

Norvial S.A. – Bonos Corporativos

Informe Intermedio

Clasificaciones
Noviembre 2019

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

Con información financiera no auditada a junio 2019.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fecha 29/11/2019 y 29/05/2019.

Perspectiva

Estable

Metodologías Aplicadas

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

Resumen del Proyecto

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

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

Garantía: Fiduciaria y reales (ver pág. 10)

Concesionario: Norvial S.A.

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

y JJC Contratistas Generales S.A. (JJC) - 33%

Periodo de construcción: EPC vigente - 24 meses /

Capex Adicional – entre 11 y 13 meses.

Constructor (EPC): Consorcio Huacho – Pativilca

(GyM S.A y JJC)

Consultor Técnico: Cowi

Resumen de la Estructura

Emisor: Norvial S.A.

Fiduciario Fideicomiso Flujos: Scotiabank Perú

S.A.A. / AAA(pe)

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

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

Estructuradores: Credicorp Capital Servicios

Financieros S.A.

Analistas

Johanna Izquierdo

(511) 444 5588

johanna.izquierdo@aai.com.pe

Cristian Solórzano

(511) 444 5588

cristian.solorzano@aai.com.pe

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

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

La deuda está respaldada por los flujos de peaje de la Red Vial 5, la cual es operada por el emisor desde el 2003 (*brownfield*). El tráfico de la vía ha mostrado una evolución histórica positiva, con una tasa media anual de crecimiento (CAGR) de 6.8% entre los años 2003-2018. Ello, apoyado en el crecimiento económico del país, lo cual ha beneficiado tanto el movimiento de mercadería (actividad comercial) como de personas; así como también por la ausencia de rutas alternas. A junio 2019, el tráfico promedio diario anual (TPDA) se ubicó en 26,988 vehículos (+2.7% respecto a junio 2018) con un total de ejes de 11.3 MM (+1.1%). Por su parte, la recaudación total a junio 2019 ascendió a S/ 86.5 MM (incluido IGV), superior en +3.7% respecto a junio 2018.

Tarifas actualizadas sin rezagos. El concesionario ha llevado a cabo la actualización de sus tarifas de acuerdo a lo señalado en el Contrato de Concesión (CC) durante los 16 años de operación. Al respecto, la Clasificadora destaca tanto el ajuste oportuno en el alza de peajes (en julio de cada año), como la baja elasticidad precio observada.

Experiencia probada del Concesionario y del Operador.

Norvial tiene ya 16 años a cargo de la concesión, y el operador (Concar) ha participado desde el inicio en las labores de operación y mantenimiento. Cabe mencionar que, la concesionaria viene cumpliendo con los límites admisibles de los Parámetros de Condición y Servicialidad exigidos bajo el CC. Ambas empresas forman parte del Grupo Graña y Montero (Grupo G&M), el cual cuenta con amplia experiencia en la construcción de carreteras, así como en la operación, conservación y gestión de infraestructura. A través de Concar, el Grupo opera tres concesiones viales Norvial (182.7 km), Survial (757.7 km) y Canchaque (78.1 km); así como también la Línea 1 del Metro de Lima. Adicionalmente, la empresa realiza servicios de conservación de carreteras con el MTC y con gobiernos regionales. A la fecha realiza el mantenimiento de 2,717 km de carreteras y 33.1 km de vía férrea.

Moderado riesgo de Construcción. A octubre 2019, las obras registraban un avance de ejecución del 98.73%. Al respecto, a pesar del nivel de avance de obras, las garantías otorgadas por el Constructor (equivalentes al 5% del EPC), respaldadas con cartas fianzas bancarias del BCP (S/ 9.2 MM) y Banco Pichincha (S/ 4.5 MM), no se han reducido.

La Clasificadora ha tomado en cuenta el retraso en la ejecución de obras ante la falta de entrega de áreas por parte del Concedente, ya que debieron culminarse en marzo 2016; sin embargo,



actualmente se espera culminen en diciembre 2019. Al respecto, A&A considera que no existe un impacto negativo en el flujo de caja debido a que las nuevas obras no generan recaudación adicional ni impiden el tráfico actual.

Asimismo, la Clasificadora destaca la recepción parcial de las obras (88.77% del total de obras de la segunda etapa) por parte del Concendente el pasado 8 de enero 2018, ante el retraso en la entrega de áreas, lo que permitió dar inicio al uso de la Segunda Calzada (51 de 57 km).

GyM S.A y JJC Contratistas Generales S.A. conforman el consorcio Huacho Pativilca, encargado de las obras de la Segunda Etapa. Ambos tienen un *track record* importante en el rubro de ingeniería y construcción. En particular, Grupo G&M es el principal grupo peruano de servicios de ingeniería y construcción con más de 85 años de experiencia. Cabe señalar que el mismo consorcio ejecutó las obras de la primera etapa de la construcción de la autopista Huacho- Pativilca por lo cual ya tienen un amplio conocimiento del proyecto y las obras que involucra. Por último, las obras pendientes de ejecución no interrumpen significativamente el tráfico y no afectan el cobro de peajes.

