

Concesionaria Traslase Olmos (CTO)

Informe Intermedio

Clasificaciones **Noviembre 2018**

Tipo de Instrumento	Clasificación Actual	Clasificación Anterior
Bonos Corpor	AAA(pe)	AAA(pe)

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

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 - Construtora Norberto Odebrecht - CNO- (36.3%)

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

Costo: US\$247 MM, de los cuales US\$184.8 corresponden al EPC.

Certificado Puesta en Marcha: 26.07.2012

Status del Proyecto: En Operación desde Ago.12

Operador: Concesionaria Traslase 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.

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 Traslase Olmos (CTO). La Perspectiva es Estable.

CTO es la concesionaria encargada de desarrollar y operar el Proyecto de Traslase de Aguas del Proyecto Olmos, el cual consiste en la captación y traslase de aguas del río Huancabamba mediante un túnel trasandino de 20.1 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 Set18 fue US\$106.7 MM (Dic17: US\$115.9 MM), de los cuales los Bonos ascienden a US\$91.2 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 traslase 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 trasvasada 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\$31.9 MM a U12M Set18.

Garantía Financiera Soberana: El Estado peruano (BBB+ por *FitchRatings*, ratificado en octubre 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 traslase 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 Set18: US\$7.2 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 1.27x (2018-2025) con un mínimo de 1.13x en el 2020, año pico de servicio de deuda.

Por su parte el LLCR (*long life coverage ratio*) mínimo asciende a 1.22x. En el *rating case*, se espera que el DSCR promedio ascienda a 1.22x, 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 1.19x en el 2016, 2017 y a los U12M Jun-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 4.3x a U12M Set18.

Los adecuados ratios de cobertura y el no pago de dividendos (hasta la fecha) han permitido que CTO acumule fondos líquidos, suficientes para reemplazar las cartas fianzas que respaldaban las cuentas de reserva (US\$9.6 MM a setiembre 2018) y contar con caja de libre disponibilidad por US\$10.4 MM (US\$8.3 MM a Dic17). Así el total de caja ascendió a US\$20.0 MM al cierre de setiembre 2018 (Dic17: US\$17.6 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, octubre 2018) e inhabilitó para seguir participando en proyectos con el Estado peruano. Así, los fondos de libre disponibilidad por US\$10.4 MM, permiten soportar una desviación de 149.5% 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

Pago a Proveedores extranjeros

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. Con este reglamento se busca garantizar la continuidad de la operatividad de los proyectos y/o concesiones relacionadas con accionistas vinculados a actos de corrupción, como es el caso de CTO (y H2Olmos), viabilizar la venta de las mismas, y asegurar al Estado el pago de la reparación civil.

Por otro lado, la norma señala que las empresas comprendidas se encuentran suspendidas de realizar transferencias de fondos al exterior sin la aprobación del MINJUS. Así pues, según la ley, los pasos a seguir son los siguientes: 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.

El 03 de setiembre del 2018 se publicó en el diario Gestión que el MINJUS había denegado el permiso a CTO (y H2Olmos) para el pago de proveedores extranjeros, que aseguran el funcionamiento y mantenimiento del proyecto (incluyendo la deuda con el HSBC). No obstante, unas semanas después (entre el 26 de setiembre y el 22 de octubre), el MINJUS empezó a autorizar de manera progresiva el pago a proveedores externos de CTO, y a la fecha no se mantiene ningún pago pendiente.

Adicionalmente, es importante resaltar que los pagos atrasados por parte de CTO a los proveedores internacionales no generaron ningún gasto adicional y que estos tan sólo representaron aproximadamente 3.0% del gasto operativo del 2018.

Contingencia Tributaria SUNAT:

La Clasificadora ha tomado conocimiento que en el año 2017, la Administración Tributaria inició un proceso de fiscalización del Impuesto de la Renta por el periodo 2012, el mismo que fue finalizado en el 2018.

Debido a que existen diferencias con la Administración Tributaria Peruana en la interpretación de las normas aplicables, CTO presentó un recurso de reclamación por los montos objetados en octubre 2018. De acuerdo con la concesionaria y sus asesores legales externos, el grado de la contingencia es remoto.

