

Norvial S.A. – Bonos Corporativos

Informe Anual

Clasificaciones
Mayo 2018

Emisión	Monto (S/ MM)*	Rating Actual	Rating Anterior
1era	S/ 80 MM	AA(pe)	AA(pe)
2da	S/ 285 MM	AA(pe)	AA(pe)

Con información financiera auditada a diciembre 2017.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fecha 31/05/2018 y 30/11/2017.

Perspectiva

Estable

Metodologías Aplicadas

- Metodología Maestra de Clasificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (Apoyo & Asociados, enero 2017)
- Metodología de Clasificación para Autopistas de Cuota, Puentes y Túneles (FitchRatings, agosto 2017).

Resumen del Proyecto

Tipo de Proyecto / Estado: Carretera / Operación
 Obras: Segundas calzadas PN, construcción de 4 intercambios viales, calzada y cimentación de Puente Supe y estructuras faltantes de puentes Huaaura, Supe y Pativilca.

Concesión: Contrato BOT por 25 años (Ene.2028)
 Concedente: Estado Peruano (a través del MTC) / BBB+

Garantía: Fiduciaria y reales (ver pág. 10)

Concesionario: Norvial S.A.

Sponsors: Graña y Montero S.A.A. (G&M) - 67%
 y JJC Contratistas Generales S.A. (JJC) - 33%

Periodo de construcción: EPC vigente - 24 meses /
 Capex Adicional – entre 11 y 13 meses.

Constructor (EPC): Consorcio Huacho – Pativilca

(GyM S.A y JJC)

Consultor Técnico: Cowi

Resumen de la Estructura

Emisor: Norvial S.A.

Fiduciario Fideicomiso Flujos: Scotiabank Perú
 S.A.A. / AAA(pe)

Contrapartes Finan.: G&M (NR), JJC (NR)

BCP AAA(pe) y Banco Financiero AA (Class)

Estructuradores: Credicorp Capital Servicios
 Financieros S.A.

Apoyo & Asociados (A&A) ratificó la calificación de AA(pe) a la Primera y Segunda emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Norvial por un monto de hasta S/ 365 millones. La perspectiva es Estable.

Factores Relevantes de la Calificación
Activo con sólido historial de tráfico y ubicación estratégica.

La deuda está respaldada por los flujos de peaje de la Red Vial 5, la cual es operada por el emisor desde el 2003 (*brownfield*). El tráfico de la vía ha mostrado una evolución histórica positiva, con una tasa media anual de crecimiento (CAGR) entre 2003-2017 de 7.0%. Ello, apoyado en el crecimiento económico del país que ha beneficiado tanto el movimiento de mercadería (actividad comercial) como de personas; así como también por la ausencia de rutas alternas. En el 2017, el tráfico promedio diario anual (TPDA) se ubicó en 24,815 vehículos (+3.1% respecto al 2016) con un total de ejes de 21.2 MM (+3.2% respecto al 2016). La tasa de crecimiento muestra una fuerte desaceleración respecto a la de años anteriores debido al impacto del fenómeno El Niño costero durante el primer trimestre del año. Asimismo, la recaudación total del 2017 ascendió a S/ 157.7 millones (incluye IGV), superior en +5.9% respecto al año previo.

Tarifas actualizadas sin rezagos. El concesionario ha llevado a cabo la actualización de sus tarifas de acuerdo a lo señalado en el Contrato de Concesión (CC) durante los 15 años de operación. Al respecto, la Clasificadora destaca tanto el ajuste oportuno en el alza de peajes (en julio de cada año), como la baja elasticidad precio observada.

Experiencia probada del Concesionario y del Operador. Norvial tiene ya 15 años a cargo de la concesión, y el operador (Concar) ha participado desde el inicio en las labores de operación y mantenimiento. Cabe mencionar que, a la fecha, se ha cumplido de manera consistente con los límites admisibles de los Parámetros de Condición y Servicialidad exigidos bajo el CC. Ambas empresas forman parte del Grupo Graña y Montero (Grupo G&M), el cual cuenta con amplia experiencia en la construcción de carreteras, así como en la operación, conservación y gestión de infraestructura. A través de Concar, el Grupo opera tres concesiones viales Norvial (182.7 km), Survial (757.7 km) y Canchaque (78.1 km); así como también la Línea 1 del Metro de Lima. Adicionalmente, la empresa mantiene contratos de servicios de conservación de carreteras con el MTC y con gobiernos regionales. A la fecha realiza el mantenimiento de 2,710 km de carreteras y 33.1 km de vía férrea.

Moderado riesgo de Construcción. Las obras son de baja complejidad por lo que a la fecha no se ha registrado mayores sobrecostos. A la fecha, se registra un avance de ejecución de obras del 93.37%. A pesar del avance de obras, las garantías otorgadas por el Constructor 5% del EPC, respaldadas con cartas fianzas bancarias del BCP (S/ 9.2 MM) y Banco Financiero (S/ 4.5 MM), no se han reducido.

Analistas

Johanna Izquierdo
 (511) 444 5588

johanna.izquierdo@aai.com.pe

Daniela Gallo
 (511) 444 5588

daniela.gallo@aai.com.pe



La Clasificadora ha tomado en cuenta el riesgo de retrasos en la obra ante la falta de entrega de áreas por parte del concedente (la obra debió culminar en marzo 2016; sin embargo, actualmente se espera culmine en marzo 2019) y considera que no existe un impacto negativo en el flujo de caja debido a que las nuevas obras no generan nueva recaudación ni impiden el tráfico actual.

GyM S.A y JJC Contratistas Generales S.A. conforman el consorcio Huacho Pativilca, encargado de las obras de la Segunda Etapa. Ambos tienen un *track record* importante en el rubro de ingeniería y construcción. En particular, Grupo G&M es el principal grupo peruano de servicios de ingeniería y construcción con más de 84 años de experiencia. Ha participado en la construcción de las carreteras longitudinales IIRSA Norte e IIRSA SUR (Integración Perú – Brasil), así como de diversos túneles, presas y muelles en todo el país. Cabe señalar que el mismo consorcio ejecutó las obras de la primera etapa de la construcción de la autopista Huacho- Pativilca por lo cual ya tienen un amplio conocimiento del proyecto y las obras que involucra. Por último, las obras pendientes de ejecución no interrumpen significativamente el tráfico y no afectan el cobro de peajes.

Adecuada resistencia financiera. Si bien las coberturas esperadas para el caso base se encuentran en el rango inferior de la categoría de riesgo, con un DSCR promedio de 1.56x, un mínimo de 1.38x (2026) y una cobertura de largo plazo (LLCR) de 1.46x, éstas son calculadas bajo proyecciones conservadoras de tráfico asumiendo un recorte significativo de la CAGR histórica de la vía (3.0% vs 7.0%). Cabe señalar que para el *rating case*, las métricas son un DSCR promedio y mínimo de 1.34x y 1.0x (2026), con un LLCR mínimo de 1.33x; los cuales se mantienen en niveles superiores a los obtenidos en las proyecciones iniciales donde se obtuvo un DSCR mínimo de 0.95x, siendo necesario el uso de la Cuenta de Reserva, debido al mayor crecimiento de tráfico versus el estimado inicialmente.

Tanto los supuestos como las sensibilizaciones utilizados en el caso base y el caso *rating* están en línea con la metodología de calificación de nuestro socio FitchRatings y es análogo a aquellos usados en proyectos similares.

Entre los limitantes del Rating se tiene:

Mix de Tráfico. Si bien el tráfico y la recaudación han mostrado una tendencia positiva en los 15 años de operación, ambos están compuestos de manera importante por el tráfico de vehículos pesados –HGV- (46% del tráfico, 77% de la recaudación en el 2017), el cual es menos resiliente ante *shocks* económicos. Así, en el 2017, con la desaceleración del PBI (+2.5%), el tráfico de vehículos pesados solo creció 2.0%, frente a una CAGR de 7.0% entre 2003-2017. Esto además contrasta con el crecimiento de 4.1% que mostró el tráfico de vehículos ligeros en el mismo periodo.

Es importante señalar que la nueva construcción no genera un incremento en los peajes y tráfico. En tal sentido, la culminación de las obras no da lugar a un incremento tarifario o a un *upside* en el nivel de tráfico que circula por la vía. Esta corresponde únicamente al cumplimiento de las obligaciones de Norvial bajo el Contrato de Concesión, por lo que la rentabilidad del proyecto muestra un descenso con respecto a los 13 años anteriores, aunque sigue siendo atractiva.

Actualmente, los principales accionistas, G&M y JJC, garantes solidarios para cubrir sobrecostos (hasta por S/ 57.7 MM), vienen afrontando una difícil situación financiera debido a los cuestionamientos sobre su posible participación en los actos de corrupción en que ha estado involucrado Odebrecht y a su posible inclusión en el alcance de la Ley 30737, que reemplaza al Decreto de Urgencia 003-2017. No obstante, el 18 de mayo de 2018 el Ingeniero Independiente certificó la conclusión del Periodo de Restricción, dándose por concluido el Convenio de Respaldo Financiero de los accionistas para cubrir los potenciales sobrecostos. Además, A&A considera que la actual situación de los garantes no impacta negativamente la clasificación, toda vez que los bonos se pagan con el flujo de peajes existentes, las obras ya cuentan con un avance físico de 93.37%, y los fondos de las obras remanentes se encuentran garantizados en el fideicomiso de flujos.

¿Qué podría derivar en un cambio de la calificación?