Adecuada resistencia financiera. En un escenario base estimado por la Clasificadora, el Proyecto muestra un DSCR promedio de 1.53x, un mínimo de 1.32x (2026) y una cobertura mínima de largo plazo (LLCR) de 1.68x; lo cual es calculado bajo proyecciones conservadoras de tráfico asumiendo un recorte significativo de la CAGR histórica de la vía. Por su parte, bajo el escenario *rating*, las métricas son un DSCR promedio y mínimo de 1.38x y 1.08x (2026) respectivamente, con un LLCR mínimo de 1.47x; los cuales se mantienen en niveles superiores a los obtenidos en las proyecciones iniciales donde se obtuvo un DSCR mínimo de 0.95x, siendo necesario el uso de la Cuenta de Reserva. Los mayores niveles de cobertura se deben al mayor crecimiento de tráfico respecto el estimado inicialmente.

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

Entre los limitantes del Rating se tiene:

Mix de Tráfico: Si bien el tráfico y la recaudación han mostrado una tendencia positiva en los 16 años de operación, la alta participación de los vehículos pesados –HGV- (45.2% del tráfico total y 77.2% de la recaudación a junio 2019), hace a la vía menos resiliente ante *shocks* económicos, ya que muestra una mayor correlación respecto al PBI en comparación a vías que muestran mayor presencia de tráfico *commuter*. Así con la desaceleración de la economía, que ha implicado reducir las proyecciones de crecimiento del PBI en más de una oportunidad, siendo la última de 3.4% a 2.7%; el tráfico de vehículos pesados se vio afectado mostrando una ligera caída de -0.1% durante el primer semestre del 2019, frente al 8.6% del primer semestre del 2018.

Es importante señalar que la nueva construcción no genera un incremento en los peajes y tráfico. En tal sentido, la culminación de las obras no da lugar a un incremento tarifario o a un *upside* en el nivel de tráfico que circula por la vía. Esta corresponde únicamente al cumplimiento de las obligaciones de Norvial bajo el Contrato de Concesión.

De otro lado, los principales accionistas, G&M y JJC vienen afrontando una situación financiera complicada debido a los cuestionamientos sobre su posible participación en los actos de corrupción en que ha estado involucrado Odebrecht y a su posible reclasificación en la categoría 1 según el marco de la Ley 30737, la cual reemplaza al Decreto de Urgencia 003-2017. Al respecto, si bien G&M y JJC eran los garantes solidarios para cubrir sobrecostos (hasta por S/ 57.7 MM), el 18 de mayo de 2018 el Ingeniero Independiente certificó la conclusión del Periodo de Restricción, dándose por concluido el Convenio de Respaldo Financiero de los accionistas para cubrir los potenciales sobrecostos.

Por otra parte, A&A considera que la actual situación de los accionistas no impacta negativamente la clasificación, toda vez que los bonos se pagan con el flujo de peajes existentes, las obras ya cuentan con un avance físico de 98.73% (a octubre 2019), y los fondos de las obras pendientes de ejecución se encuentran garantizados en el fideicomiso de flujos.

¿Qué podría derivar en un cambio de la calificación?

- Cambios adversos en las condiciones económicas del país, apalancamiento adicional, desviaciones mayores en O&M y retraso en la culminación del proyecto que genere sobrecostos por encima del paquete de garantías podrían afectar negativamente la calificación del Proyecto.
- Crecimiento del tráfico inferior al 2.8% durante un periodo prolongado de tiempo.
- Debilitamiento de la flexibilidad financiera en general, que resultara en un DSCR promedio por debajo de 1.3x bajo las premisas del caso rating de la Clasificadora.
- Aumento anual prolongado mayor a 15% en los costos de operación y mantenimiento que afecte materialmente los flujos del proyecto.

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

PERFIL Y ANÁLISIS DEL PROYECTO

■ Hechos recientes

Liberación de Flujos desembolsados por el Estado para financiar las Obras Complementarias

Ante los constantes retrasos en la ejecución de obras debido a la falta de liberación de terrenos pendientes a cargo del Ministerio de Transportes y Comunicaciones (“Concedente”), la Concesionaria y el Concedente acordaron modificar el expediente técnico de los Pasos a Desnivel pendientes, a fin de viabilizar la terminación de las Obras. Dicha modificación (catalogadas como Obras Complementarias) implicó que los costos de las obras remanentes aumenten de S/ 15.6 MM a S/ 76.6 MM (sin incluir IGV y aportes al regulador), sobrecosto que sería asumido por el Estado.

