

## Concesionaria Traslase Olmos (CTO)

Informe Trimestral

### Clasificaciones Noviembre 2019

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

Con información financiera no auditada a Set-19. Clasificaciones otorgadas en Comités de fecha 22/11/2019 y 31/05/2019.

**Perspectiva** Estable

#### Resumen del Proyecto

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

**Concedente:** Gobierno Regional de Lambayeque

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

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

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

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

#### Analistas

María del Carmen Vergara  
[maria.vergara@aai.com.pe](mailto:maria.vergara@aai.com.pe)

Johanna Izquierdo  
[johanna.izquierdo@aai.com.pe](mailto: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 Hm<sup>3</sup>/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 Set19 fue US\$94.5 MM (Dic18: US\$102.5 MM), de los cuales los Bonos ascienden a US\$85.4 MM (Dic18: US\$88.5 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 Hm<sup>3</sup>/año de agua, la misma que es independiente de la disponibilidad del recurso 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 2016-2018: US\$30.7, 31.3 y 32.0 MM, respectivamente; y de US\$32.3 MM a U12M Set19.

**Garantía Financiera Soberana:** El Estado peruano (BBB+ por *FitchRatings*, ratificado en setiembre 2019), 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 Set19: US\$6.1 MM, 2018:US\$6.9 MM, 2017: US\$6.0 MM, 2016: US\$6.8 MM, 2015: US\$6.0 MM). En el 2017, se registró un menor O&M debido al diferimiento de la ejecución de proyectos por el fenómeno El Niño (FEN); así el gasto del 2018 incluye dicho efecto, por lo que supera ligeramente al promedio, no obstante, este fue menor al Budget (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 1.35x (2019-2025) con un mínimo de 1.14x en el 2020, año pico de servicio de deuda.

Por su parte el LLCR (*long life coverage ratio*) mínimo asciende a 1.37x. En el *rating case*, se espera que el DSCR promedio ascienda a 1.29x, y un LLCR mínimo de 1.31x, 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 1.13x, 1.33x y 1.33x en el 2016, 2017 y 2018, respectivamente, y a 1.38x al cierre del año móvil a setiembre 2019. 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 3.6x a U12M Set19.

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 2019) y contar con caja de libre disponibilidad por US\$14.1 MM (US\$11.4 MM a Dic18). Así el total de caja ascendió a US\$23.7 MM al cierre de setiembre 2019 (Dic18: US\$21.0 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* RD por FitchRatings, julio 2019). Así, los fondos de libre disponibilidad por US\$14.1 MM, permiten soportar una desviación de 213.8% del Budget de O&M aprobado para el 2019, 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

### **Ley Anticorrupción – Ley 30737 (Ley que reemplazó al DU 003-2017):**

CNO, accionista de CTO, ha admitido haber cometido actos de corrupción en varios proyectos, por lo que viene siendo investigado por la justicia peruana.

A fin de garantizar el pago de la reparación civil por actos de corrupción, el Estado promulgó en febrero 2017 el DU 003 que establecía entre otros aspectos: **i)** retenciones sobre pagos del Estado peruano que reciban las empresas comprendidas bajo los alcances del DU; **ii)** autorización del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos (MINJUS) para la venta de los activos o las acciones de la persona jurídica; y, **iii)** limitaciones para realizar transferencias al exterior.

Sin embargo, ante la incertidumbre generada sobre el monto de la reparación civil, y a fin de salvaguardar la continuidad de los proyectos y/o concesiones y evitar la paralización de las obras así como evitar la ruptura de la cadena de pagos; en Marzo y Mayo 2018, el Estado publicó la Ley 30737 y su Reglamento, que reemplazó al DU. Dicha Ley fijó los lineamientos para el cálculo de la reparación civil al Estado, limitando así la exposición de las empresas comprendidas bajo los alcances del DU; además, elimina la incertidumbre sobre la imposición de embargos de bienes y/o retenciones de pagos en la medida que se garantice al Estado el pago total de la reparación civil. La Ley 30737 también excluyó de las retenciones de pago del Estado, a aquellas empresas que cuenten con garantía financiera soberana, como es el caso de CTO.

Apoyo & Asociados considera que los hechos ocurridos han puesto en evidencia **la solidez de la garantía financiera soberana**. Así, en junio 2017, luego de producida la errónea retención de flujos por parte de La Fiduciaria por US\$501,888 correspondiente a la Retribución Mensual, según lo requerido por el GRL, CTO solicitó a la Fiduciaria la ejecución de la Garantía Soberana, a efectos que el MEF cumpla con reintegrar el monto retenido. Luego de conversaciones entre las partes, la totalidad de la retención se extornó entre junio y agosto 2017, evitando la ejecución de la garantía. Posteriormente, con la exclusión expresa de las empresas que cuenten con garantía soberana en la Ley 30737, se eliminó el riesgo de incertidumbre sobre futuras retenciones.

En cuanto a lo relacionado a las limitaciones de transferencias al exterior, durante el primer semestre del 2018, el MINJUS denegó los pagos a proveedores del exterior solicitados por la Concesionaria; sin embargo, unas semanas después, el Ministerio empezó a autorizar de manera progresiva el pago a proveedores externos de CTO. A la fecha se han generado algunos retrasos en el proceso de aprobación; sin embargo, CTO espera que esta situación se regularice en el corto plazo.