- Cambios adversos en las condiciones económicas del país, apalancamiento adicional, desviaciones mayores en O&M y retraso en la culminación del proyecto que genere sobrecostos por encima del paquete de garantías podrían afectar la calificación del Proyecto.
- Crecimiento del tráfico inferior al 3% durante un periodo prolongado de tiempo.
- Debilitamiento de la flexibilidad financiera en general, que resultara en un LLCR por debajo de 1.3x bajo las premisas del caso *rating* de la Clasificadora.
- Aumento anual prolongado mayor a 15% en los costos de operación y mantenimiento que afecte materialmente los flujos del proyecto.

Por su parte, en el mediano plazo, la Clasificadora no ve una mejora en el *rating* de los bonos.

PERFIL Y ANÁLISIS DEL PROYECTO
■ Antecedentes y Descripción del Activo

En enero 2003 el Estado Peruano (a través del MTC) suscribió con Norvial S.A. el Contrato de Concesión (en adelante CC) Red Vial 5 Tramo Ancón- Huacho-Pativilca de la Panamericana Norte el cual comprendía la construcción, mantenimiento y explotación de la infraestructura vial por un plazo de 25 años (hasta ene.2028), sin opción de ampliación de plazo. La red vial tiene una extensión de 182.7 km (dividida en tres secciones) y es una concesión autosostenible que paga como Retribución al Estado 5.5% de los ingresos por peaje (la cual se destina al Fondo Vial) y 1% de los ingresos a Ositrán por tasa de regulación.

Tramos viales concesionados

Ruta Nacional	Tramo Concesionado	Longitud Km.
R 1N	Dv. Ancón - Huacho	103.0
R 1N	Dv. Ancón - Pte. Chancay (Serpentín Pasamayo)	22.4
R 1N	Huacho - Pativilca	57.3
Total Longitud		182.7

Fuente: Contrato de Concesión.

Red Vial 5: Tramo Ancón – Huacho – Pativilca de la Panamericana Norte incluye:

- La **autopista Ancón – Huacho**, de 103 kilómetros. Empieza en el intercambio vial de Ancón (km 44), hasta el ingreso a la ciudad de Huacho, siendo una autopista de doble calzada.
- El **Serpentín de Pasamayo** de 22 kilómetros de longitud compuesta por una calzada de doble sentido.
- La **carretera Huacho – Pativilca**, de 57 kilómetros, que une las ciudades de Huacho, Huaura, Medio Mundo, Supe, Barranca y Pativilca. Actualmente es una calzada en doble sentido y Norvial tiene la obligación de construir una autopista de doble calzada, pasando por un nuevo trazo.

El CC establecía que la construcción de la nueva autopista Huacho- Pativilca se debía construir en **dos etapas**:

La **Primera Etapa**, finalizada en 2008, consistió en el reforzamiento de parte de la calzada ya existente (23.5 km), y en la construcción de dos tramos viales empalmados a la vía antigua (33.8 km), cada uno con una calzada de doble sentido (ver **mapa 1**). Asimismo, se construyeron los intercambios viales de Huacho y Pativilca, y las calzadas de los puentes Huaura, Supe y Pativilca. Las obras de la Primera Etapa fueron financiadas a través de un aporte de capital por US\$22 MM y deuda por US\$36 MM otorgada por el IFC y el IDB, cancelada antes de su vencimiento en enero 2014.

Las obras de la **Segunda Etapa** comprenden la construcción de la segunda calzada que complementa la autopista desde Huacho a Pativilca; cuatro intercambios viales, así como la calzada y cimentación del puente Supe, y las estructuras faltantes en los puentes Huaura, Supe y Pativilca (**Anexo A**).

El Concesionario se comprometió a invertir US\$138 MM (incluido IGV) en la Primera y la Segunda Etapa, monto actualizado respecto al inicial de US\$72.5 MM (incl. IGV).

Mapa 1.


Fuente: Norvial.

El costo total de la Segunda Etapa ascendía a S/ 402 MM, cuyo financiamiento estaría conformado por 91% de deuda y 9% de flujo de operaciones. El 1 de abril 2014 iniciaron las obras de la Segunda Etapa, esperando poder culminarlas en marzo 2016 (tras 24 meses de ejecución). No obstante, debido a los cambios normativos y al retraso en la obtención de los ROW, el plazo se ha venido ampliando. Actualmente, el nuevo calendario de ejecución aprobado tiene como fecha estimada de culminación de obras marzo 2019, tras la firma de la Adenda 5 al CC que establece: i) entrega parcial de las obras; ii) rediseño de las obras remanentes que incluye el reconocimiento por parte del Estado de las Nuevas Obras por aproximadamente S/ 60 MM adicionales, las cuales serán pagadas por el estado vía valorizaciones de avance de obras.

Es importante señalar que el retraso en las obras no tiene un impacto material en el flujo de caja, toda vez que no se espera ni aumentos de tarifa ni nuevos peajes al culminar las obras.

En cuanto al tramo existente entre Huacho y Pativilca, si bien solo presenta una calzada de ida y regreso, éste no mantiene un elevado nivel de congestión. Así, Norvial S.A. (a través de su operador Concar) ha mostrado una adecuada operación y mantenimiento de la vía, reflejado en el cumplimiento de los límites admisibles de los Parámetros de Condición y Servicialidad exigidos bajo el CC (rugosidad, peladura, baches, ahuellamiento, fisuras no tratadas, grietas,

coeficiente de fricción, índice de servicialidad presente – PSI, deflexometría, señalización).

Asimismo, cabe mencionar que la vía mantiene una ubicación estratégica al ser la única vía de acceso y salida de la ciudad de Lima por el Norte, principal área metropolitana del país con una población total de 11.2 millones de habitantes (35% del total nacional).

La vía cuenta con un historial de tráfico de 15 años, el cual ha mostrado una tendencia positiva. En el periodo 2003-2017 la CAGR del TPDA fue de 7.0%. En el 2017, se alcanzó un TPDA de 24,815 vehículos (+3.1% respecto al 2016), explicado mayormente por el crecimiento del tráfico de vehículos ligeros los cuales mostraron un incremento de 4.1% (vehículos pesados: +2.0%). Por su parte, el total de ejes a diciembre 2017 ascendió a 21.2 millones, +3.2% respecto a lo observado el año previo.

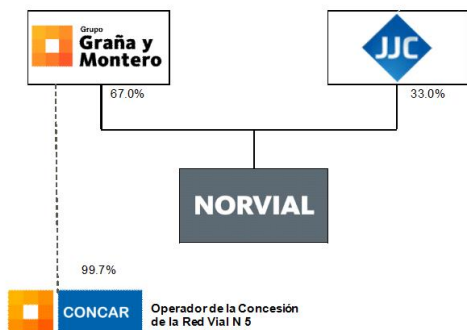
Propiedad y Patrocinador

Norvial S.A. se constituyó el 8 de octubre del 2002, con el fin de desarrollar las actividades de aprovechamiento hasta enero 2028 de la concesión del tramo vial Ancón-Huacho-Pativilca que incluyen, entre otros la construcción, rehabilitación, mejoramiento, operación, conservación, mantenimiento del tramo vial, así como también la prestación de servicios obligatorios y/o opcionales (aprobados por Ositran).

La compañía, pertenece a Graña y Montero S.A.A (67.0%) y a JJC Contratistas Generales S.A. (33.0%).

Norvial S.A.

La concesionaria ha mostrado un desempeño positivo durante el periodo transcurrido de la concesión. En el periodo 2011- 2017 sus ingresos pasaron de S/ 78.7 MM a S/ 133.7 MM, mostrando un CAGR de 9.2%; producto del mayor flujo vehicular que transita por la vía, apoyado a su vez en el dinamismo económico que ha vivido el país y el reajuste de la tarifa. Por su parte, el EBITDA ha mostrado un CAGR de 5.1% en el mismo periodo y alcanzó los S/ 81.1 MM en el 2017 con un margen EBITDA de 60.7%.

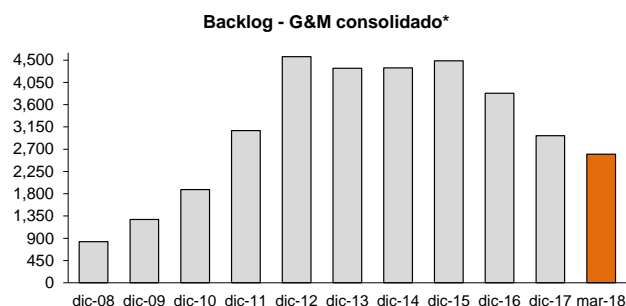


Fuente: G&M.

Graña y Montero S.A.A - Grupo G&M

El Grupo G&M es el principal grupo peruano de servicios de ingeniería y construcción, y cuenta con más de 84 años de trayectoria. Cuenta con experiencia en 13 países de Latinoamérica y operaciones permanentes en Perú, Chile y Colombia.

Pese a que el desempeño financiero del Grupo está vinculado al ciclo económico, el *backlog* de sus proyectos mostraba una tendencia creciente históricamente. No obstante, a partir del 2016 se ha observado una disminución del mismo debido principalmente a la cancelación del Contrato de Concesión del Proyecto del Gasoducto del Sur Peruano (GSP) y a la coyuntura actual del sector construcción ante los casos de corrupción. Respecto a esto último, la empresa se ha visto afectada de manera importante, al haber participado como consorciado de Odebrecht en cuatro proyectos. En tal sentido, a diciembre 2017 y marzo 2018, el *backlog* de G&M disminuyó a US\$2,973.5 MM y US\$2,600.4 MM, respectivamente.