A fin de agilizar el inicio de ejecución de obras, el Estado otorgó un adelanto del 40% del valor referencial de las Obras. A cambio de dicho adelanto, Norvial entregó una carta fianza otorgada por Avla Perú, la cual garantiza dicho adelanto.

Por su parte, Avla requirió la constitución de una garantía mobiliaria sobre los flujos que conforman el adelanto otorgado por el Concedente y un contrato de administración de fondos a fin de asegurar que dicho adelanto sea destinado únicamente a las obras pendientes de la Segunda Etapa. Al respecto, dado que los flujos a ser percibidos se encontraban bajo el dominio fiduciario de Scotiabank Perú (según el Contrato de Fideicomiso en Administración y Garantía), el Concesionario solicitó a los bonistas una dispensa con el objeto de que dichos flujos sean restituidos a Norvial, a fin de poder constituir la garantía mobiliaria en favor de Avla Perú.

Respecto a la renuncia por parte de los bonistas a los flujos correspondientes al adelanto del Concedente, la Clasificadora opinó que no tendría un impacto negativo principalmente debido a que:

- (i) Dicha renuncia facilitaría y/o permitiría que Norvial pueda contar con los fondos necesarios de manera inmediata para culminar las Obras Obligatorias pendientes;
- (ii) La renuncia no implicaba una pérdida sobre el control de los mismos, ya que contra cada valorización del avance según el cronograma de obras el 79.63% sería pagado al Constructor con los fondos administrados por Avla, en tanto el 20.37% restante sería cubierto con los fondos de la cuenta Capex depositados en el Fideicomiso de Flujos que garantiza el pago de los Bonos. De este modo se aseguraba que la totalidad de fondos serían destinados únicamente a la ejecución de las obras.
- (iii) La construcción de las obras remanentes implicaron una adenda al EPC por un monto equivalente al 85% del costo reconocido por el Concedente, lo que permitía que el Concesionario cuente con una *buffer* de liquidez del 15% para cubrir posibles contingencias. Además, el Ingeniero Independiente (COWI) opinó que era poco

probable que los potenciales sobrecostos superen el 15% del valor reconocido por el Estado.

- (iv) La renuncia a los flujos no conllevaba a una menor cobertura de servicio de deuda de los bonistas, ya que los fondos depositados en la cuenta capex del Fideicomiso de Administración siempre estuvieron considerados para la ejecución de obras.
- (v) Según los asesores legales del Concesionario (Estudio Payet Rey Cauvi Pérez Abogados), la renuncia por parte de los Bonistas a los flujos del adelanto no podría implicar de ningún modo que el MTC deje de reconocer a los bonistas como Acreedores Permitidos.
- (vi) La ejecución de la carta fianza otorgada por Avla no tiene recurso contra los flujos que garantizan a los bonistas.

Cambio del Accionariado

El 29 de mayo de 2018, Graña y Montero suscribió con Inversiones Concesión Vial S.A.C. (BCI Perú) un acuerdo de inversión para monetizar los dividendos futuros sobre Norvial. La Operación se hizo efectiva el 11 de junio 2018, quedando el accionariado de la siguiente forma: Graña y Montero con el 18.2% (Clase A); Inversiones en Autopistas S.A. (vehículo de Inversiones Concesión Vial S.A.C.) con el 48.8% (Clase B); y, JJC Contratistas Generales con el 33% (16.8% Clase A y 16.2% Clase B). Al respecto, la Clasificadora considera que dicho acuerdo no tendría un impacto negativo en la calificación de riesgo toda vez que los dividendos se encuentran subordinados al pago de la deuda y al cumplimiento de: (i) un ratio de cobertura de servicio de deuda igual o superior a 1.30x (últimos 12 meses) y (ii) un ratio de apalancamiento menor a 4.0x

■ Antecedentes y Descripción del Activo

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

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

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

Tramos viales concesionados

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

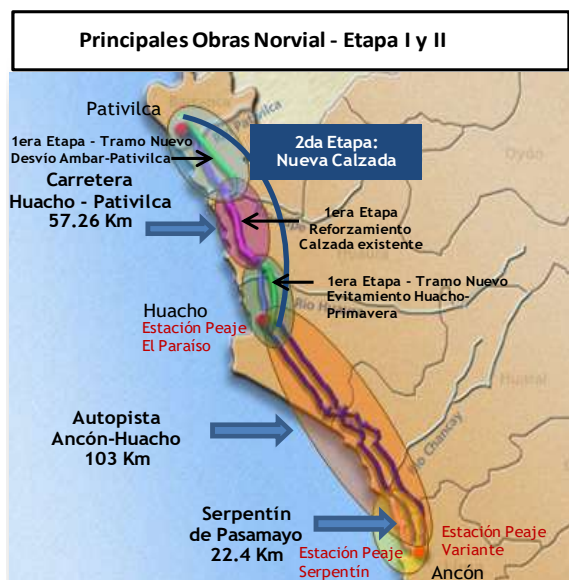
Fuente: Contrato de Concesión.