Por otro lado, para cumplir con lo establecido por la Ley 30737, el 17 de julio del 2018, MINJUS inscribió la anotación preventiva sobre los activos de CTO en los Registros Públicos respectivos.

El 15 de febrero del 2019, Constructora Norberto Odebrecht S.A. firmó un Acuerdo de Colaboración y Beneficios con el Ministerio Público y la Procuraduría Pública peruana. Dicho Acuerdo establece, entre otros, el beneficio premial de eximir a CNO (y las empresas del mismo grupo económico) de los alcances de la Ley 30737.

Posteriormente, el Acuerdo de Colaboración y Beneficios entre el Poder Judicial peruano y CNO fue homologado el 19 de junio del 2019, no obstante, hasta la fecha de emitido el presente informe, se encuentra pendiente que CTO sea excluido de la relación de empresas comprendidas bajo los alcances de la Ley 30737.

Cabe mencionar que a raíz de la venta del Proyecto Chaglla, CNO pagó la primera cuota de la reparación civil - lo que se hizo efectivo tras la homologación del Acuerdo- y que la Administración Tributaria SUNAT ya hizo el cobro de la totalidad de la deuda tributaria exigible del Grupo Económico Odebrecht siguiendo los lineamientos de la Ley 30737.

### **Contingencia Tributaria SUNAT anulada:**

En agosto 2018, luego de culminado el proceso de fiscalización del impuesto a la renta del 2012, Sunat Trujillo emitió resoluciones de determinación donde estableció reparos tributarios (por S/ 267 MM, posteriormente reducido a S/ 164 MM), siendo el principal reparo la amortización de los gastos preoperativos incluyendo los intereses de la deuda generados durante el periodo de construcción. Lo anterior, debido a que la Sunat señalaba que la fecha de inicio de operación **no** ocurrió con la entrega del Certificado de Puesta en Marcha y conclusión de las obras de trasvase en agosto 2012, como se estipula en el Contrato de Concesión (“CC”), sino en noviembre 2014, fecha de inicio del trasvase de agua.

Por lo anterior, el 09 de febrero del mismo año, CTO notificó al GRL y al MEF respecto de la ocurrencia de un hecho calificado como “Evento de Incumplimiento por causa imputable al Concedente” bajo las disposiciones del Contrato de Concesión. En dicho contexto, el 12 de marzo del 2018 se dio inicio a la negociación directa entre el GRL y CTO, de acuerdo con los términos del CC; además, en paralelo CTO presentó un recurso de reclamación en la Sunat Lima, que incluía el pedido de nulidad del proceso de fiscalización, el cual debía ser resuelto hasta junio del 2019.

Con fecha 11/04/2019, SUNAT declaró nulas las resoluciones de determinación, así como las multas impuestas a CTO, debido a vicios en el proceso de fiscalización, dándose por concluida la ocurrencia de un hecho calificado como “Evento de Incumplimiento por causa imputable al Concedente”. Además, la SUNAT no se ha vuelto a pronunciar a la fecha de emisión del presente informe.

Si bien no se puede garantizar que en el futuro SUNAT no repare la amortización de los gastos preoperativos, la Clasificadora espera que la discrepancia sobre la fecha de inicio de la operación, la cual originó la contingencia, no se repita de nuevo, toda vez que el CC establece claramente dicha fecha. La Clasificadora considera que cualquier interpretación distinta a un contrato ley (como el CC) pondría en un potencial incumplimiento al Concedente, conllevando a la ejecución de la garantía soberana ante una caducidad anticipada por incumplimiento contractual del concedente.

## Extensión del vencimiento de pago de deuda subordinada con vinculada OOL

CTO mantiene una deuda subordinada con OOL ("Odebrecht Overseas Ltd."), la cual presenta un saldo de US\$15.5 MM (a setiembre 2019), devenga una tasa de interés de 6.95% y vencía en mayo 2019.

En tal sentido, CTO ha negociado con la compañía una extensión de plazo hasta diciembre 2019, la cual fue aceptada con la condición de que se realice el pago de intereses vencidos hasta abril 2019 (US\$3.50 MM). Así, este pago se realizó en dos cuotas, la primera en mayo (US\$1.75 MM) y la segunda en noviembre del presente año (US\$1.75 MM), por lo que el plazo de vencimiento se ha extendido hasta el 31 de diciembre.