Fuente: G&M
* Incluye además negocios recurrentes GMP y Norvial

Cabe mencionar que, la cancelación del Contrato de GSP asociado a la falta del cierre financiero, generó una presión en la liquidez de G&M, al tener el compromiso de honrar los fondos utilizados para financiar el proyecto. En detalle, el impacto de la cancelación del CC comprendía obligaciones con terceros por US\$52.5 MM, producto de la ejecución de la carta fianza, y US\$129 MM de la garantía del préstamo puente.

Por su parte, a fin de honrar sus obligaciones en el menor plazo posible, G&M inició un proceso de desinversión a través de la venta de algunos activos no estratégicos hasta por un monto de US\$300 MM; así como una reorganización de la gerencia principal. El avance de la venta ha permitido que, a marzo 2018, la deuda financiera total descienda a S/ 2,637.6 MM de un pico de S/ 3,348.2 MM en el 2016.

JJC Contratistas Generales S.A. - JJC

JJC se fundó en 1955 y es una de las empresas líderes del sector construcción en el país. Ha participado en la construcción de obras emblemáticas como el Proyecto de Irrigación Chavimochic, la Planta de Gas Camisea, la carretera IIRSA Sur, entre otros. Cabe señalar que también participa en otras concesiones relacionadas a la operación y mantenimiento de carreteras (IIRSA Sur, tramo 2 y 3 - 703km), además de tener contratos de servicios de conservación de carreteras con el MTC y con gobiernos regionales.

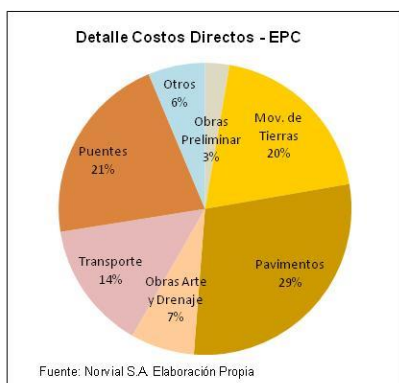
Actualmente, los principales accionistas, G&M y JJC, vienen afrontando una difícil situación financiera debido a los cuestionamientos sobre su posible participación en los actos de corrupción en que ha estado involucrado Odebrecht y a su posible inclusión en el alcance de la Ley 30737, que reemplaza al Decreto de Urgencia 003-2017.

Apoyo & Asociados considera que dicha situación no impacta negativamente la clasificación, toda vez que los bonos se pagan con el flujo de peajes existentes, las obras ya cuentan con un avance físico de 93.37%, y los fondos de las obras remanentes se encuentran garantizados en el fideicomiso de flujos.

■ Riesgo de Construcción / Status del Proyecto

El riesgo de construcción de la segunda etapa del Tramo Huacho-Pativilca está acotado por el Contrato EPC (*Engineering, Procurement and Construction*) suma alzada firmado con GyM S.A. y JJC Contratistas Generales S.A., quienes conforman el Consorcio Huacho – Pativilca.

El EPC por S/ 275.7 MM se incrementó a S/ 300 MM por el mayor capex relacionado a los cambios normativos (S/ 24.2 MM), según Adenda 5 al EPC. Los sobrecostos por cambios normativos se refieren principalmente a los Puentes sobre Ríos y Puentes sobre Intercambios Viales.



Las obras iniciaron el 1ero de abril del 2014, luego que Ositrán aprobara en Feb.14 la ingeniería de detalle de la Segunda Etapa. El plazo de ejecución era de dos años (mar.16). Sin embargo, debido a los cambios normativos (los cuales a su vez implicaron cambios en los expedientes técnicos) y al retraso en la entrega de los ROW, el plazo se

ha venido ajustando. No obstante, resulta importante mencionar que los retrasos no han generado el pago de penalidades por este concepto debido a que la falta proviene del Concedente (entrega de ROW).

Respecto a los Cambios Normativos, cabe recordar que en el 2013 se aprobaron modificaciones a las Normas para el Diseño de Carreteras, las cuales incluyeron la modificación en el ancho de la calzada de los puentes. De acuerdo a la normativa anterior, el ancho de la calzada estaba compuesto por el ancho de la calzada más el ancho de las veredas peatonales; mientras que la norma actual indica que esta medida debe incluir además el ancho de las bermas. Este cambio afectó principalmente el diseño previsto en el Expediente Técnico para los puentes sobre los ríos Pativilca, Huaura y Supe; y los puentes de los Intercambios Viales Huaura, Medio Mundo, San Nicolás y Barranca. Asimismo, involucró un costo adicional de S/ 24.2 MM.

A la fecha, se tiene un avance de obras de 93.37% del EPC. Al respecto, de la Segunda Calzada Huacho-Pativilca se han avanzado 51 km de 57 km. Asimismo, se han culminado los intercambios viales Medio Mundo, San Nicolás, Barranca y Huaura, salvo uno de los ramales. Así, el saldo pendiente de ejecución correspondería a los Pasos a Desnivel de Centenario, Perú y San Martín (65%), así como la construcción de dos puentes peatonales y el ramal 2 de Barranca, cuya ejecución requiere cambio en el diseño original para acotar el nivel de expropiaciones requerido.

Debido a que la ejecución de los Pasos a Desnivel requería la aprobación de un nuevo expediente técnico y acuerdo entre las partes del monto y forma del pago, se firmó la Adenda 5 al CC, la cual tiene como principal objeto permitir la recepción parcial de las Obras de la Segunda Etapa así como de las Obras Nuevas y Complementarias. Asimismo, dicha adenda facilita la ejecución efectiva de los Pasos a Desnivel permitiendo la aprobación de la modificación del Expediente Técnico de la Segunda Etapa solicitados por el Concedente (MTC) conforme a la Adenda 4 del CC, y finalmente permite la colaboración de Norvial en gestiones específicas relacionadas a la liberación de terrenos e interferencias.

La Adenda 5 fue firmada el 29 de diciembre del 2017, lo cual permitió la firma del Acta de Recepción Parcial (08.01.18) por el 88.77% de las obras.

Respecto a las obras pendientes, el retraso corresponde a la falta de liberación de predios; por lo cual, se acordó una modificación al diseño inicial de las obras. Según el presupuesto inicial, el saldo por ejecutar ascendería a S/ 22 millones. No obstante, las modificaciones solicitadas por el Concedente elevarían dicho costo en aproximadamente S/ 60 millones.

Se estima que la ejecución de las obras remanentes iniciará en setiembre del presente año, una vez finalizada la remoción de interferencias; y se prevé que la construcción tarde diez meses aproximadamente.



Si bien el retraso en la obtención de ROW para la construcción de Pasos a Desnivel ha generado sobrecostos, dado el cambio en el diseño que se debe realizar ante la imposibilidad de expropiar los terrenos, el Concedente es quién asumirá el íntegro de dichos sobrecostos. Así, según la Resolución Directorial del 29 de agosto del 2017, Ositran aprueba administrativamente el incremento del costo de las obras de los Pasos a Desnivel hasta por S/ 45 MM, monto que corresponde únicamente al Costo Directo de los Presupuestos de dichas Obras. A este último, habría que añadirle el margen de utilidad, gastos generales, costo de regulación y supervisión, e IGV, montos que también serían asumidos por el concedente.

Finalmente, en cuanto al reconocimiento de los costos adicionales por los cambios normativos, aún no se ha llegado a ningún acuerdo por lo que Norvial mantiene la posibilidad de acudir a un arbitraje más adelante para resolver dicho punto. No obstante, la Clasificadora destaca positivamente que Norvial haya ejecutado las obras, asumiendo por el momento dicho sobrecosto, el cual fue fondeado con la generación de caja, pero contó a su vez con el respaldo de los accionistas a través del convenio de Respaldo Financiero.

Riesgo de Retraso – ROW (Derecho de Vía)

Cabe señalar que uno de los principales riesgos que enfrenta este tipo de proyectos es el riesgo de expropiación el cual puede tener un impacto importante en el plazo y en el costo de ejecución de obras.

Así, para la construcción de los **Pasos a Desnivel** de las Avenidas Centenario, Perú y San Martín se requería la entrega de predios que a la fecha se mantienen ocupados por un alto número de viviendas urbanas y locales comerciales, zona que en un inicio (1999) estaba poco poblada y con viviendas rurales. Ante la dificultad y el sobrecosto que significa la liberación de dichos predios, el MTC solicitó al Concesionario la evaluación de un cambio en el diseño de las obras a fin de no afectar dichos predios.

Así, luego de la firma de la Adenda 4 al CC del 23 de diciembre del 2015; la Décimo Cuarta Acta de Acuerdos Parciales del 23 de mayo del 2016; el Acta de Acuerdo del 17 de febrero del 2017 y la Adenda 5 al CC del 29 de diciembre de 2017, se ha aprobado el nuevo Expediente Técnico, el plazo de su ejecución y los costos adicionales que el cambio en el diseño de obras amerita. Falta definir el inicio del mismo que estaría sujeto a la entrega de unos ROW.

Dichas obras califican como Obras Complementarias y su costo adicional será asumido en su totalidad por el Concedente, el cual se estima que ascienda a S/ 60 millones, y su ejecución tome 10 meses.

Cabe señalar que si bien la fecha prevista implica un retraso respecto al cronograma inicial, este hecho no afecta la transitabilidad de la vía ni afecta el cobro de peaje, por lo que no se espera un impacto material en el flujo de caja de la compañía.