Norvial tiene la obligación de construir una autopista de doble calzada, pasando por un nuevo trazo.

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

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

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



Fuente: Norvial.

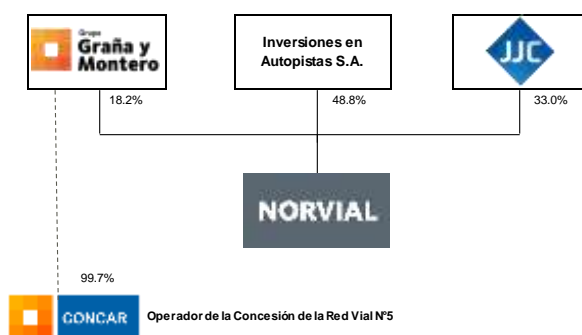
El costo total de la Segunda Etapa ascendía a S/ 402 MM, cuyo financiamiento estaría conformado por 91% de deuda y 9% de flujo de operaciones. El 1 de abril 2014 iniciaron las

obras de la Segunda Etapa, esperando poder culminarlas en marzo 2016 (tras 24 meses de ejecución). No obstante, debido al retraso en la obtención de los ROW, el plazo se ha venido ampliando. A octubre 2019, se registra un avance del 98.73% de las obras y se espera culminen en diciembre 2019. Es importante señalar que el retraso en las obras no tiene un impacto material en el flujo de caja, toda vez que no se espera ni aumentos de tarifa ni nuevos peajes al culminar las obras. Adicionalmente, el tramo existente no presenta un elevado nivel de congestión, por lo que las obras no afectan el tráfico normal de los vehículos.

Propiedad y Patrocinador

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

Inicialmente, el accionariado de Norvial estaba compuesto por Graña y Montero S.A.A (67.0%) y JJC Contratistas Generales S.A. (33.0%). No obstante, en junio del 2018, se concretó la transferencia de parte de la participación de Graña y Montero a Inversiones en Autopistas S.A. a fin de que G&M pueda monetizar los dividendos futuros que recibiría sobre Norvial. Así, la participación en el accionariado de Graña y Montero se redujo a 18.2%; ingresando Inversiones Autopista S.A. con una participación de 48.8%.



El precio de venta cancelado por el Fondo BCI fue de US\$ 42.3 MM. Asimismo, Graña y Montero y BCI Perú acordaron que el grupo G&M tendrá opciones de compra sobre el 48.8% de los derechos económicos de Norvial que BCI Perú mantendrá mediante su participación en Inversiones en Autopistas S.A. Dichas opciones estarán sujetas a determinadas condiciones como el vencimiento de distintos plazos, recuperación de la inversión realizada con los fondos del Fondo BCI (conforme a distintos cálculos económicos) y/o que ocurra un cambio de control sobre BCI Perú.

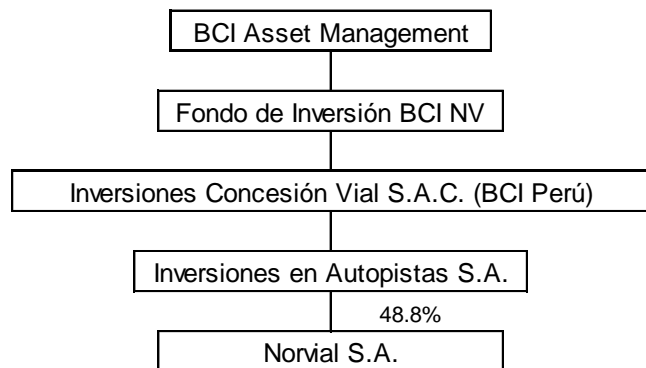
De esta manera, el grupo G&M mantendrá los derechos políticos por el 67% en Norvial S.A. mediante las participaciones de Graña y Montero S.A.A. (titular de Acciones Clase A con derechos políticos y económicos equivalentes al 18.2% del capital social de dicha empresa) e Inversiones en Autopistas S.A. (titular de Acciones B con derechos políticos y equivalentes al 48.8% de dicha empresa).

Norvial S.A.

La concesionaria ha mostrado un desempeño positivo durante el periodo transcurrido de la concesión. En el periodo 2011 – 2018 sus ingresos por peaje pasaron de S/ 78.7 MM a S/ 144.9 MM, y a S/ 147.6 MM en el año móvil a junio 2019. La tendencia positiva que han mostrado los ingresos corresponde al mayor flujo vehicular que transita por la vía, apoyado a su vez en el dinamismo económico del país y el reajuste puntual de la tarifa. Por su parte, el EBITDA ascendió a S/ 87.1 MM en los últimos 12 meses a junio 2019, (2018: S/ 87.4 MM) con un margen EBITDA de 59.0%.