## Empresas de Grupo Odebrecht se acogieron al proceso de protección judicial en Brasil

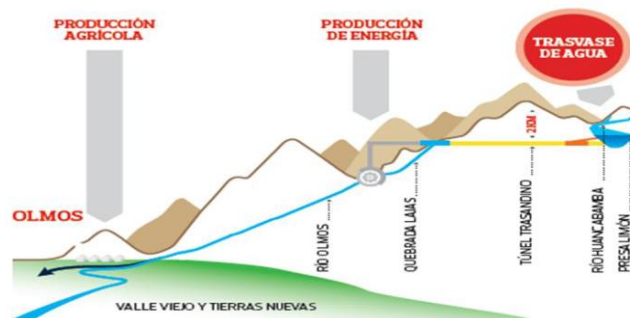
El 20 de junio del 2019, determinadas empresas del Grupo Odebrecht (grupo del cual CTO forma parte), solicitaron acogerse al proceso de protección judicial en Brasil con el objetivo de reestructurar sus pasivos, garantizando la operación de sus negocios. Dicho proceso se mantiene a la fecha; además, es importante comentar que CTO afirmó que tal situación no afecta el cumplimiento de sus obligaciones asumidas en los contratos de financiamiento y/o de las garantías otorgadas en respaldo de los mismos.

## 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 Hm<sup>3</sup>/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.

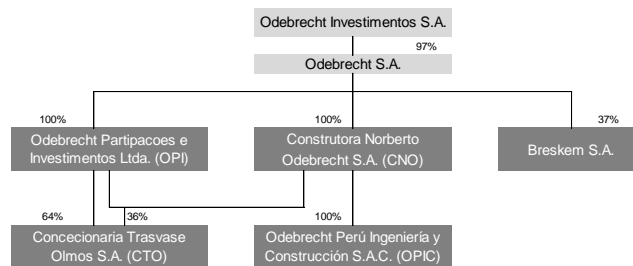


Fuente:CTO

## 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 Construtora Norberto Odebrecht (CNO) con el 36.32%.



Fuente:CTO. Elaboración Propia.

## 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 m<sup>3</sup>/seg; y, ii) Presa Limón (tipo concrete rock field dams) de 43 m. de altura con capacidad inicial de embalse de 37 Hm<sup>3</sup> (27 Hm<sup>3</sup> útiles) y una capacidad actual de embalse de 22 Hm<sup>3</sup> (18 Hm<sup>3</sup> 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	OPIIC garantizó de forma irrevocable, absoluta e incondicional la cobertura de sobrecostos y del servicio de deuda del Endeudamiento Garantizado durante la etapa de construcción y hasta 9 meses posteriores a la entrega del Certificado de Cumplimiento del Proyecto.
Experiencia del Constructor	OPIIC es una empresa con más de 25 años de desempeño en el Perú, la cual cuenta con el soporte técnico de la Constructora Norberto Odebrecht (CNO), empresa líder en el sector construcción en América Latina.
Engineering Procurement and Construction Contract (EPC)	Firmado el 9 de enero del 2006 entre CTO y OPIIC. El contratista será responsable por la obra hasta un año posterior al término de la misma, debiendo cubrir, de ser necesario, los costos adicionales necesarios hasta por US\$9.3 millones.
Garantía del Estado ante un Evento Geológico	Se refiere a la posibilidad del incremento de los costos y plazos ante calidad de roca diferente a la señalada en estudios geológicos (cobertura máxima: (i) CTO asume hasta US\$4.5 millones o 5% del Monto de Inversión en las obras del Túnel 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  
Elaboración Propia.

## **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 Set19: US\$6.1 MM; 2018: US\$6.9 MM; 2017: US\$6.0 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 40% sembradas a

diciembre 2018), 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, durante los primeros nueve meses del 2019, 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. Así, el volumen útil de almacenamiento del Embalse Limón se habría reducido de 27.0 Hm<sup>3</sup> al inicio de la operación en agosto 2012 a 18.53 Hm<sup>3</sup> a diciembre 2018, es decir, una disminución de la capacidad de almacenamiento de 31.3% en los siete años de operación (Nov15: 24.23, Nov17: 19.47 Hm<sup>3</sup>). Lo anterior debido a los procesos sedimentarios naturales que provienen del Río Huancabamba; además, dicha sedimentación puede verse acelerada por factores ajenos a CTO como el evento extraordinario del fenómeno El 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", ha informado al PEOT sobre las actuales condiciones del embalse.

Según CTO, dada la dimensión del Embalse Limón, este tiene como objetivo principal 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. No obstante, informan que 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 hasta 110 Hm<sup>3</sup>, para lo cual el GRL ha encargado la realización de un estudio de factibilidad (2019).

Cabe mencionar que la reducción de la capacidad de almacenamiento del embalse por la sedimentación no constituye un evento de incumplimiento de CTO, por lo que no existe posibilidad de penalidad ni contingencia por dicho motivo. Asimismo, se destaca que en los siete años que viene

operando el Sistema de Trasvase Olmos, éste se ha dado sin interrupciones fuera de lo programado y el concesionario viene realizando los mantenimientos de forma apropiada.

Para el 2019, se presentó un Budget de Operación y Mantenimiento de US\$6.6 MM, retomando el nivel promedio de O&M del periodo 2013-2016 de US\$6.5 MM (excluyendo gastos extraordinarios puntuales del 2014). Sin embargo, el gasto real incurrido durante los últimos 12 meses a setiembre 2019 (US\$6.1 MM) resultó inferior debido a tres efectos: i) menores gastos en materiales, mantenimiento, rehabilitación de equipos y operativos; ii) menores gastos legales asociados a menores contingencias; y, iii) postergación de trabajos para el último trimestre del 2019.