Garantías:

-A nivel Contratista (EPC):

a) Liability Cap: Las obligaciones del contratista correspondientes a penalidades, compensación por daños e incumplimientos en el contrato corresponde a S/ 55.1 millones, equivalentes al 20% del EPC. El 5% (S/ 13.8 MM) es cubierto a través de dos cartas fianzas, una por S/ 9.2 MM otorgada por el BCP (AAA es escala local) y otra por S/ 4.5 MM otorgada por el Banco Financiero (AA en escala local, otorgado por Class).

Cabe mencionar que a pesar del avance en las obras, las cartas fianzas no se han reducido. Asimismo, debido al retraso de las obras, el plazo de las CF se vienen extendiendo, siendo la última ampliación del plazo hasta el 31 de julio 2018.

b) Defectos Latentes: El constructor es responsable por defectos latentes hasta 5 años después de finalizadas las obras. Así una vez finalizadas las obras contratará una carta fianza equivalente al 5% del EPC en respaldo de dicha garantía.

- A nivel Sponsor:

a) Sponsor Support Agreement: Los accionistas, a través de un Convenio de Respaldo Financiero, asumieron de forma solidaria, incondicional e irrevocable a cubrir cualquier *déficit* en la cuenta *capex* por un monto total de S/ 57.7 MM, los que cubrían el 100% del *capex* adicional por cambio normativo (S/ 24.2 MM) y S/ 33.6 MM para cubrir potenciales sobrecostos adicionales (10.3% del EPC).

El SSA podía reducirse en caso se culminen las obras incluidas actualmente en el EPC y que no están afectas a cambios normativos o entrega de predios, hasta S/ 32.6 MM; y siempre que las mismas sean recepcionadas por el Concedente. En tal sentido, dado que tras la firma de la Adenda 5 al CC el Concedente aceptó la entrega parcial del 88.77% de las obras, el monto de la garantía será reducido.

■ Riesgo de Operación

Concar S.A., empresa subsidiaria de G&M (99.69%), es la encargada de la operación de la Red Vial Nro. 5. Fue fundada en 1994 y tiene amplia experiencia en la operación y mantenimiento de infraestructura vial. En el 2003 la compañía firmó con Norvial un contrato de operación de la carretera en concesión por un plazo de 15 años, renovables automáticamente por periodos de 5 años.

En nov.14 se firmó una adenda al contrato de operación. El honorario anual del 2014 se fijó en S/ 9.7 MM e incluye una fórmula de ajuste polinómico que incorpora la inflación, así como un factor cuyo límite máximo será el porcentaje de variación de tráfico en la carretera en el periodo (no se aplicará el año que inicie operaciones la Segunda Etapa).

Actualmente Concar opera tres concesiones viales: Norvial (182.7 km), Survial (757.7 km) y Canchaque (78.1 km); y, además, la Línea 1 del Metro de Lima. Asimismo, cuenta con contratos de servicios de conservación de carreteras con el MTC y con gobiernos regionales. En total realiza a la fecha el mantenimiento de 2,710 km de carreteras y 33.1 km de vía férrea (ver **anexo B**).

En el periodo 2012-2017 Norvial incurrió en gastos de operación de S/ 10.0 millones anuales en promedio (CAGR: 8.2%); así como en S/ 17.0 millones anuales para cubrir el mantenimiento periódico (CAGR: 11.2%). Ambas tasas son superiores al crecimiento promedio anual del tráfico para dicho periodo (CAGR: 6.9%).

Por su parte, en el 2017 los gastos de operación y mantenimiento periódico ascendieron a S/ 12.2 MM y S/ 21.1 MM, respectivamente (+8.2% y +3.2% respecto al 2016), los cuales están dentro de los límites definidos en los contratos.

Según funcionarios de la empresa, el crecimiento en los gastos de operación en el último año se explica por gastos no recurrentes relacionados con la preparación de los nuevos expedientes técnicos para la culminación de las obras remanentes. Estos gastos incurridos son posteriormente reconocidos por el Concedente en el costo total de las obras. Por su parte, el crecimiento del mantenimiento periódico se encuentra en línea con el crecimiento del tráfico (2017: +3.1%).

Cabe mencionar que las labores de mantenimiento periódico están a cargo del Consorcio Manperan, conformado por Concar y JJC.

Asimismo, se debe señalar que tanto el presupuesto de operación como de mantenimiento periódico son validados por un ingeniero independiente (Cowi). En caso el presupuesto presentado exceda ciertos límites definidos en los contratos de financiamiento (+7.5% y +15% en gastos operativos y mantenimiento periódico, respectivamente), se solicitará la aprobación de los acreedores permitidos, en caso dicho incremento tuviese un impacto negativo en la clasificación de riesgo de los bonos.

Desde inicios de la Concesión (2003) el operador ha demostrado un adecuado desempeño, lo cual se ha reflejado en el cumplimiento de los límites admisibles de los Parámetros de Condición de Pavimento exigidos bajo el CC (rugosidad, peladura, baches, ahuellamiento, fisuras no tratadas, grietas, coeficiente de fricción, índice de servicialidad presente – PSI, deflexometría, señalización). Además, se debe señalar que la vía mantiene bajos costos de operación y rehabilitación dada su ubicación en la costa central, limitando su exposición a factores de desgaste producidos por el fenómeno El Niño y otros fenómenos meteorológicos. Así, el reciente fenómeno El Niño no ha impactado las obras de la vía; no obstante, debido a la afectación de otras vías, el tráfico se vio reducido.

Si bien, a partir del 2015 Ositrán incrementó la exigencia en los parámetros de medición de las condiciones e índices de servicialidad, Cowi considera que el ajuste al plan de

mantenimiento periódico realizado por Norvial le permitirá cumplir con los nuevos requerimientos solicitados por Ositrán.

Por su parte, la Clasificadora considera que el incremento en los gastos de mantenimiento periódico no tendrían un impacto material en el flujo de caja Norvial, toda vez que la mayor recaudación obtenida le permite mitigar dicho efecto.

En cuanto al equipamiento, Norvial cuenta con 20 unidades de postes SOS, los cuales permiten a los usuarios la comunicación con la Central de Emergencias. Asimismo, cabe mencionar que se cuenta con un equipo de emergencias de cuatro grúas (para vehículos ligeros o pesados) y dos ambulancias.

■ Riesgo de Demanda

Desempeño del tráfico

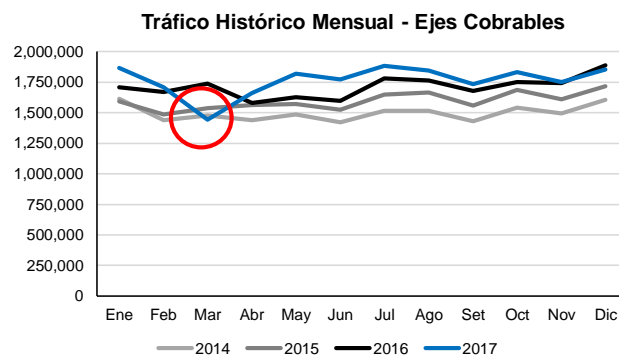
Como se ha mencionado, la concesión Red Vial Nro. 5 es la única vía de acceso y salida de la ciudad de Lima por el norte, la cual se constituye como la principal ciudad del país. Además, por esta vía no solo transita carga de consumo local, sino también aquella destinada tanto al Puerto del Callao como al Aeropuerto Jorge Chávez.

Unidades de peaje sobre el tramo concesionado

Nº	Unidad de Peaje	Progresiva	Dpto.	Estado	Casetas Operativas
1	Serpentín	Km. 48.268	Lima	Operativa	4
2	Variante	Km. 47.920	Lima	Operativa	4
3	Paraíso	Km. 138.50	Lima	Operativa	4

Fuente: Contrato de Locación de servicios 2013.

La concesión cuenta con tres estaciones de peaje (Serpentín de Pasamayo, Paraíso-Huacho y Variante de Pasamayo) con cuatro casetas operativas cada una, las cuales cuentan con sistemas de control eficiente y confiables.



Entre 2003-2017 la CAGR del tráfico cursado en las tres garitas ha sido de 7.0% y en los últimos cinco años ha sido de 6.9%. Esto refleja la existencia de una demanda probada de tráfico, apoyada en el crecimiento económico del país, el cual ha beneficiado tanto el movimiento de mercadería (actividad comercial) como de personas. Asimismo, cabe señalar que el crecimiento urbano, el buen estado de la vía,

así como la mayor seguridad ofrecida, son factores que han contribuido al crecimiento del tráfico. De esta forma, el tráfico promedio diario anual ha pasado de 9,664 vehículos diarios en el 2003 a 24,815 en el 2017. En detalle, en el 2017 Serpentin concentró el 23.7% del tráfico; Variante, 38.3% y Paraíso, el 38.0% del total de vehículos.

Cabe mencionar que la tasa de crecimiento del tráfico promedio diario (TPDA) del 2017 es considerablemente inferior a lo observado en el 2016 (3.1% vs 9.6%) como consecuencia del impacto del fenómeno El Niño costero en el primer trimestre del 2017. No obstante, en el primer trimestre del 2018 se observa una recuperación, con una tasa de crecimiento de 12.7% respecto al 1T17 (+9.8% respecto al 1T16).