Inversiones en Autopistas S.A.

Inversiones Autopista es el vehículo creado para adquirir el 48.8% de las acciones de Norvial. Este vehículo es administrado por BCI Management Administradora General de Fondos S.A. (“BCI Asset Management”).



BCI Asset Management cuenta con 28 años de experiencia y es el tercer administrador de activos más grande del mercado chileno, con una participación adecuada en todos sus negocios. BCI Asset Management comenzó sus operaciones con fondos mutuos en 1988, fondos privados en 2009 y activos alternativos en 2012, después de su fusión con la rama de gestión de activos reales de BCI. BCI Asset Management ha logrado una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) en los últimos tres años de 15.0% en AUM respaldada por una extensa cartera de productos que cubre ingresos fijos, acciones, fondos equilibrados y activos alternativos.

En el 2017, Fitch Ratings le asignó la mejor clasificación en cuanto a la calidad de gestión de inversiones (IMQ por sus siglas en inglés), basada en los conceptos de compañía,

controles, inversiones, operaciones y tecnología. Esta certificación refleja la opinión de Fitch, de que la plataforma de inversión de la empresa y el marco operativo, son superiores en relación con los estándares aplicados por los inversores institucionales internacionales. Esta clasificación ha sido renovada los últimos años. Además, durante el 2015 BCI Asset Management firmó un acuerdo de cooperación para la distribución de fondos en Chile, Perú y Colombia con Wells Capital.

El Fondo de Inversión BCI NV es uno de los fondos de capital privado creados por BCI Asset Management. El objetivo principal del Fondo es invertir o participar de forma indirecta en el negocio de infraestructura vial en Perú, para lo cual invirtió sus recursos en el 99.99% de las acciones de Inversiones Concesión Vial S.A.C., su subsidiaria, y en la totalidad de las acciones serie B de Inversiones en Autopistas S.A.. Esta última entidad posee el 48.8% de Norvial S.A. Así, BCI NV se convierte en el primer fondo de inversión chileno que invierte indirectamente en una autopista extranjera. El 83% del Fondo fue suscrito por tres compañías de seguros a través de las cuotas de la serie A. Por otro lado, dos fondos de inversión y cuatro inversionistas de alto patrimonio compraron las cuotas de la serie B.

Al cierre de setiembre 2019, Inversiones en Autopistas S.A. registraba activos por US\$74.7 MM, pasivos por US\$43.1 MM y un patrimonio neto por US\$31.6 MM (US\$82.7 MM, US\$43.1 MM y US\$39.6 MM, respectivamente, al cierre del 2018). Por su parte, registró una utilidad neta negativa de US\$629,544.

Graña y Montero S.A.A - Grupo G&M

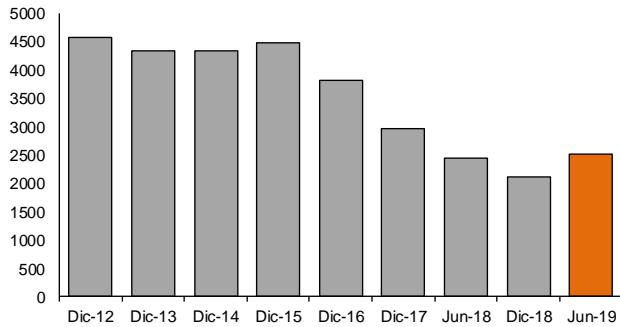
El Grupo G&M es el principal grupo peruano de servicios de ingeniería y construcción, y cuenta con más de 85 años de trayectoria. Cuenta con experiencia en 13 países de Latinoamérica y operaciones permanentes en Perú, Chile y Colombia.

Si bien el desempeño financiero del Grupo está vinculado al ciclo económico del país, el *backlog* de sus proyectos solía mostrar una tendencia creciente. No obstante, desde el 2016 se ha observado una disminución del mismo debido principalmente a la cancelación del Contrato de Concesión del Proyecto del Gasoducto del Sur Peruano (GSP) y a la coyuntura del sector construcción ante los casos de corrupción. Respecto a esto último, la empresa se ha visto afectada de manera importante, al haber participado como consorciado de Odebrecht en cuatro proyectos. En tal sentido, a diciembre 2017 y diciembre 2018, el *backlog* de G&M disminuyó a US\$2,973.5 MM y US\$2,102.4 MM, respectivamente.