Así, durante los meses restantes del año (octubre – diciembre) se espera realizar trabajos de mantenimiento y estudios rutinarios (como el estudio de barimetría o evaluación del talud), lo que impulsaría el gasto por O&M con cifras al cierre del año; así, considerando las cifras reales a setiembre 2019, CTO ha actualizado su estimado de O&M para cierre del año a US\$6.4 MM.

## Riesgo de Demanda

Los ingresos del Concesionario se encuentran asegurados por todo el periodo de operación de la Concesión (Agosto12-Set25), mediante un contrato tipo *Take or Pay*, firmado con el Gobierno Regional de Lambayeque, el mismo que está garantizado en su totalidad por el Estado peruano, según garantía financiera soberana otorgada a CTO y ésta a su vez está respaldada por la garantía parcial de la CAF (hasta Feb25). Por dicho Contrato de Prestación de Servicio, CTO se compromete a entregar al GRL un volumen anual de 406 Hm<sup>3</sup>, 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 <sup>3</sup>	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/m<sup>3</sup>, tarifa que se ajusta mensualmente<sup>1</sup>. A setiembre 2019 la RUB cerró en US\$ 0.0801/m<sup>3</sup>, este último superior en 1.7% a la registrada en el 2018 (US\$ 0.0787/m<sup>3</sup>) debido al incremento de la inflación en EEUU (CPI), efecto que fue ligeramente mitigado por la depreciación del Sol respecto al Dólar (TC).

<sup>1</sup> 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.

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 2019:

Calendario Mensual vs. Entrega Real

Hm <sup>3</sup>	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	2.9%
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	136.8	33.7%
2016	21.7	18.0	19.1	18.3	21.8	20.6	22.8	23.8	25.6	25.2	23.6	22.0	262.4	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	23.8	22.6	25.1	26.1	21.8	21.1	25.2	323.5	79.7%
2019	29.1	21.6	26.2	29.6	28.6	27.9	30.7	30.5	29.7				253.9	74.1%

Fuente: CTO  
Elaboración propia

Como se puede observar, el volumen de entrega ha ido incrementándose anualmente (con excepción del 2017, que por el fenómeno El Niño se suspendió el trasvase temporalmente) hasta alcanzar un 74.1% de la cantidad contractual durante los primeros nueve meses del 2019.

Cabe señalar que, si bien en el primer trimestre del 2019 se ve una disminución respecto a similar periodo del 2018, esto obedeció a un menor requerimiento de agua por parte de los usuarios debido a la mayor hidrología de la zona, más no a una indisponibilidad del proyecto, ni reducción de áreas sembradas. Además, durante los meses posteriores se observa una mayor entrega respecto al 2018.

La Clasificadora espera que, con el avance de las hectáreas sembradas, el trasvase de agua continúe incrementándose hasta alcanzar la cantidad contractual establecida.

## 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).

-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.

Fuente (US\$ MM)		Uso (US\$ MM)	
Bonos	100.0	EPC	185.0
Préstamo CAF	50.0	Intereses durante la construcción	40.5
Co-Financiamiento (Estado peruano)	77.0	Gastos Pre-operativos	21.5
Equity Odebrecht	20.0		
<b>Total</b>	<b>247.0</b>	<b>Total</b>	<b>247.0</b>

Fuente: CTO  
Elaboración Propia

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-19 ascendió a US\$85.4 MM (Dic-18: US\$88.5 MM).

Emisión	Monto (MM)	Tasa	Plazo	Redención	Periodo de gracia
1º Emisión	US\$ 40.5	8.00%	14.5	8-Set-20	4.5 años
2º Emisión	US\$ 5.0	8.00%	13.5	8-Set-20	3.5 años
3º Emisión	S/ 135.0	VAC + 6.625%	19.5	8-Set-25	14.5 años
4º Emisión	S/ 45.0	VAC + 6.625%	18.5	8-Set-25	13.5 años

Fuente: CTO  
Elaboración Propia

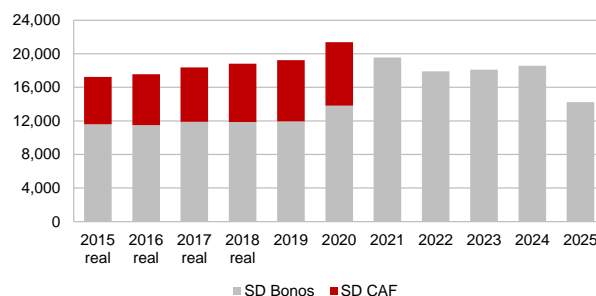
Por su parte, el préstamo con la CAF tiene un plazo de 15 años, con 5 de gracia, y vencimiento en el 2020 a una tasa Libor 3M + 2.75%. En marzo 2009 CTO contrató un swap de tasa con HSBC de New York, y fijó la tasa en 5.91%. El saldo del préstamo a Set-19 ascendió a US\$9.0 MM (Dic-18: US\$14.0 MM).

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. 19, US\$2.0 MM (Dic.18: US\$2.0 MM).

Los bonos y el préstamo CAF constituyen el endeudamiento garantizado.