Tráfico Promedio Diario Anual - TPDA								
	Veh. Liv/día	Crec. Anual	Veh. Pes/día	Crec. Anual	Total Veh./ día	Crec. Anual	Total Ejes (miles)	Crec. Anual
2003	3,365		6,299		9,664		9,119	
2004	3,464	2.9%	6,569	4.3%	10,033	3.8%	9,600	5.3%
2005	3,466	0.0%	6,687	1.8%	10,153	1.2%	9,725	1.3%
2006	3,637	4.9%	7,161	7.1%	10,797	6.3%	10,487	7.8%
2007	4,028	10.8%	7,760	8.4%	11,789	9.2%	11,651	11.1%
2008	4,542	12.7%	8,215	5.9%	12,757	8.2%	12,743	9.4%
2009	4,984	9.7%	8,212	0.0%	13,196	3.4%	12,815	0.6%
2010	5,818	16.7%	8,823	7.4%	14,641	10.9%	14,082	9.9%
2011	6,821	17.2%	9,469	7.3%	16,290	11.3%	15,580	10.6%
2012	7,834	14.8%	9,965	5.2%	17,799	9.3%	16,728	7.4%
2013	8,644	10.3%	10,358	4.0%	19,002	6.8%	17,561	5.0%
2014	9,252	7.0%	10,499	1.4%	19,750	3.9%	17,984	2.4%
2015	11,105	20.0%	10,861	3.4%	21,965	11.2%	19,169	6.6%
2016	12,766	15.0%	11,308	4.1%	24,074	9.6%	20,534	7.1%
2017	13,285	4.1%	11,530	2.0%	24,815	3.1%	21,182	3.2%
Mar-17	13,709	-3.0%	10,963	-2.0%	24,672	-2.6%	5,022	-5.3%
Mar-18	15,645	14.1%	12,154	10.9%	27,800	12.7%	5,609	11.7%

Fuente: Norvial S.A. Elaboración propia.

Si bien la vía ha mantenido una presencia preponderante de tráfico comercial (2003: 65%, 2010: 60%) lo cual la hace más sensible a las crisis económicas, esta participación se ha venido reduciendo. Así, a partir del 2015 el número de vehículos ligeros superó a los pesados (con 3.88 ejes promedio) llegando a representar el 53.5% del TPDA en el 2017. El tráfico de vehículos ligeros aumentó en los últimos años debido a la mayor actividad turística en la zona Norte, el mayor dinamismo del consumo y la mayor venta de vehículos nuevos por la mejora del ingreso per-cápita y la mayor disponibilidad de créditos vehiculares.

Finalmente, es importante notar que la vía de análisis no cuenta con rutas alternas (RA), con lo cual es de paso obligatorio para todos los vehículos ligeros o de carga pesada que entren o vayan de salida de Lima. La ubicación estratégica (en la región más dinámica del país) le permite aprovechar favorablemente el crecimiento económico generando una mayor resiliencia del tráfico.

Desempeño del Ingreso

Al igual que el tráfico, la recaudación muestra una evolución positiva. Entre 2003-2017, el CAGR de la recaudación promedio diario anual (RPDA) ha sido 10.0% (9.4% en los últimos cinco años). En el 2017, la recaudación total ascendió a S/ 157.7 MM, 5.9% por encima de lo observado en el 2016.

¹ La tarifa se fijó en dólares y se ajusta 50% según CPI y TC vigente y 50% con IPC y TC del 15.07.06 según la siguiente fórmula: $(US\$1.5 * 0.5 * \Delta CPI * TC1) + (US\$1.5 * 0.5 * \Delta IPC * TC0)$.

Si bien la tasa de crecimiento fue menor a lo observado en los últimos años, esto estuvo explicado por el menor dinamismo del tráfico ante la presencia del FEN en el primer trimestre del año. No obstante, esto último estuvo compensado por el incremento de la tarifa cobrada (peaje + IGV). Así la tarifa promedio anual pasó de S/ 7.25 a S/ 7.45 en el 2017.

Si bien la garita Serpentin es la que concentra la menor proporción de vehículos, concentra gran parte de la recaudación (40.1%) ya que era la vía de paso obligatorio para todos los vehículos de carga pesada. Variante, vía por la que transitaban los vehículos ligeros, sólo concentró el 18.3% del total de ingresos en el último año. Sin embargo, en enero del presente año, el Ministerio de Transportes ordenó que en adelante, los vehículos de transporte público únicamente transiten por Variante en lugar de Serpentin, por lo que se espera una variación en las proporciones.

En general, el tráfico comercial (HGV por sus siglas en inglés) constituye el 77.1% de los ingresos mientras que los vehículos ligeros explican el 22.9% restante.

Recaudación Promedio Diario Anual - RPDA (PEN)					
	Recaudación Veh. Ligeros	Recaudación Veh. Pesados	Recaudación Anual	RPDA	Var. % anual
2003	5,560,800	35,967,374	41,528,174	113,776	
2004	6,973,692	45,825,142	52,798,834	144,259	26.8%
2005	6,957,544	46,529,621	53,487,165	146,540	1.6%
2006	7,499,980	51,753,559	59,253,539	162,338	10.8%
2007	8,527,821	59,047,903	67,575,725	185,139	14.0%
2008	9,641,427	64,270,467	73,911,894	201,945	9.1%
2009	10,704,831	64,750,020	75,454,851	206,726	2.4%
2010	12,741,600	71,747,580	84,489,180	231,477	12.0%
2011	14,849,512	78,059,470	92,908,982	254,545	10.0%
2012	17,336,288	83,815,115	101,151,402	276,370	8.6%
2013	19,531,994	89,209,271	108,741,265	297,921	7.8%
2014	21,743,592	94,062,159	115,805,751	317,276	6.5%
2015	27,688,856	103,358,567	131,047,423	359,034	13.2%
2016	33,883,681	115,087,824	148,971,505	407,026	13.4%
2017	36,104,967	121,637,353	157,742,320	432,171	6.2%
Mar-17	9,130,475	28,035,048	37,165,523	412,950	-3.9%
Mar-18	10,560,473	31,504,103	42,064,575	467,384	13.2%

Fuente: Norvial S.A. Elaboración: Propia.

Tarifa

El Contrato de Concesión faculta al Concesionario a exigir a los usuarios del Tramo de la Concesión el cobro de un peaje el cual se fija en Nuevos Soles por eje, más el IGV.

Con la primera adenda (nov.04) se establecieron las fechas y montos exactos para los incrementos de tarifa (en US\$) y además se definió la realización de los reajustes tarifarios (cada 12 meses) por inflación y tipo de cambio¹, siendo el primer reajuste el 15 de julio del 2007. De esta manera se desligó, tanto el cobro como los reajustes con la culminación de las obras.

El contrato de concesión establece que en caso se produzca una variación de inflación y tipo de cambio de más del 10%

desde el último reajuste, se realizará un reajuste extraordinario incluyendo el tipo de cambio del día que se realiza dicho ajuste. A la fecha no se ha producido el evento que lo amerite.

El proyecto además cuenta con una garantía tarifaria por parte del Estado en caso una entidad pública no permita el cobro de la tarifa según lo establecido en el CC. El concesionario puede descontar el valor adeudado del pago que realiza como retribución al concedente (fondo vial). La compensación tarifaria se liquidará de forma mensual y contempla el pago de intereses a una tasa de interés Libor+3%.

Desde la entrada en operación de Norvial se han ejecutado los incrementos tarifarios de acuerdo a lo establecido en el CC sin mayores contratiempos (cada año en el mes de julio). El tráfico por su parte no se ha visto afectado lo que muestra una elasticidad precio baja explicado en parte por la ausencia de competencias a la vía.

Adicionalmente, cabe notar que la actual tarifa de peaje por eje es más alta respecto a otras vías a nivel local; no obstante, al medirse por km se compensa y es más baja que otras vías urbanas como la de Línea Amarilla.

Proyecto	Tipo	Pais	Tarifa S/.	Longitud	Data Disp.	Tarifa por Km
Línea Amarilla- Lamsac	C/C	PER	5.3	16	2017	0.33
Tramo PN	C/C	PER	4.9	32	2017	0.15
Tramo PS	C/C	PER	4.8	54	2017	0.09
Tramo RP	C/C	PER	5.5	29	2018P	0.19
Norvial*	C/C	PER	15.0	182.7	2017	0.08
Tarifa Promedio Perú						0.13

C/C: commuter and commercial.

*2 peajes en la concesión.

Fuente: Apoyo & Asociados

■ Riesgo Macro

Actualmente, Perú posee un rating de largo plazo en ME de Perú (IDR) de 'BBB+' por FitchRatings. El rating de largo plazo en MN es 'A-' y el *country ceiling* es de 'A-'.

El proyecto cuenta con mecanismos de compartición de ingresos con el Estado. Paga una tasa de retribución a favor del concedente: 5.5% de los ingresos mensuales por peaje y además una tasa de regulación de 1% sobre los ingresos brutos mensuales a favor de Ositrán.

El Estado Peruano, concedente del Proyecto, provee un marco legal confiable y seguro para los inversionistas. En el caso específico del Proyecto Red Vial Nro. 5, muestra su compromiso a través de los siguientes mecanismos:

Garantía no financiera: Cualquiera sea la causa de caducidad, el concedente asumirá las obligaciones de pago del Endeudamiento Garantizado Permitido. Este pago deberá hacerse en dólares y dentro de los 12 meses de declarada la resolución del Contrato de Concesión.

Si bien lo descrito en el párrafo anterior evidencia un 'último recurso' contra el Gobierno peruano a favor de los acreedores permitidos, la Clasificadora opina que la garantía contingente posee una calidad crediticia inferior a la

calificación soberana. Lo anterior, debido a que un incumplimiento en el pago de la compensación económica no genera *cross-default* con la deuda soberana. El pago de dicha obligación contractual derivada del contrato de concesión no es incondicional, irrevocable y de realización automática. Cabe señalar, que si bien señala un plazo, no menciona la forma ni el procedimiento para dicho pago, lo cual está sujeto a los procesos del presupuesto público (que suelen ser prolongados) y a los límites que este mantiene.