Intención de venta de las acciones de CTO:

En diciembre 2017 venció el plazo del contrato de compra y venta de las acciones de CTO por parte del Consorcio Brookfield (70%)

como socio inversionista, y el grupo Suez (30%) como socio operativo, por su alta experiencia en concesiones de infraestructura hidráulica.

CTO afirma que la intención de venta de sus acciones se mantiene, por lo que el proceso será retomado una vez que se levanten las contingencias tributarias mencionadas previamente.

La Clasificadora ve positivo el cambio de accionistas, debido a la mejor solvencia financiera y *expertise* de los potenciales compradores. Asimismo, permitiría a CTO acceder a líneas de financiamiento que actualmente se encuentran cerradas por la difícil situación en la que se encuentra su accionista (clasificado con *rating* "C" por FitchRatings a octubre 2018).

■ 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.



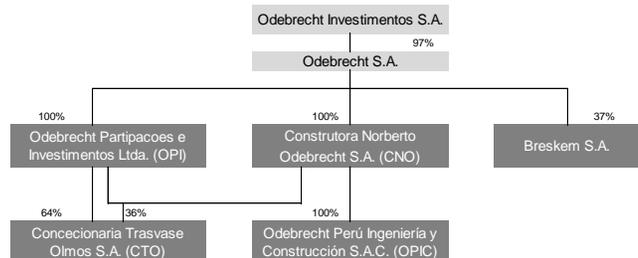
Fuente:CTO

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

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 20.1 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 inicial de embalse de 37 Hm³ (27 Hm³ útiles) y una capacidad actual de embalse de 22 Hm³ (18 Hm³ útiles).

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; sin embargo, el Estado sólo reconoció US\$5.7 MM (inc. IGV), cancelados en Jul14. El monto restante fue asumido por el Constructor.

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, Construction Contract 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 Transandino; (ii) El Estado asume hasta US\$6.5 millones o 7% del Monto de Inversión en las obras del Túnel Transandino, 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 (U12M Set18: US\$7.2 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, durante los años 2015 y 2016, estas operaron al 100%. Cabe resaltar que entre el 26 de febrero y 05 de abril del 2017 se dejó de trasvasar agua por el túnel transandino, toda vez que la abundancia de agua por las lluvias generadas por El Niño Costero llevó a que no se requiera dicha actividad; no obstante, durante los meses restantes las compuertas operaron al 100%. Por su parte, a setiembre 2018 el indicador de funcionamiento fue 100%.

A la fecha, CTO ha venido realizando la operación y mantenimiento de la infraestructura según el Manual de Operación y Mantenimiento (MOM) aprobado por el Concedente, el cual es revisado cada dos años, cumpliendo lo exigido por el Concedente. No obstante, cabe destacar que existen factores externos que pueden afectar la infraestructura y operación del proyecto que escapan del

control de CTO. En específico, según con el Informe Levantamiento Topográfico y Batimétrico del Embalse Limón realizado en el año 2017, el volumen útil es de 18 Hm³, que representa una disminución de capacidad del embalse de 32.1% debido a los procesos sedimentarios naturales que provienen del Río Huancabamba. Dicha sedimentación puede verse acelerada por factores ajenos a CTO como el evento extraordinario del Fenómeno del Niño 2017 y la deforestación de la cuenca del Huancabamba. La Concesionaria, mediante los informes que emite anualmente "Regímenes Hidrológico y Sedimentario del Río Huancabamba en Limón", informa al PEOT de las condiciones del embalse.

Conforme con el tamaño del volumen del embalse, que puede regular solo el 5% de la dotación de agua anual del Proyecto, el Embalse Limón no se ha conceptualizado como uno de regulación y almacenamiento, sino de remansar el nivel acuático, y de este modo posibilitar la captación de agua del río Huancabamba, para su trasvase y entrega al GRL en el ámbito de la Primera Fase del Proyecto Olmos.

Según la oferta del río Huancabamba, está asegurado el cumplimiento de entregas mensuales según el Contrato de Prestación de Servicio de CTO, tanto en épocas de avenidas como en el estiaje.