Entre el 2019-2025, el servicio de deuda anual promedio asciende a US\$18.4 MM con un pico en el 2020 (US\$21.4 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-19, el saldo de la deuda ascendió a US\$15.5 MM (Dic-18: US\$16.6 MM) y devenga un interés anual de 6.95%. 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.

Es importante comentar que la deuda mencionada vencía en mayo 2019; sin embargo, a fin de lograr la ampliación del plazo hasta diciembre 2019, OOL requirió el pago de los intereses vencidos no pagados a abril 2019 (US\$3.50 MM). Dicha transacción se realizó en dos cuotas del mismo valor, siendo la primera pagada en mayo y la segunda en noviembre del 2019. Así, CTO tendrá que negociar un nuevo cronograma de pagos y/u otra extensión de plazo.

De esta manera, a Set-19, el total del financiamiento (bonos, préstamos de CAF y OOL) asciende a US\$109.9 millones (Dic-18: 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. Esta garantía, 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.

## 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 setiembre 2019, 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
<b>I. Pagos por Retribución</b>	
Retribución	Hasta por US\$401.33 millones más IG.V.
<b>II. Pagos por terminación anticipada</b>	
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  
Elaboración Propia

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.

Cabe señalar que, ante la potencial venta de la empresa, la garantía soberana no se ve afectada debido a que ésta ha sido otorgada en beneficio de CTO y los Acreedores Permitidos (incluye a los bonistas) y no de los accionistas de la Concesionaria. Por ello, una potencial 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 2019 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 con un rating de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA (pe), ratificado en setiembre 2019. Por su parte, a setiembre 2019, La Fiduciaria registró activos por S/ 21.2 MM (S/ 23.0 MM a dic. 2018), pasivos por S/ 5.9 MM (S/ 6.5 MM a fines del 2018) y un patrimonio neto de S/ 15.4 MM (S/ 16.5 MM al cierre de diciembre 2018). Asimismo, durante los últimos 12 meses al cierre de setiembre 2019 tuvo una utilidad neta de S/ 14.4 MM (S/ 12.7 MM a dic. 2018).



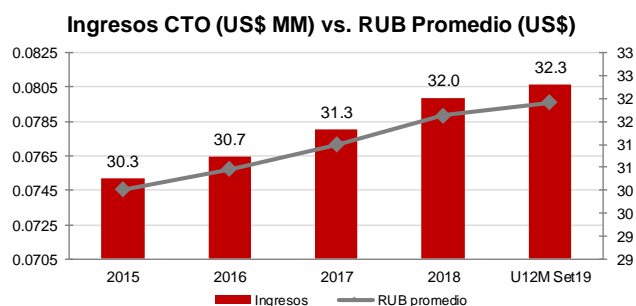
## Resguardos

CTO se ha comprometido a no efectuar 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 presenta pérdidas contables acumuladas; no obstante, ha reportado un DSCR natural promedio de 1.24x (2015-Set19).

## Desempeño Histórico

Los ingresos de CTO suelen ser estables según el contrato Take or Pay. Así, entre el 2014 y Set-19, los ingresos por la retribución del servicio alcanzaron un promedio de US\$31.3 MM anuales.



Fuente: CTO  
Elaboración Propia

Al cierre del año móvil a setiembre 2019, los ingresos se incrementaron en 0.9%, por el reajuste de la RUB impulsado, principalmente, por la mayor inflación en EEUU (CPI). En tal contexto, la facturación se ubicó en US\$32.3 MM. Cabe resaltar que CTO y la Clasificadora esperan que los ingresos alcancen los US\$32.3 MM y US\$32.2 MM, respectivamente, para el cierre del 2019.

De otro lado, al igual que los ingresos, los gastos de operación y mantenimiento de este tipo de proyectos suelen ser relativamente estables. Así, el promedio de O&M entre 2013-2016 (excluyendo gastos extraordinarios puntuales del 2014) fue de US\$6.5 MM.

Durante los años 2017 y 2018 se registraron gastos por O&M de US\$6.0 MM y US\$6.9 MM, respectivamente, alejándose en ambos casos del nivel de gastos promedio, toda vez que la situación de la región (causada por El Niño costero) durante el primer semestre del 2017 obligó a la concesionaria a postergar (para el 2018) proyectos y trabajos de mantenimiento que se tenían estimados para dicho año. Adicionalmente, durante el 2018 CTO incurrió en mayores gastos legales relacionados a la controversia con SUNAT y el mayor gasto por bonificaciones e indemnizaciones ante el menor requerimiento de personal de la concesionaria.

No obstante, es importante resaltar que todos los eventos mencionados se consideran como hechos puntuales, por lo que no se espera desviaciones de O&M significativos para los próximos años. Así, considerando los datos de los U12M a Set19, ya se observa una reducción del gasto por O&M a niveles de US\$6.1 MM; si bien este se encuentra por debajo de lo proyectado inicialmente por CTO para el 2019 (US\$6.6 MM), durante el último trimestre se realizarán trabajos de mantenimiento con los que la Compañía estima cerrar el año con un nivel de O&M de US\$6.4 MM, en línea con el promedio histórico (2013-2016, excluyendo gastos extraordinarios puntuales del 2014: US\$6.5 MM).