No obstante, a junio 2019 el *backlog* ascendió a US\$2,518.9 MM, mostrando una mejora. Entre los principales proyectos adjudicados en el 2T2019 se encuentran Quellaveco (US\$318 MM), Quebrada Blanca Fase 2 en Chile (US\$250 MM) y la Refinería de Talara (US\$353 MM).



Backlog - G&M consolidado*



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

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

A fin de honrar sus obligaciones en el menor plazo posible, G&M inició un proceso de desinversión a través de la venta de algunos activos no estratégicos hasta por un monto de US\$300 MM; así como una reorganización de la gerencia principal. En ese sentido, en abril del 2018 el Grupo vendió su participación del 89.19% en GMD; y, en junio, el 87.59% de su participación en Stracon GyM. El avance de la venta permitió que la deuda financiera total descienda de un pico de S/ 3,348.2 MM en el 2016, a S/ 2,211.5 MM a diciembre 2018 y a S/ 1,589.3 MM a junio 2019.

JJC Contratistas Generales S.A. – JJC

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

Actualmente, los accionistas G&M y JJC, vienen afrontando una difícil situación financiera debido a los cuestionamientos sobre su posible participación en los actos de corrupción en que ha estado involucrado Odebrecht y a su posible clasificación en categoría 1 según la Ley 30737.

Apoyo & Asociados considera que dicha situación no impacta negativamente la clasificación, toda vez que los bonos se pagan con el flujo de peajes existentes (sin incluir cofinanciamiento), las obras ya cuentan con un avance físico de 98.73%, y los fondos para la ejecución de las obras

remanentes se encuentran garantizados en el fideicomiso de flujos.

Adicionalmente, cabe mencionar que, la Ley establece una fórmula para poder estimar la exposición máxima por las investigaciones asociadas a casos de corrupción. En base a ello, G&M en su condición de tercero civil responsable, estima que la máxima reparación civil a pagar ascendería a US\$ 45.8 MM, pudiendo ser menor según el fallo del juez.

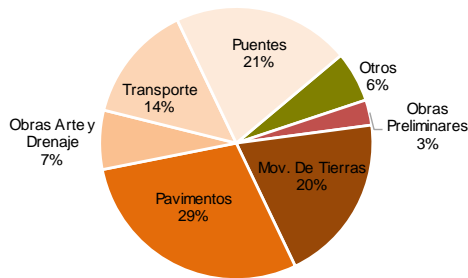
Asimismo, la Ley también establece que las empresas Categoría 2 constituyan un Fideicomiso en Garantía que coadyuve el eventual pago de la reparación civil, a fin de no aplicarle retenciones de pago del Estado. Con el propósito de no afectar el desarrollo de sus vinculadas, el 26 de febrero de 2019, Graña y Montero S.A.A. y su subsidiaria GyM (empresas afectadas) han constituido un fideicomiso en garantía en beneficio del Estado Peruano con bienes de un valor aproximado de S/ 71 MM, que equivale al 100% requerido por el Ministerio de Justicia. Adicionalmente, decidió provisionar en su contabilidad la potencial reparación civil que tendría que pagar (S/ 73.5 MM).

■ **Riesgo de Construcción / Status del Proyecto**

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

El riesgo de construcción de la segunda etapa del Tramo Huacho-Pativilca está acotado por el Contrato EPC (*Engineering, Procurement and Construction*) suma alzada firmado con GyM S.A. y JJC Contratistas Generales S.A., quienes conforman el Consorcio Huacho – Pativilca; así como a la característica propia del proyecto donde la ejecución de las obras no afectan la transitabilidad de la vía ni el cobro de peaje.

Inicialmente, el EPC fue firmado por S/ 275.7 MM, incrementándose luego a S/ 300 MM por el mayor capex relacionado a los cambios normativos (S/ 24.2 MM). Los sobrecostos por cambios normativos se refieren principalmente a los Puentes sobre Ríos y Puentes sobre Intercambios Viales; ya que en el 2013 se aprobaron modificaciones a las Normas para el Diseño de Carreteras, las cuales incluyeron la modificación en el ancho de la calzada de los puentes. En detalle, el cambio afectó principalmente el diseño previsto en el Expediente Técnico para los puentes sobre los ríos Pativilca, Huaura y Supe; y los puentes de los Intercambios Viales Huaura, Medio Mundo, San Nicolás y Barranca

Detalle Costos Directos - EPC


Fuente: Norvial S.A. Elaboración Propia

Las obras iniciaron el 1ero de abril del 2014, y el plazo de ejecución era de dos años (mar.16). Sin embargo, debido a los cambios normativos (los cuales a su vez implicaron cambios en los expedientes técnicos) y al retraso en la entrega de los ROW, el plazo se ha venido ajustando. Al respecto, es importante mencionar que los retrasos no han generado el pago de penalidades por este concepto debido a que la falta proviene del Concedente (entrega de ROW).