Asimismo, el Concedente está promoviendo el desarrollo del proyecto de Recrecimiento de la Presa Limón de 43 a 80 m de altura, con lo cual la capacidad útil de embalse se incrementaría de 20 Hm³ a 110 Hm³.

Para el 2018, se presentó un Budget de Operación y Mantenimiento de US\$7.0 MM; sin embargo, el gasto real incurrido durante los últimos 12 meses a setiembre de tal año (US\$6.9 MM) resultó ligeramente inferior debido a dos efectos: i) la situación de la región donde se encuentra ubicado el proyecto durante el segundo semestre del 2017 no permitió concretar trabajos de mantenimiento, ni diversos proyectos planificados para el año, por lo que el menor gasto guía el dato anualizado a uno menor; ii) se registraron ahorros en maquinarias y materiales, así como en servicios recibidos por terceros. No obstante, CTO estima que cerrará el 2018 en línea con lo presupuestado.

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

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.

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 setiembre 2018 la RUB cerró en US\$ 0.0786/m³, superior en 1.8% a la registrada en el 2017 (US\$ 0.0772/m³) debido al incremento de la inflación en EEUU (CPI) y el mayor índice IPM en Perú, efectos que fueron ligeramente mitigados por 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 H2Olmos, la entrega de agua se hace según la demanda de los clientes de H2Olmos, mediante solicitud del GRL a CTO. A continuación, se muestra la entrega real histórica desde el 2014 hasta setiembre del 2018:

Calendario Mensual vs. Entrega real

Hm ³	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Set	Oct	Nov	Dic	Volumen Anual	% cantidad contractual
Calendario	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	18.3	21.8	20.6	22.8	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	18.5	19.4	22.5	25.0	24.4	27.4	202.2	49.8%
2018	36.1	32.0	36.3	28.0	25.6	28.8	22.6	25.1	26.1				260.4	76.1%

Fuente: CTO
Elaboración Propia

Cabe resaltar que en el 2017 se entregó una cantidad de agua inferior a la del 2016 (y a la pactada), toda vez que esta se suspendió temporalmente a raíz del fenómeno El Niño

-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.

Costero. No obstante, a partir de agosto del 2017 se empezaron a normalizar gradualmente los niveles de entrega, por lo que durante los primeros nueve meses del 2018 estos ya se encuentran al 76.1% del nivel pactado contractualmente. Así, la Clasificadora espera que, dado el avance de las hectáreas sembradas, el trasvase del agua continúe incrementándose hasta cumplir con lo establecido en el calendario mensual.

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	50,000	Intereses durante construcción	40,500
Co-Financiamiento (Estado peruano)	77,000	Gastos Pre-Operativos	21,500
Equity Odebrecht	20,000		
Total	247,000	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 por el retraso de la culminación de obras.

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.

El saldo de los bonos en circulación a Set-18 ascendió a US\$91.2 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

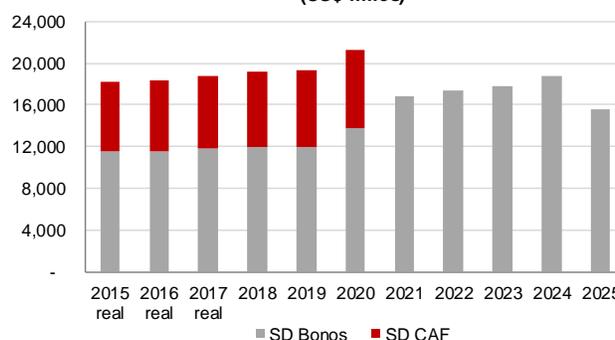
Por su parte, el préstamo con la CAF tiene un plazo de 15 años, con 5 de gracia, y vencimiento en el 2020 a una tasa Libor 3M + 2.75%. En marzo 2009 CTO contrató un swap de tasa con HSBC de New York, y fijó la tasa en 5.91%. El saldo a Set-18 ascendió a US\$15.5 MM (Dic-17: US\$20.0 MM).

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 Set. 18, 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\$18.2 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 Propia

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 Set-18, el saldo de la deuda ascendió a US\$16.3 MM (Dic-17: US\$15.6 MM) y devenga un interés anual de 6.95% con vencimiento en mayo del 2019. 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 Set-18, el total del financiamiento (bonos, préstamos de CAF y OOL) asciende a US\$123.1 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 1.5 años del mismo).