Por ende, la Clasificadora considera que no todo incumplimiento de pago soberano causaría un incumplimiento en la calificación soberana. En este sentido, el *rating* de las notas no se sostiene fundamentalmente en el valor de dicha garantía contingente (Estado).

Garantía Tarifaria: en caso una entidad pública no permita el cobro de la tarifa según lo establecido en el CC, el concesionario puede descontar el valor adeudado del pago que realiza como retribución al concedente (fondo vial).

■ Análisis Financiero

Financiamiento

La inversión total para la ejecución de las obras de la Segunda Etapa ascendía a S/ 402.3 MM, lo cual iba a ser financiado 91% con la emisión de bonos corporativos y 9% con los flujos de la operación.

El principal costo correspondía a los costos de construcción (S/ 300 MM) y a la constitución de la cuenta reservas, pago de comisiones y gastos relacionados al financiamiento del Proyecto, tal como se muestra en el siguiente cuadro:

USOS	PEN (000)	FUENTES	PEN (000)
Costos de Construcción	299,929		
Contrato EPC (2da Calzada)	275,729	Bonos Corporativos	365,000
EPC Adicional (Normas técnicas)	24,200	Flujos de Operación	37,352
Supervisión de la Obra	4,297		
IGV	21,096		
Cuentas de Reserva O&M	14,442		
Cuentas de Reserva SD	10,179		
Prepago del Préstamo Puente	50,509		
Gastos de Estructuración	1,900		
TOTAL	402,352	TOTAL	402,352

Fuente: Norvial.

A diciembre 2017, el saldo de obras por ejecutar ascendía a S/ 22.3 MM, los cuales corresponden a lo inicialmente presupuestado para las obras Pasos a Desnivel Centenario, Perú y San Martín, así como dos puentes peatonales y un ramal. Dichos fondos se encuentran depositados en la Cuenta Capex.

Descripción de la Estructura

El 22.07.2015 se colocó el Primer Programa de Bonos Corporativos Norvial con las siguientes características:

Emisión	Monto	Tasa	Plazo	Periodo Gracia	Vcto
1ra	S/ 80 MM	6.75%	5 años	1 año	2020
2da	S/ 285 MM	8.38%	11.5 años	5 años	2027

Fuente: Norvial.

Los bonos vencen 11.5 meses antes del fin de la concesión y el perfil de amortización sigue una tabla predeterminada con pagos trimestrales de capital e intereses (Ver **Anexo C**).

La estructura de los bonos es igual a un típico *Project bond*; así, cuenta con la Hipoteca sobre la Concesión y sus bienes, así como las siguientes Garantías:

- i) Fideicomiso de flujos compuesto por el 100% de los derechos de cobro de peaje y flujos dinerarios, cuya aplicación de fondos sigue una cascada determinada
- ii) Garantía mobiliaria sobre acciones de Norvial S.A.
- iii) Cesión de Derechos del Contrato EPC.
- iv) Cuenta de reserva para servicio de deuda (DSRA), equivalente a un servicio de deuda trimestral (Diciembre 2017: S/ 10.98 MM).
- v) Fondo de reserva de operación y mantenimiento (OMRA) equivalente a un mes de los costos de operación (Diciembre 2017: S/ 1.0 MM).
- vi) Fondo de reserva de mantenimiento periódico (MMRA), para los mantenimientos preventivos equivalente a 1/8 del presupuesto anual (Diciembre 2017: S/ 3.3 MM).
- vii) Fondo de Reserva Gastos Norvial, equivalente a un mes de los gastos operativos de la concesionaria excluyendo *capex* recurrente y los gastos derivados del contrato de operación y de mantenimiento periódico (Diciembre 2017: S/ 0.45 MM).

Por otro lado, se han establecido algunos Resguardos:

a) Para distribuir dividendos, el DSCR debe ser igual o superior a 1.30x (últimos 12 meses) y el ratio de apalancamiento menor a 4.0x.

Además durante el periodo de restricción (periodo de construcción) no debe ocurrir un evento de falta de fondos, es decir, que los costos del proyecto pendientes de pago excedan la suma de los Fondos Pendientes de Desembolso Bonos, los Fondos disponibles en la cuenta *Capex* y los desembolsos pendientes de realización por parte de los accionistas de conformidad con el Convenio de Respaldo Financiero.

b) Endeudamiento adicional: sólo hasta un máximo de US\$5 millones para el financiamiento de obras vinculados al CC; financiamientos destinados a cubrir Eventos de Falta de Fondos y finalmente, arrendamientos financieros que vayan a cubrir gastos de *capex* recurrente (S/ 2.2 MM anuales).

Cabe señalar que en JGA del 31 de mayo, 18 de julio, 11 de octubre y 13 de noviembre del 2017, se acordó repartir dividendos por la suma de S/ 10 MM, S/ 10 MM, S/ 5 MM y

S/ 3 MM, respectivamente, habiendo la empresa cumplido con los *covenants* establecidos y sin incurrir en un evento de falta de fondos.

Resguardos Financieros

	dic-16	dic-17	mar-18
FC	105,299,093	79,129,256	77,795,070
SD	34,731,452	50,369,837	48,866,562
FC/SD * > 1.3x	3.03	1.57	1.59
Deuda Financiera	363,684,162	343,909,901	338,328,009
Patrimonio	185,905,868	207,331,534	211,710,800
Deuda Fin. / Patrimonio =< 4x	1.96	1.66	1.60

Fuente: Norvial

Fideicomiso de Flujos – Scotiabank Perú

Fondeo de los Costos del Proyecto (Pre-completion)

1. Bonos
2. Línea de Crédito Revolvente
3. FCO/ Aportes de Accionistas

(1+2+3) → Cuenta Costos del Proyecto

Usos:

1. Gastos de estructuración
2. Préstamo Puente / Línea de Crédito Revolvente
3. Cuenta Mto. Periódico (gasto pendiente 2015)
4. Cuenta Reserva Servicio de Deuda
5. Cuenta Reserva de Operación
6. Cuenta Reserva Gasto Norvial
7. Cuenta Reserva Mantenimiento Periódico
8. Cuenta *Capex*

Cascada de Pagos (Pre y Post Completion)

Los flujos provenientes de las cobranzas depositados en la cuenta recaudadora serán aplicados según el siguiente orden de prelación:

1. Cuenta IGV
2. Cuenta Retribución/Cuenta Tasa de Regulación
3. Cuenta Gastos Fideicomiso
4. Cuenta Operación
5. Cuenta Gastos Norvial
6. Cuentas *Capex* Recurrente
7. Cuenta Mantenimiento Periódico
8. Cuenta Reserva Servicio de Deuda
9. Cuenta Reserva Operación
10. Cuentas de Servicio de Deuda (Bonos / Línea de Crédito Revolvente (LCR)/Cuenta Monto de Comisión de Compromiso LCR/ Cuenta Tasa de Remuneración por Compromiso
11. Cuenta Reserva Gastos Norvial
12. Cuenta Reserva Mantenimiento Periódico
13. Cuenta Pagos Restringidos

El orden de prelación permite que las garantías de la estructura se gatillen por el *déficit* real de los compromisos asumidos.

Riesgo de Contraparte: Fiduciario

Scotiabank Perú S.A.A.: Fiduciario del Fideicomiso de Recaudación tiene un *rating* de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe), lo que refleja su solidez financiera. A diciembre 2017, registró activos por S/ 57,750 MM (S/ 55,452 MM a fines del 2016), pasivos por S/ 49,516 MM (S/ 48,204 MM a dic16) y un patrimonio neto de S/ 8,235MM (S/ 7,248 MM al cierre del 2016). Por su parte, la utilidad neta fue S/ 1,221 MM, siendo superior a la registrada en el 2016 (S/ 1,168 MM).

Desempeño Histórico

En el 2017, los ingresos por recaudación de peajes (sin IGV) ascendieron a S/ 133.7 MM, mostrando un menor dinamismo respecto al año previo (+6.1% vs 11.5%). Lo anterior, debido al menor crecimiento del tráfico por la presencia del FEN en el primer trimestre. No obstante, esto se vio compensado por un peaje promedio más elevado (S/ 7.45 vs S/ 7.25).

Por su parte, los gastos de operación y mantenimiento periódico ascendieron a S/ 12.2 MM y S/ 21.1 MM, respectivamente; superiores en 8.2 y 3.2% respecto al periodo previo. El gasto por operación estuvo alineado con el presupuestado; en tanto el gasto por mantenimiento periódico fue menor en S/ 4.4 MM, dado el menor tráfico anual.

Dado lo anterior, el EBITDA del 2017 ascendió a S/ 81.1 MM, superior en solo 4.6% a lo observado el 2016 (este último creció 12.5% respecto al 2015).

Para el 2018, se espera que la recuperación del tráfico y la mayor tarifa permitan compensar el mayor presupuesto de gastos de operación y mantenimiento periódico, el cual asciende a S/ 12.4 MM y S/ 28.8 MM, respectivamente.

En cuanto al flujo de caja operativo disponible para el pago de servicio de deuda, este ascendió a S/ 71.9 MM; lo cual significó un ratio de cobertura de 1.48x, según cálculos de A&A.

Por su parte, los fondos disponibles a diciembre 2017 ascendieron a S/ 72.5 MM. Del total de los fondos, S/ 17.5 MM corresponde a la cuenta Capex, S/ 5.3 MM de Capex recurrente, S/ 15.7 MM a las cuentas de reserva (O&M: S/ 1.0 MM, Mantenimiento Periódico S/ 3.3 MM, SD: S/ 10.98 MM y Gastos Norvial: S/ 0.45 MM). Así, la caja de libre disponibilidad ascendió a S/ 34 MM.

