	1,657	9,394
Gastos financieros deuda senior	-7,640	-7,729	-7,805	-8,286	-10,323
Amortización de capital deuda senior	-10,866	-10,639	-9,766	-8,962	-8,226
Deuda subordinada OOL	0	0	0	-808	0
Otros financiamientos, netos	0	-4	-13	-750	750
Variación de caja	5,790	5,439	2,293	-683	-3,397
Resultados					
Ingresos*	31,483	31,331	30,749	30,263	31,287
Variación de Ventas	0.5%	1.9%	1.6%	-3.3%	0.9%
Utilidad operativa (EBIT)	24,685	26,225	23,861	23,664	22,194
Gastos financieros	11,057	11,934	12,760	13,768	13,705
Resultado neto	-1,452	-2,118	-2,641	-1,112	-2,108

*Ingresos: Se contabilizan en:

i) Ingresos por operación y mantenimiento (2017: US\$14.6 MM, 2016: US\$13.7 MM).

ii) Ingresos por amortización de capital del activo financiero en concesión (2017: US\$14.0 MM, 2016: US\$14.0 MM).

iii) Ingresos por ingresos financieros del activo financiero en concesión (2017: US\$2.8 MM, 2016: US\$3.1 MM).

**Servicio de deuda = Gastos Fin. + Deuda Corto Plazo (incluye deuda subordinada de OOL)

EBITDA = EBIT (no incl. otros ingresos y egresos) + Deprec.+ Amort. O&M no incluye provisiones ni gastos devengados.

CFO = Flujo de efectivo neto por actividades de operación. FFO = CFO + Δ CT

Δ CT = Variación de "Cuentas por cobrar comerciales", "Cuentas por pagar comerciales" y "Existencias"

Fuente: CTO

Elaboración Propia

ANTECEDENTES

Emisor:	Concesionaria Trasvase Olmos S.A.
Domicilio legal:	Víctor Andrés Belaúnde, 280, Of. 602, San Isidro
RUC:	20509093521
Teléfono:	(511) 221-4050
Fax:	(511) 221-5964

RELACIÓN DE DIRECTORES

Oscar Eduardo Salazar Chiappe	Presidente
Roger Fernando Llanos Correa	Vicepresidente
Diana Elizabeth Ortiz Mendoza	Director

RELACIÓN DE EJECUTIVOS

Alfonso Pinillos Moncloa	Gerente General
Karla Knize Estrada	Gerente de Administración y Finanzas
Ana Cecilia Rodríguez	Gerente Legal y Contractual
Carlos Samaniego Minaya	Gerente de Operación y Mantenimiento
Juan Carlos Urteaga	Gerente Comercial
Juan Soria Casaverde	Responsable de Sostenibilidad

RELACIÓN DE ACCIONISTAS

Odebrecht Participações e Investimentos Ltda.	63.68%
Construtora Norberto Odebrecht S.A.	36.32%

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución SMV N°032-2015-SMV/01 y sus modificatorias, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los siguientes instrumentos:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación</u>
Valores que se emitan en virtud del Primer Programa de Bonos Corporativos CTO	Categoría AAA (pe)
Perspectiva	Estable

Definición

CATEGORÍA AAA (pe): Corresponde a la más alta capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados. Esta capacidad no es significativamente vulnerable ante cambios adversos en circunstancias o el entorno económico.

Perspectiva: Indica la dirección en que se podría modificar una clasificación en un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no implica necesariamente un cambio en la clasificación. Del mismo modo, una clasificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin que la perspectiva se haya modificado previamente a positiva o negativa, si existen elementos que lo justifiquen.

Dicha nota se aplicará únicamente a las clasificaciones de obligaciones de largo plazo y a las clasificaciones de la Instituciones Financieras y de Seguros. Por lo tanto, no se asignará perspectiva para las obligaciones de corto plazo, acciones y cuotas de fondos mutuos y de inversión.

(*) La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.A&A.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.0% de sus ingresos totales del último año.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.