A octubre del presente año, el avance de obras de la Segunda Etapa es de 98.73%. Al respecto, el saldo pendiente de ejecución corresponde a la construcción de dos puentes peatonales. Se espera que dichas obras finalicen en diciembre 2019.

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

Así, luego de la firma de la Adenda 4 al CC del 23 de diciembre del 2015; y la Adenda 5 al CC del 29 de diciembre de 2017, se aprobó el nuevo Expediente Técnico, el plazo de su ejecución, los costos adicionales que el cambio en el diseño de obras amerita y la forma de pago de los mismos. Así la Adenda 5 al CC permitió la recepción parcial de las obras (88.77% de la segunda etapa) de las obras, por lo que el 23 de enero del 2018 entró en operación: i) Segunda Calzada Huacho Pativilca (51 km de 57 Km); ii) Intercambios viales Medio Mundo, San Nicolás, Barranca (pendiente ramal 2) y Huara; y, iii) Puentes sobre los ríos Huara, Pativilca y Supe. Adicionalmente, el rediseño de las obras remanentes (Pasos a desnivel Centenario, Perú y San Martín), cuya ejecución elevó el costo de S/ 15.6 MM a S/ 76.6 MM (sin incluir IGV ni aportes al regulador), asumiendo el Estado el íntegro de los costos incrementales fueron pagados a través de un adelanto del 40%, y el saldo se vienen pagando mediante valorizaciones de avance de obras.

La ejecución de dichas obras complementarias iniciaron en diciembre 2018 y se estimó un plazo de ejecución de 10 meses. No obstante, esto último estaría sujeto a la entrega del total de derechos de vía. Al cierre de octubre de 2019 se encuentra ejecutado la totalidad de las obras pasos a desnivel Centenario, Perú y San Martín.

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

Garantías:
-A nivel Contratista (EPC):

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

Cabe mencionar que a pesar del avance en las obras, las cartas fianzas no se han reducido. Asimismo, debido al retraso de las obras, el plazo de las CF se viene extendiendo, siendo la última ampliación del plazo hasta el 10 de febrero 2020.

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

- A nivel Sponsor:

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

Al respecto, tras la firma de la Adenda 5 al CC, el Concedente aceptó la entrega parcial del 88.77% de las obras. Así, el 18 de mayo de 2018 el Ingeniero Independiente certificó la conclusión del Periodo de Restricción, dándose por concluido el Convenio de Respaldo Financiero de los accionistas para cubrir los potenciales sobre costos.

■ Riesgo de Operación

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

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

Actualmente Concar opera tres concesiones viales: Norvial (182.7 km), Survial (757.7 km) y Canchaque (78.1 km); y, además, la Línea 1 del Metro de Lima. Asimismo, cuenta con contratos de servicios de conservación de carreteras con el MTC y con gobiernos regionales. En total realiza a la fecha el mantenimiento de 2,717 km de carreteras y 33.1 km de vía férrea (ver **anexo B**).

En el periodo 2013-2018 Norvial incurrió en gastos de operación de S/ 10.7 millones anuales en promedio (CAGR: 8.3%); así como en S/ 19.0 millones anuales para cubrir el mantenimiento periódico (CAGR: 15.9%). Por su parte, a junio 2019 los gastos de operación y mantenimiento periódico ascendieron a S/ 6.7 MM y S/ 14.9 MM, equivalente a incrementos de +7.5% y +22.0% respecto a junio 2018, lo cual está asociado al mayor tráfico vehicular y al inicio de las operaciones de la segunda calzada y las demás obras recepcionadas a finales de enero 2018. Cabe mencionar que si bien el gasto por mantenimiento periódico ha mostrado un importante incremento, dicho monto se mantiene dentro de lo estimado en el presupuesto anual para el 2019 (S/ 28.8 MM).

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

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

Desde inicios de la Concesión (2003) el operador ha demostrado un adecuado desempeño, lo cual se ha reflejado en el cumplimiento de los límites admisibles de los Parámetros de Condición de Pavimento exigidos bajo el CC (rugosidad, peladura, baches, ahuellamiento, fisuras no tratadas, grietas, coeficiente de fricción, índice de

servicialidad presente – PSI, deflexometría, señalización). Además, se debe señalar que la vía mantiene bajos costos de operación y rehabilitación dada su ubicación en la costa central, limitando su exposición a factores de desgaste producidos por el fenómeno El Niño y otros fenómenos meteorológicos. Así, por ejemplo, el fenómeno El Niño Costero ocurrido en el primer trimestre del 2017 no impactó directamente la infraestructura de las vías, sino que la reducción temporal del flujo vehicular se produjo como consecuencia de la afectación de otras vías.