Proyecciones Financieras y Sensibilizaciones

A&A proyectó el desempeño esperado de la estructura, bajo escenarios en los que se sensibilizaron diversas variables, tales como el tráfico, la inflación y tipo de cambio (las cuales impactan en la tarifa), los gastos de O&M, entre otras.

En cuanto al tráfico, la Clasificadora proyecta en un escenario base que el tráfico expresado como número de ejes crece a una CAGR de 3.0% en el periodo 2018-2027, tasa inferior al 4.5% proyectado por el emisor en su escenario base.

Por su parte, para el escenario de estrés se proyectó que el tráfico crezca un 8.0% menos que en el caso base (acumulado 2018-2027). Bajo este escenario, el CAGR es de 1.6% (**Anexo D**).

Es importante mencionar que la proyección de tráfico realizada por la Clasificadora, toma en cuenta la correlación observada históricamente entre la variación del tráfico de vehículos livianos y el crecimiento de la población; así como la correlación entre los vehículos pesados y el PBI nacional.

Cuadro Resumen de Proyecciones Norvial / A&A

[Total de Ejes Acumulados 2018-2027]

		SPONSOR Base Case	A&A Base Case
SPONSOR	Base Case	100%	112%
A&A	Base Case	89%	100%
A&A	Rating Case	82%	92%

Fuente: Norvial, A&A. Elaboración Propia.

Asimismo, los principales supuestos del caso base incorporan una inflación de 2.8% (IPC) y 2.0% (CPI) y un tipo de cambio conservador de 3.0 soles/dólar. Respecto a los gastos de O&M, se considera un 8.0% adicional al *Budget* 2018. Para los siguientes años, se asume un aumento anual de acuerdo a niveles esperados por el sponsor, ajustes de inflación y crecimiento del tráfico.

De otro lado, en el *rating case* las tasas de inflación (IPC y CPI) se ajustaron a 2.5 y 1.5%, respectivamente; mientras que se asume un tipo de cambio de 2.8 soles/dólar. En el caso del O&M, este escenario asume un adicional de 15% respecto al *Budget* 2018. Para los siguientes años, se considera un incremento de acuerdo a niveles esperados por el sponsor, ajustes de inflación y crecimiento del tráfico.

Los supuestos y sensibilizaciones utilizados en el caso base y en el caso *rating* están en línea con la metodología de calificación de FitchRatings y es análogo a aquellos usados en proyectos similares.

En el **Anexo E** se muestran los diferentes escenarios de estrés mediante los cuales la Clasificadora evalúa la fortaleza del proyecto y su capacidad para soportar condiciones adversas.

Bajo las premisas descritas anteriormente, el flujo de caja generado es suficiente para cubrir el servicio de deuda.

En el caso base, la cobertura natural promedio es de 1.57x con un mínimo de 1.38x en el año 2026 (1.45x y 1.18x en el caso base inicial).

Por su parte, el caso de estrés tiene coberturas naturales promedio de 1.35x, con mínimo de 1.0x (1.29x y 0.95x en el *rating case* inicial) sin necesidad de hacer uso de la Cuenta Reserva, lo que se hacía necesario en el modelo inicial. Esto último como resultado de un mayor nivel base de tráfico.

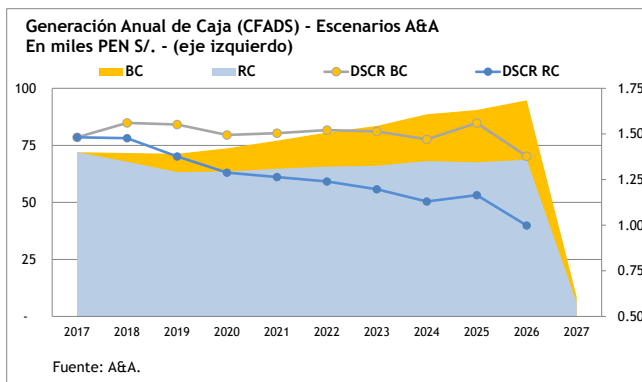
El LLCR mínimo obtenido fue de 1.46x para el caso base y de 1.34x para el caso estrés (1.35x y 1.23x, en el modelo



inicial). Cabe notar que los ratios obtenidos para el caso base están en el rango inferior de la categoría de riesgo, debido al menor riesgo del proyecto producto de la historia de tráfico, costos de O&M, y a que no depende de la ejecución de obras para incrementar los ingresos.

La cobertura natural se calcula dividiendo el flujo disponible para servir deuda (ingresos - impuestos - O&M) entre el SD de cada periodo.

El LLCR (cobertura de largo plazo) resulta de dividir la suma del valor presente de los flujos disponibles para servir deuda que se espera en cada uno de los años proyectados y el saldo disponible de los fondos de reserva (DSRA), entre el saldo vigente de la deuda.





Anexo A

Alcance de las Obras

Primera Etapa	Segunda Etapa
Construcción de dos tramos viales: - Evitamiento Huacho Primavera (Tramo I, Calzada Oeste) - Desvío Ambar-Pativilca (Tramo 3, Calzada Este);	Segunda calzada tramo Huacho a Pativilca
Reforzamiento de calzada entre Primavera y el desvío Ambar	
Intercambios viales en Huacho y Pativilca	Cuatro intercambios viales: Huaura, Mediomundo, San Nicolás, Barranca
Reforzamiento Puente Supe	Calzadas y cimentación del puente Supe
Calzadas de los Puentes Huaura y Pativilca Empalmes con las vías existentes	Estructuras faltantes puentes Huaura, Supe y Pativilca

Fuente: Norvial.

Anexo B

Expertise Operador

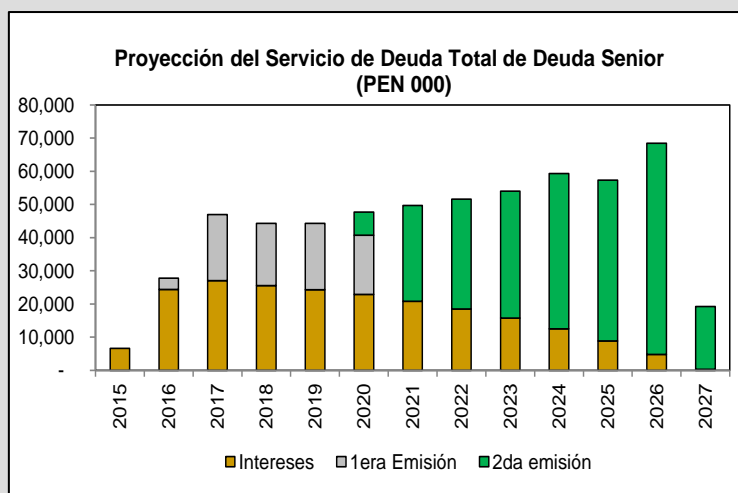
Proyecto	Ubicación (Departamento)	Longitud (km)	Plazo de Operación	Inicio de Operación	Plazo de la Concesión	Tipo de Servicio
Conservación Vial Cora Cora	Arequipa y Ayacucho	526	5 años	Set-2012	-	Mantenimiento de la carretera Puquio – Cora Cora – Emp. PE 1S (Chala) / Cora Cora – Yauca – Emp. PE 1S/ Ullaccasa – Pausa
Línea 1 Metro de Lima	Lima	33.1	6 años	dic-11	30 años	Operación y mantenimiento de la Línea 1 del Metro de Lima
Conservación Vial Canchaque	Piura	78.1	15 años	mar-10	15 años	Operación y mantenimiento de la carretera Buenos Aires - Canchaque
Conservación Vial Survial	Ica, Ayacucho, Apurímac y Cusco	757.7	8 años	dic-07	25 años	Operación y mantenimiento de la carretera San Juan de Marcona-Nasca-Cusco-Urcos
Conservación Vial Norvial	Lima	182.7	15 años	ene-03	25 años	Operación y Mantenimiento de la carretera Ancón – Huacho – Pativilca
Red 3	Cusco	524	5 años	ago-12	-	Servicio de gestión vial por niveles de servicio de la Red 3 del proyecto Redes Viales Regionales Integrando el Cusco
Red 1	Cusco	641	5 años	ago-12	-	Servicio de Gestión Vial por Niveles de Servicio de la Red 1 del Proyecto de Redes Viales Regionales Integrando el Cusco.

Fuente: Norvial.

Anexo C
Emisión de Bonos

PERFIL DE AMORTIZACIÓN DEUDA SENIOR		
	1ERA EMISIÓN	2DA EMISIÓN
Denominación	PEN	
Monto	80,000	285,000
% de Deuda	22%	78%
2015	0%	0%
2016	4%	0%
2017	25%	0%
2018	23%	0%
2019	25%	0%
2020	22%	2%
2021	0%	10%
2022	0%	12%
2023	0%	13%
2024	0%	16%
2025	0%	17%
2026	0%	22%
2027	0%	7%

Fuente: Norvial. Elaboración propia.