La vigencia de dicha garantía es hasta febrero 2025 (los bonos vencen en Set. 2025) y sólo es ejecutable una vez iniciado el periodo de operación.

Cabe señalar que de concretarse la venta de las acciones, los acreedores habrían aprobado el levantamiento de dicha garantía. Apoyo & Asociados considera que la eliminación de la garantía parcial de la CAF no tiene un impacto negativo en el rating de los bonos toda vez que el Estado peruano, quién garantiza el 100% de la deuda financiera, cuenta con un mejor rating (BBB+ en el 2018 vs. BB- en el 2010, fecha de rating inicial), asimismo, las cuentas de reserva y los niveles de liquidez así como el buen *performance* del proyecto, reducen la probabilidad que se active la misma.

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 ratificado en octubre 2018, 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 setiembre 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), ratificado en setiembre 2018. Por su parte, a setiembre 2018, La Fiduciaria registró activos por S/ 20.6 MM (S/ 24.0 MM a dic. 2017), pasivos por S/ 7.0 MM (S/ 8.0 MM a fines del 2017) y un patrimonio neto de S/ 13.7 MM, menor al registrado al cierre del 2017 (S/ 16.0 MM). Asimismo, durante los últimos 12 meses a setiembre 2018 tuvo una utilidad neta de S/ 12.4 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-Set18).

Desempeño Histórico

Los ingresos de CTO suelen ser estables según el contrato Take or Pay. Así, entre el 2014 y las cifras a U12M Set-18, los ingresos por la retribución del servicio alcanzaron un promedio de US\$31.1 MM anuales.

Durante los últimos 12 meses a setiembre 2018, los ingresos se incrementaron en 1.8% por el reajuste de la RUB impulsado, principalmente, por la mayor inflación en EEUU (CPI) y el incremento del índice IPM (Perú). En tal contexto, la facturación se ubicó en US\$31.9 MM.

Por su parte, los O&M se incrementaron en 47.0% pasando de US\$4.9 MM (Dic-17) a US\$7.2 MM² (U12M a Set-18) toda vez que en el 2017 se registraron menores gastos debido a la suspensión temporal de los trabajos de mantenimiento (de hidrología, caminos, estudios y consultorías) y la ejecución de proyectos debido a la situación de la región (Niño Costero).

² Es importante mencionar que para el cálculo del flujo de caja libre, la Clasificadora toma en cuenta las salidas efectivas por operación y

En dicho contexto, CTO tuvo que postergar diversos proyectos, los cuales se han retomado a lo largo del 2018, por lo que el promedio de gastos de O&M del 2017 y cierre de los últimos 12 meses a Set-18 registraron un nivel similar al promedio registrado entre los años 2015 y 2016 (US\$6.7 MM). Cabe precisar que los gastos de operación y mantenimiento de este tipo de proyectos suelen ser relativamente estables.

En dicho contexto, el EBITDA calculado por A&A ascendió a US\$24.7 millones al cierre de setiembre 2018 (U12M) con un margen de 77%.

Desempeño Financiero según EEFF no auditados a Setiembre 2018

US\$ 000	2014	2015	2016	2017	U12M Set-18	2018E
RUB promedio (US\$/m)	0.0770	0.0745	0.0757	0.0772	0.0786	0.0783
Var%	0.9%	-3.3%	1.6%	1.9%	1.8%	1.5%
Ingresos ¹	31,287	30,263	30,749	31,331	31,901	31,793
Gastos Operativos ²	-8,951	-6,419	-7,070	-4,923	-7,239	-6,965
EBITDA	22,336	23,844	23,679	26,408	24,662	24,828
Margen %	71%	79%	77%	84%	77%	78%
Capex	-4,614					
Impuestos	2,150	-558	397	267	-1,273	-1,309
Comisión CAF/Swap	-1,757	-1,595	-1,396	-1,183	-677	-939
Free Cash Flow (FCF)	18,115	21,691	22,680	25,492	22,712	22,580
Servicio DFS	17,434	17,247	17,569	18,367	19,009	18,852
DFS	144,671	127,757	121,934	116,050	106,764	104,363
DSCR natural	1.04	1.26	1.29	1.39	1.19	1.20
DSCR Covenant*	1.09	1.22	1.24	1.47	1.39	1.34
DFS / Ebitda	6.48	5.36	5.15	4.39	4.33	4.20
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	11,908	11,902
GP / SD bonos	2.32	2.42	2.43	2.36	2.35	2.35