En dicho contexto, el EBITDA calculado por A&A ascendió a US\$26.4 millones al cierre de setiembre 2019 (U12M), con un margen de 81.6%. Además, para el cierre del 2019, CTO espera cerrar con un EBITDA de US\$26.0 MM, mientras que la Clasificadora estima un nivel de US\$25.9 MM.

Respecto al gasto por intereses, CTO registró un gasto de US\$10.4 MM al cierre del año móvil a Set-19, nivel similar comparado a lo incurrido en el 2018 (US\$10.3 MM) pese al menor saldo de la deuda, toda vez que la devaluación del tipo de cambio (-2.5% Set19 vs. Set18) incidió en un aumento del servicio de deuda de los Bonos en soles VAC al reexpresarlo en dólares.

Finalmente, la utilidad neta al cierre de los últimos 12 meses a setiembre 2019 ascendió a US\$2.5 MM millones (Dic-18: US\$1.6 MM), en línea con los mayores ingresos, menor gasto, y menor impuesto a la renta. 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.

Si aislamos el efecto contable de la variación por diferencia cambiaria, CTO registraría una ganancia neta de US\$0.9 MM al cierre del año móvil a setiembre 2019 vs. una pérdida neta de US\$1.2 MM en el 2018.

Si bien desde el 2018 CTO registra utilidad contable, aún no se ha logrado revertir las pérdidas contables acumuladas (Set19: -US\$0.2 MM) debido al fuerte impacto de la depreciación y la incidencia de los gastos financieros de los años previos.

## Análisis de flujo de caja y ratios financieros

Los mayores ingresos y un menor O&M durante los últimos 12 meses a cierre de setiembre 2019 impulsaron el EBITDA de CTO. Sumado a ello, la ligera variación de capital de trabajo y Capex, lograron impulsar la generación de caja libre de CTO respecto al 2018, la cual cerró los U12M a Set19 en US\$26.3 MM.

## Desempeño Financiero con información a Setiembre 2019

US\$ 000	2015	2016	2017	2018	U12M Set19
RUB (\$)	0.0745	0.0757	0.0772	0.0788	0.0796
Crecimiento RUB	-3.3%	1.6%	1.9%	2.2%	0.9%
Ingresos <sup>1</sup>	30,263	30,749	31,331	32,012	32,315
Gastos operativos	-6,034	-6,798	-5,970	-6,861	-6,146
Depreciación & Amortización	180	182	183	207	189
<b>EBITDA</b>	<b>24,409</b>	<b>24,133</b>	<b>25,544</b>	<b>25,358</b>	<b>26,359</b>
Margen EBITDA %	80.7%	78.5%	81.5%	79.2%	81.6%
Δ Capital de trabajo	-892	841	-324	289	94
Otros ajustes	-7,004	-3,313	-1,977	398	124
Flujo de caja operativo (CFO)	18,297	19,980	23,891	25,466	26,389
Capex	174	103	80	388	64
Flujo de Caja Libre (FCF)	18,123	19,877	23,811	25,078	26,325
Deuda Financiera Senior (DFS)	127,740	121,760	115,986	102,526	94,477
Servicio DFS	17,292	17,571	17,936	18,820	19,074
<b>DSCR Natural</b>	<b>1.05</b>	<b>1.13</b>	<b>1.33</b>	<b>1.33</b>	<b>1.38</b>
<b>DSCR Covenant</b>	<b>1.22</b>	<b>1.24</b>	<b>1.47</b>	<b>1.23</b>	<b>1.35</b>
<b>DFS / EBITDA</b>	<b>5.23</b>	<b>5.05</b>	<b>4.54</b>	<b>4.04</b>	<b>3.58</b>
Garantía Parcial CAF	28,000	28,000	28,000	28,000	28,000
Servicio Bonos (SB)	11,591	11,503	11,451	11,871	11,870
<b>GP / SB</b>	<b>2.42</b>	<b>2.43</b>	<b>2.45</b>	<b>2.36</b>	<b>2.36</b>

<sup>1</sup> Ingresos, se contabiliza en (US\$):

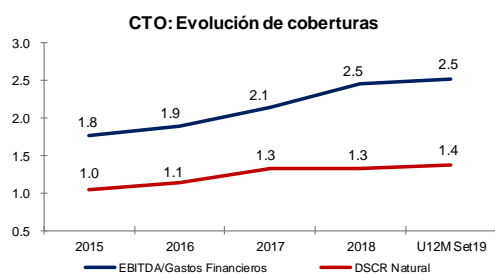
- i) Operación y mantenimiento (U12M Set19: 15.6, 2018: 15.2, 2017: 14.6, 2016: 13.7 MM)
- ii) Amortización de capital del activo financiero (U12M Set19: 14.5, 2018: 14.3, 2017: 14.0, 2016: 14.0 MM)
- iii) Ingreso financieros del activo financiero (U12M Set19: 2.2, 2018: 2.4, 2017: 2.8, 2016: 3.1 MM)

Fuente: CTO

Elaboración A&A

Así, pese a los mayores gastos financieros en línea con el reajuste VAC de los mismos, el mayor flujo de caja libre permitió impulsar el ratio de DSCR respecto al cierre del 2018 (1.33x), ascendiendo a un nivel holgado de 1.38x al cierre del año móvil a setiembre 2019, ubicándose por encima de lo esperado por la Clasificadora (1.23x).