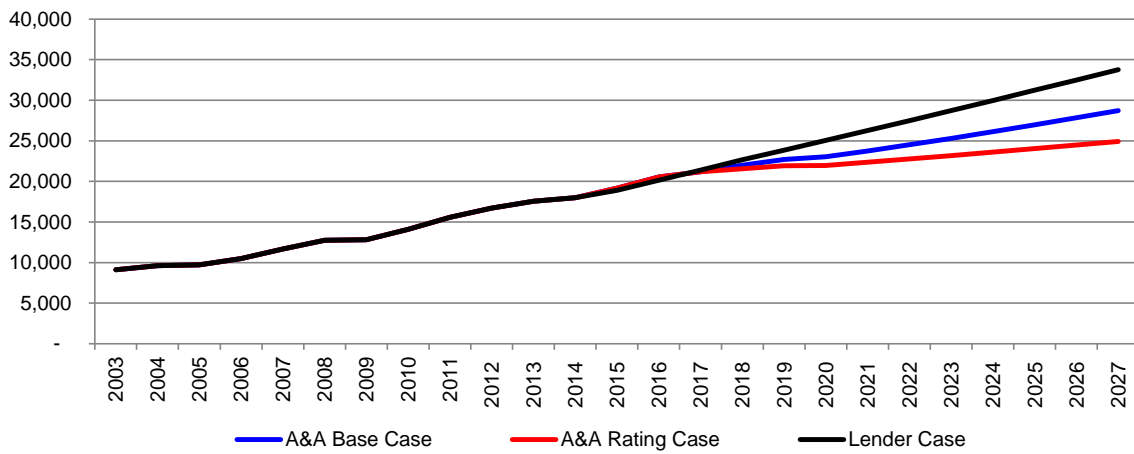
Fuente: Norvial. Elaboración propia.



Anexo D

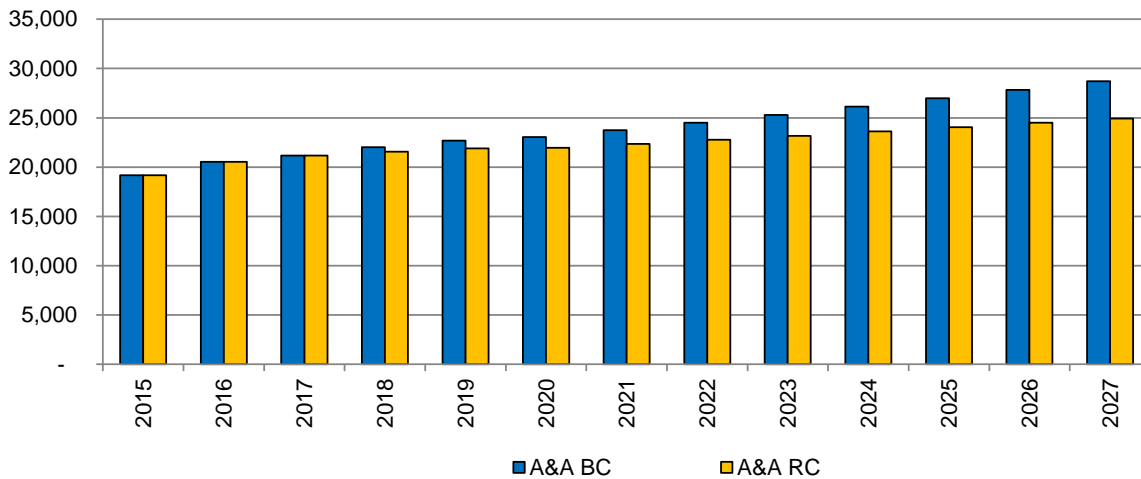
Ejes
(miles)

Escenarios de Tráfico Proyectados



Fuente: A&A, Norvial.

Norvial - Proyecciones de Tráfico [Ejes Totales - Miles]



Fuente: A&A.

Anexo E

Proyecciones Financieras A&A Base Case

	TOTAL INGRESOS	TOTAL GASTOS	IGV	IMP Y PART. TRAB.	CAPEX	Var. DSRA (anual)	Var. Cta. Reserv. Ope.	CFADS [A]	INTERESES	PRINCIPAL	SD [B]	SALDO DE DEUDA	FLUJO CAJA ANUAL	DSCR [A]/[B]	LLCR
2015	110,910	49,371	-388	13,611				47,540	3,549	5,914	9,463	244,363	38,077	5.0	2.22
2016	126,025	48,461	2,191	12,562		8,595	86	58,512	23,382	3,369	26,751	363,684	31,761	2.19	2.36
2017	133,563	50,046	12,623	11,035	12,439	690	-	71,976	28,587	19,990	48,577	341,610	23,399	1.48	1.59
2018	139,094	61,621	-	2,817	2,447	506	61	71,642	27,187	18,730	45,917	322,880	25,173	1.56	1.60
2019	143,893	65,595	-	3,616	2,496	842	61	71,284	25,950	20,000	45,950	302,880	25,026	1.55	1.64
2020	150,113	68,473	-	4,898	2,546	478	29	73,690	24,497	24,820	49,317	278,060	24,164	1.49	1.65
2021	158,648	71,617	-	6,908	2,597	441	29	77,056	22,393	28,836	51,229	249,224	25,568	1.50	1.68
2022	167,932	74,930	-	9,178	2,649	545	30	80,601	19,909	33,086	52,994	216,138	27,336	1.52	1.71
2023	177,568	78,393	-	11,641	2,702	1,277	31	83,525	16,907	38,267	55,174	177,871	28,066	1.51	1.74
2024	187,830	82,030	-	14,400	2,756	-	32	88,612	13,435	46,845	60,281	131,026	28,033	1.47	1.75
2025	198,508	85,833	-	17,204	2,811	2,126	32	90,502	9,497	48,516	58,012	82,510	32,176	1.56	1.91
2026	209,569	89,807	-	20,043	2,867	2,081	33	94,737	5,154	63,629	68,783	18,881	25,624	1.38	1.46
2027	221,032	93,961	-	22,655	2,925	-	-1,364	8,571	395	18,881	19,277	-	-3,804	2.21	
													Min	1.38	1.46
													Prom	1.57	

Proyecciones Financieras A&A Rating Case

	TOTAL INGRESOS	TOTAL GASTOS	IGV	IMP.Y PART. TRAB.	CAPEX	Var. DSRA (anual)	Var. Cta. Reserv. Ope.	CFADS [A]	INTERESES	PRINCIPAL	SD [B]	SALDO DE DEUDA	FLUJO CAJA ANUAL	DSCR [A]/[B]	LLCR
2015	110,910	49,371	-388	13,611				47,540	3,549	5,914	9,463	244,363	38,077	5.0	1.95
2016	126,025	48,461	2,191	12,562		8,595	86	58,512	23,382	3,369	26,751	361,600	31,761	2.19	2.06
2017	133,563	50,046	12,623	11,035	12,439	690	-	71,976	28,587	19,990	48,577	341,610	23,399	1.48	1.38
2018	134,834	62,580	-	1,408	2,447	506	92	67,801	27,187	18,730	45,917	322,880	21,224	1.48	1.35
2019	134,481	67,123	-	662	2,496	842	103	63,255	25,950	20,000	45,950	302,880	16,948	1.38	1.34
2020	137,488	69,757	-	1,142	2,546	478	49	63,516	24,497	24,820	49,317	278,060	14,025	1.29	1.36
2021	142,873	72,649	-	2,370	2,597	441	51	64,764	22,393	28,836	51,229	249,224	13,315	1.26	1.36
2022	148,247	75,648	-	3,669	2,649	545	53	65,684	19,909	33,086	52,994	216,138	12,461	1.24	1.42
2023	154,058	78,786	-	5,187	2,702	1,277	55	66,052	16,907	38,267	55,174	177,871	10,639	1.20	1.49
2024	159,774	82,035	-	6,823	2,756	-	57	68,103	13,435	46,845	60,281	131,026	7,573	1.13	1.62
2025	166,807	85,491	-	8,737	2,811	2,126	59	67,583	9,497	48,516	58,012	82,510	9,312	1.16	1.85
2026	173,128	89,027	-	10,415	2,867	2,081	62	68,676	5,154	63,629	68,783	18,881	-377	1.00	2.38
2027	179,223	92,681	-	11,712	2,925	-	-1,607	6,126	395	18,881	19,277	-	-6,415	6.04	
													Min	1.00	1.34
													Prom	1.35	

ANTECEDENTES

Emisor: Norvial S.A.
Domicilio legal: Av. Paseo de la República 4675 Lima, 34
Teléfono: (511) 203-5160

Fiduciario: Scotiabank Perú S.A.A.
Domicilio legal: Dionisio Derteano, 102, San Isidro
Teléfono: (511) 211-6599
Fax: (511) 211-6000

Agente de Garantías y
Rep. de los Obligacionistas: Scotiabank Perú S.A.A.

RELACIÓN DE DIRECTORIO

Antonio Alberto Cueto Saco	Director
Luis Martín Fukunaga Mendoza	Director
Manuel Wu Rocha	Director
Juan Pedro Portaro Camet	Director
Fernando Alonso Cerdeña Stromsdorfer	Director
Gonzalo Martín Buse Ayulo	Director
Luis Francisco Díaz Olivero	Director Alterno
Mónica Miloslavich Hart	Director Alterno
Johnny Oswaldo Villanueva Chavarry	Director Alterno
Alvaro Rafael Salazar Cotrina	Director Alterno

RELACIÓN DE EJECUTIVOS

Rafael Haneda Hueda	Gerente General
Santiago Abanto Aguilar	Jefe de Administración y Finanzas

RELACIÓN DE ACCIONISTAS

Graña y Montero S.A.A	67.0%
JJC Contratistas Generales S.A.	33.0%

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>
Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Norvial	AA(pe)
Perspectiva	Estable

Definiciones

CATEGORÍA AA (pe): Corresponde a una muy 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.

(+) Corresponde a instituciones con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.

(-) Corresponde a instituciones con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.

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.



(*) 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.aai.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% 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.