¹Ingresos: 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 (2017: US\$ 14.0 MM, 2016: US\$ 14.0 MM).
- iii) 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)

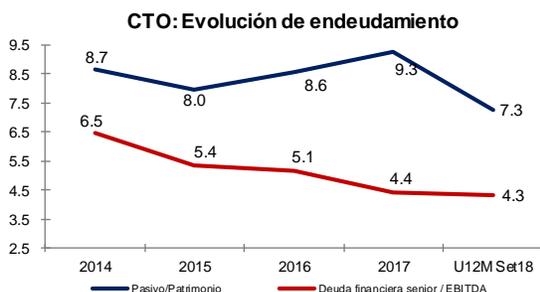
²Gastos Operativos: No incluye provisiones ni gastos devengados.

*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\$15M; 2017 US\$0M)

Fuente: CTO

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 4.3x a setiembre 2018.

mantenimiento, las mismas que difieren de los gastos contables (provisiones y/o devengados) que se observarán en los EEFF y el Budget que presenta CTO.



Fuente: CTO

Por otro lado, la empresa ha reportado pérdidas contables desde el inicio de las operaciones debido, al fuerte impacto de la depreciación y la incidencia de los gastos financieros.

Al cierre de setiembre 2018, se registró una utilidad contable de US\$2.5 MM, debido a la ganancia cambiaria (US\$1.2 MM), derivada de la ligera depreciación del Sol frente al dólar, frente a una pérdida en el 2017. No obstante, en los U12M, la utilidad neta ascendió a US\$0.2 MM. Cabe señalar que la moneda funcional de la empresa es el dólar americano, sin embargo, CTO mantiene deuda en soles, por lo que al hacer la conversión a dólares se genera pérdida/ganancia cambiaria, en función al movimiento del tipo de cambio.

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.

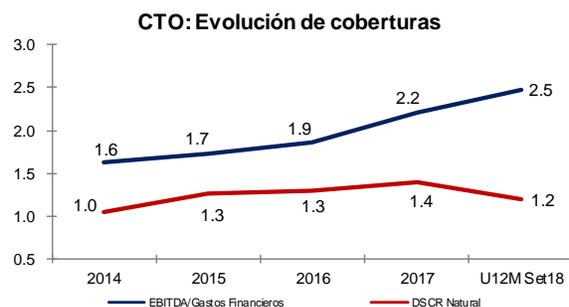
Sin embargo, a pesar de las pérdidas contables, la empresa es generadora de caja debido a que dada la naturaleza del negocio no se requiere de fuertes inversiones, destinando la totalidad de la caja generada además del servicio de la deuda senior y/o subordinada a la acumulación de fondos.

Así, en el 2017 y setiembre 2018 el DSCR natural ascendió a 1.39x y 1.19x, respectivamente. Por su parte, la caja generada en los últimos 12 meses a setiembre 2018 ascendió a US\$2.6 millones, superior a los US\$5.4 millones del 2017 debido a los menores gastos financieros ante la reducción de la deuda financiera, variación de indicadores de ajuste (IRD) y el efecto de diferencia de cambio en el 2018.

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 setiembre 2018, el total de caja ascendió a US\$20.0 MM, de los cuales US\$9.6 MM corresponden a las cuentas de reserva y US\$10.4 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 2.3x el vencimiento corriente de la deuda, nivel superior al 2.2x del 2017, año en que la caja de libre disponibilidad ascendió a US\$8.3 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\$10.4 MM (US\$8.3 MM a Dic17), permite soportar una desviación de 149.5% 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\$7.2 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 en 1.19x.

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 (escenario base); 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 10% 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 Set18, 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\$23.0 MM en promedio, luego de cubrir impuestos, participaciones y *capex* de mantenimiento; mientras que en el escenario sensibilizado, US\$22.1 MM.