En la misma línea, el ratio EBITDA / gastos financieros mantiene una tendencia creciente, pasando de 1.8x a 2.5x en los últimos años.



Fuente: CTO  
Elaboración Propia.

Para el 2019, la Clasificadora espera que CTO cierre con un EBITDA (US\$25.9 MM) mayor comparado al 2018, debido al menor nivel de gasto (US\$6.5 MM) producto de ahorros en trabajos de mantenimiento y operación, así como menores gastos por contingencias legales. No obstante, el mayor pago de impuestos y la mayor amortización de capital contrarresta el efecto mencionado anteriormente, por lo que el DSCR estimado disminuiría a 1.23x, en nuestro escenario base.

Por otro lado, como se mencionó previamente, la empresa aún mantiene pérdidas contables acumuladas debido al gasto por depreciación del activo y la incidencia de los gastos financieros de años previos, por lo que nunca ha repartido

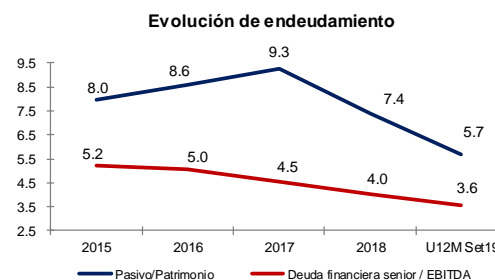
dividendos; además, no ha realizado amortizaciones de capital de la deuda subordinada desde el 2015. En dicha situación, la compañía ha destinado la totalidad de la caja generada, además del servicio de la deuda senior, a la acumulación de fondos.

Dichos fondos 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 emitida por el BBVA Banco Continental, manteniendo CTO a la fecha todas sus cuentas reservas con efectivo.

Al cierre de setiembre 2019, el total de caja ascendió a US\$23.7 MM, de los cuales US\$9.6 MM corresponden a las cuentas de reserva y US\$14.1 MM son de libre disponibilidad de CTO. En dicha línea, el ratio de cobertura incluyendo el total de la caja disponible (FCO + caja / SD) cubre en 2.5x el vencimiento corriente de la deuda, nivel superior al 2.4x del 2018, año en que la caja de libre disponibilidad ascendió a US\$11.4 millones.

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 (*rating* RD por Fitch Ratings, julio 2019). Así, los fondos de libre disponibilidad por US\$14.1 MM (US\$11.4 MM a Dic18), permite soportar una desviación de 213.8% del Budget de O&M aprobado para el 2019, 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.

Finalmente, es importante mencionar la evolución del endeudamiento, el cual ha mejorado en línea con la reducción de la deuda financiera según el cronograma de amortizaciones. Así, el ratio de endeudamiento pasó de 5.2x en el 2015, a 3.6x al cierre de setiembre 2019; mientras que el ratio pasivo/patrimonio ha pasado de 8.0x a 5.7x en el mismo periodo.



Fuente: CTO  
Elaboración Propia.

## 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 6% 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 0.8% y de una desviación de 12% 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 Set19, así como sobre la base del Presupuesto Anual 2019 y del Modelo Financiero Actualizado a abril 2019.

En el escenario base de A&A, CTO reportaría un Flujo Anual de Caja para el servicio de deuda, de US\$24.4 MM en promedio, luego de cubrir impuestos, participaciones y *capex* de mantenimiento; mientras que, en el escenario sensibilizado, US\$23.4 MM.

Bajo estas consideraciones, se tiene que, bajo el escenario base, el ratio mínimo de cobertura de servicio de la deuda garantizada sería de 1.14x (2020) con un promedio de 1.35x. En el rating case (RC) la cobertura promedio baja a 1.29x 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 2019-2025 actualizado a U12M Set-19

	Escenario Base		Escenario RC	
	Min.	Promed.	Min.	Promed.
Deuda Senior				
FCF / SD	1.14	1.35	1.09	1.29
LLCR*	1.37	1.41	1.31	1.35
DFS / EBITDA	3.58	2.46	3.62	2.54