Bajo estas consideraciones, se tiene que, bajo el escenario base, el ratio mínimo de cobertura de servicio de la deuda

garantizada sería de 1.13x (2020) con un promedio de 1.27x. En el rating case (RC) la cobertura promedio baja a 1.22x con un mínimo de 1.09x (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 Set-18

	CTO		Escenario Base		Escenario RC	
	Min.	Promed.	Min.	Promed.	Min.	Promed.
Deuda Senior						
FCF / SD	1.25	1.44	1.13	1.27	1.09	1.22
LLCR*	1.52	1.58	1.22	1.26	1.17	1.21
DFS / EBITDA	4.26	2.80	4.20	2.85	4.22	2.92

*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 Trasvase Olmos

(Cifras en miles de US\$)

	U12M Set-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15	Dic-14
		Aud. 2017	Aud. 2017	Aud. 2015	Aud. 2015
Rentabilidad					
EBITDA	24,662	26,408	23,679	23,844	22,336
Mg. EBITDA	77.3%	84.3%	77.0%	78.8%	71.4%
FCF / Ingresos	68.6%	77.0%	59.2%	54.4%	16.0%
Cobertura					
Cobertura de intereses del FFO	2.2	2.3	2.0	1.9	4.9
EBITDA / Gastos financieros	2.5	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	3.3	3.1	2.4	2.3	1.4
FCO / Servicio de deuda**	1.4	1.5	1.3	1.6	0.9
(FCO + Caja e Inversiones corrientes) / Servicio de deuda**	2.3	2.2	1.7	1.9	1.2
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda financiera <u>senior</u> total / EBITDA	4.3	4.4	5.1	5.4	6.5
Deuda financiera <u>senior</u> neta / EBITDA	3.5	3.7	4.7	5.1	6.2
Deuda financiera total / EBITDA	5.0	5.0	5.8	5.9	7.1
Deuda financiera senior total / Capitalización	76.1%	79.4%	79.7%	79.8%	81.0%
Costo de financiamiento estimado	9.2%	10.0%	10.2%	10.1%	9.1%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	11.8%	10.3%	9.0%	4.0%	5.5%
Pasivo / Patrimonio	7.3	9.3	8.6	8.0	8.7
Balance					
Activos totales	142,404	148,788	155,126	165,891	185,964
Caja e inversiones corrientes	19,971	17,584	9,396	5,957	6,640
Caja de Libre Disponibilidad (CLD)	10,415	8,288	3,679	5,957	6,640
Deuda financiera senior Corto Plazo	12,634	11,914	10,960	5,167	7,939
Deuda financiera senior Largo Plazo	94,105	104,072	110,804	122,590	136,732
Deuda financiera <u>senior</u> total	106,739	115,986	121,764	127,757	144,671
Deuda financiera subordinada	16,331	15,631	14,698	13,766	14,593
Deuda financiera total	123,070	131,618	136,462	141,523	159,264
Patrimonio Total	17,216	14,471	16,226	18,500	19,256
Capitalización	140,286	146,089	152,689	160,023	178,520
Flujo de caja					
Flujo generado por las operaciones (FFO)	22,551	24,528	17,479	17,532	5,306
Variación de capital de trabajo (Δ CT)***	-291	-324	841	-892	159
Flujo de caja operativo (FCO)	22,260	24,204	18,319	16,640	5,465
Actividades de inversión	-390	-80	-103	-174	-457
Flujo de caja operativo neto	21,870	24,124	18,216	16,466	5,008
Δ Cuentas con relacionadas	-244	-313	1,660	1,657	9,394
Gastos financieros deuda senior	-7,405	-7,729	-7,805	-8,286	-10,323
Amortización de capital deuda senior	-10,963	-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	3,258	5,439	2,293	-683	-3,397
Resultados					
Ingresos*	31,901	31,331	30,749	30,263	31,287
Variación de Ventas	1.8%	1.9%	1.6%	-3.3%	0.9%
Utilidad operativa (EBIT)	24,464	26,225	23,861	23,664	22,194
Gastos financieros	9,947	11,934	12,760	13,768	13,705
Resultado neto	233	-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 Traslase 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 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.