\*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 Set19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
	No Aud.	Aud. 2018	Aud. 2017	Aud. 2017	Aud. 2015
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA	26,359	25,358	25,544	24,133	24,409
Variación de EBITDA	3.9%	-0.7%	5.8%	-1.1%	8.6%
Mg. EBITDA	81.6%	79.2%	81.5%	78.5%	80.7%
FCF / Ingresos	81.5%	78.3%	76.0%	64.6%	59.9%
<b>Cobertura</b>					
Cobertura de intereses del FFO	2.6	2.3	2.3	2.1	2.0
EBITDA / Gastos financieros	2.5	2.5	2.1	1.9	1.8
EBITDA / Servicio de deuda**	1.1	1.1	1.1	1.0	1.3
Cobertura de cargos fijos del FFO	3.5	3.4	3.0	2.5	2.4
FCO neto / Servicio de deuda**	1.5	1.5	1.5	1.4	1.7
(FCO neto + Caja e Inversiones corrientes) / Servicio de deuda**	2.5	2.4	2.2	1.8	2.0
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>					
Deuda financiera <u>senior</u> total / EBITDA	3.6	4.0	4.5	5.0	5.2
Deuda financiera <u>senior</u> neta / EBITDA	2.7	3.2	3.9	4.7	5.0
Deuda financiera total / EBITDA	4.2	4.7	5.2	5.7	5.8
Deuda financiera senior total / Capitalización	72.9%	75.7%	79.4%	79.7%	79.8%
Costo de financiamiento estimado	10.7%	9.9%	10.0%	10.2%	10.1%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	14.5%	12.6%	10.3%	9.0%	4.0%
Pasivo / Patrimonio	5.7	7.4	9.3	8.6	8.0
<b>Balance</b>					
Activos totales	131,862	137,115	148,788	155,126	165,891
Caja e inversiones corrientes	23,730	20,969	17,584	9,396	5,957
Caja de Libre Disponibilidad (CLD)	14,250	11,388	8,288	3,679	5,957
Deuda financiera senior Corto Plazo	13,715	12,915	11,914	10,960	5,167
Deuda financiera senior Largo Plazo	80,762	89,611	104,072	110,804	122,590
<b>Deuda financiera <u>senior</u> total</b>	<b>94,477</b>	<b>102,526</b>	<b>115,986</b>	<b>121,764</b>	<b>127,757</b>
Deuda financiera subordinada	15,461	16,567	15,631	14,698	13,766
<b>Deuda financiera total</b>	<b>109,938</b>	<b>119,094</b>	<b>131,618</b>	<b>136,462</b>	<b>141,523</b>
Patrimonio Total	19,746	16,338	14,471	16,226	18,500
Capitalización	129,684	135,432	146,089	152,689	160,023
<b>Flujo de caja</b>					
<b>Flujo generado por las operaciones (FFO)</b>	<b>26,295</b>	<b>25,177</b>	<b>24,215</b>	<b>19,139</b>	<b>19,188</b>
Variación de capital de trabajo ( $\Delta$ CT)***	94	289	-324	841	-892
<b>Flujo de caja operativo (FCO)</b>	<b>26,389</b>	<b>25,466</b>	<b>23,891</b>	<b>19,980</b>	<b>18,297</b>
Actividades de inversión	-64	-388	-80	-103	-174
<b>Flujo de caja operativo neto</b>	<b>26,325</b>	<b>25,078</b>	<b>23,811</b>	<b>19,877</b>	<b>18,123</b>
$\Delta$ Cuentas con relacionadas	193	307	-313	1,661	1,657
Gastos financieros deuda senior	-6,723	-7,236	-7,729	-7,805	-8,286
Amortización de capital deuda senior	-12,351	-11,584	-10,639	-9,766	-8,962
Deuda subordinada OOL	-1,750	0	0	0	-808
Otros financiamientos, netos	0	0	-4	-13	-750
Otros ajustes	-2,933	-3,181	3,061	-514	-1,657
<b>Variación de caja</b>	<b>2,761</b>	<b>3,385</b>	<b>8,188</b>	<b>3,440</b>	<b>-683</b>
<b>Resultados</b>					
Ingresos*	32,315	32,012	31,331	30,749	30,263
Variación de Ventas	0.9%	2.2%	1.9%	1.6%	-3.3%
Utilidad operativa (EBIT)	26,170	25,151	25,361	23,951	24,229
Gastos financieros	10,443	10,316	11,934	12,760	13,768
Resultado neto	2,545	1,648	-2,118	-2,641	-1,112

\*Ingresos: Se contabilizan en:

- i) Ingresos por operación y mantenimiento (U12M Set19: US\$15.6, 2018: US\$15.2, 2017: US\$14.6, 2016: US\$13.7 MM).
- ii) Ingresos por amortización de capital del activo financiero en concesión (U12M Set19: US\$14.5, 2018: US\$14.3, 2017: US\$14.0, 2016: US\$14.0 MM).
- ii) Ingresos por ingresos financieros del activo financiero en concesión (U12M Set19: 2.2, 2018: US\$2.4, 2017: US\$2.8, 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 +  $\Delta$  CT

$\Delta$  CT = Variación de "Cuentas por cobrar comerciales", "Cuentas por pagar comerciales" y "Existencias"

Fuente: CTO

Elaboración Propia



## **ANTECEDENTES**

Emisor:	Concesionaria Traspase 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
Erlon Arfelli	Director

## **RELACIÓN DE EJECUTIVOS**

Alfonso Pinillos Moncloa	Gerente General
Karla Knize Estrada	Gerente de Administración y Finanzas
Ana Cecilia Rodríguez	Gerente Legal y Contractual
Antonio Araujo	Gerente de Operaciones
Juan Soria Casaverde	Gerente de Sostenibilidad
Juan Carlos Urteaga Fiol	Gerente Comercial

## **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>
<b>Valores que se emitan en virtud del Primer Programa de Bonos Corporativos CTO</b>	<b>Categoría AAA (pe)</b>
<b>Perspectiva</b>	<b>Estable</b>

### 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.