Si bien a partir del 2015 Ositran incrementó la exigencia en los parámetros de medición de las condiciones e índices de servicialidad, Cowi concluyó que el ajuste al plan de mantenimiento periódico realizado por Norvial permitiría cumplir con los nuevos requerimientos solicitados por Ositran. En opinión de la Clasificadora, dichos incrementos en los gastos de mantenimiento periódico no implicaban un impacto material en el flujo de caja de Norvial, toda vez que la mayor recaudación permitía mitigar dicho efecto.

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

■ Riesgo de Demanda

Desempeño del tráfico

La concesión Red Vial Nro. 5 posee una ubicación estratégica al ser la única vía de acceso y salida de la ciudad de Lima por el Norte, la cual se constituye como la principal ciudad del país, con una población total de 9.5 millones de habitantes (29% del total nacional). Además, por esta vía no solo transita carga de consumo local, sino también aquella destinada tanto al Puerto del Callao como al Aeropuerto Jorge Chávez.

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

Unidades de peaje sobre el tramo concesionado

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

Fuente: Contrato de Locación de servicios 2013.

La concesión cuenta con un historial de tráfico de 16 años, el cual ha mostrado una tendencia positiva. Así, en el periodo 2003-2018 la CAGR del TPDA fue de 6.8% y en los últimos cinco años, de 6.5%. Esto refleja la existencia de una demanda probada de tráfico, apoyada en el crecimiento económico del país, lo cual ha beneficiado tanto el

movimiento de mercadería (actividad comercial) como de personas. Asimismo, cabe señalar que el crecimiento urbano, el buen estado de la vía, así como la mayor seguridad ofrecida, son factores que han contribuido al crecimiento del tráfico.

Así, el tráfico promedio diario anual ha pasado de 9,664 vehículos diarios en el 2003, a 26,091 a diciembre 2018 y a 26,988 a junio 2019. A junio 2019, el crecimiento del tráfico (+2.7% respecto a junio 2018) estuvo impulsado por el mayor crecimiento del tráfico de vehículos ligeros (+5.1%), mientras que el TPDA de los vehículos pesados disminuyó ligeramente en 0.1%. Por su parte, el total de ejes a junio 2019 ascendió a 11.2 millones, +1.1% respecto a lo observado en junio 2018. En detalle, Serpentin concentró el 18.4% del tráfico; Variante, 43.4% y Paraiso, el 38.2% del total de vehículos, a junio 2019 (18.6%, 43.5% y 37.9%, respectivamente, a junio 2018).

Tráfico Promedio Diario Anual - TPDA								
Fecha	Veh. Liv/día	Crec. Anual	Veh. Pes/día	Crec. Anual	Total Veh./ día	Crec. Anual	Total Ejes (miles)	Crec. Anual
2003	3,365		6,299		9,664		9,119	
2004	3,464	2.9%	6,569	4.3%	10,033	3.8%	9,600	5.3%
2005	3,466	0.0%	6,687	1.8%	10,153	1.2%	9,725	1.3%
2006	3,637	4.9%	7,161	7.1%	10,797	6.3%	10,487	7.8%
2007	4,028	10.8%	7,760	8.4%	11,789	9.2%	11,651	11.1%
2008	4,542	12.7%	8,215	5.9%	12,757	8.2%	12,743	9.4%
2009	4,984	9.7%	8,212	0.0%	13,196	3.4%	12,815	0.6%
2010	5,818	16.7%	8,823	7.4%	14,641	10.9%	14,082	9.9%
2011	6,821	17.2%	9,469	7.3%	16,290	11.3%	15,580	10.6%
2012	7,834	14.8%	9,965	5.2%	17,799	9.3%	16,728	7.4%
2013	8,644	10.3%	10,358	4.0%	19,002	6.8%	17,561	5.0%
2014	9,252	7.0%	10,499	1.4%	19,750	3.9%	17,984	2.4%
2015	11,105	20.0%	10,861	3.4%	21,965	11.2%	19,169	6.6%
2016	12,766	15.0%	11,308	4.1%	24,074	9.6%	20,534	7.1%
2017	13,285	4.1%	11,530	2.0%	24,815	3.1%	21,182	3.2%
2018	13,871	4.4%	12,220	6.0%	26,091	5.1%	22,517	6.3%
Jun-18	14,062	5.9%	12,223	8.6%	26,286	7.1%	11,122	8.2%
Jun-19	14,782	5.1%	12,206	-0.1%	26,988	2.7%	11,239	1.1%

Fuente: Norvial S.A. Elaboración propia.

Cabe mencionar que la tasa de crecimiento del tráfico promedio diario (TPDA) de 5.1% en el 2018 (+6.3% medido en ejes) refleja la recuperación del tráfico vehicular respecto al año previo, el cual estuvo afectado por el impacto del fenómeno El Niño costero en el primer trimestre, ya que la tasa de crecimiento se viene desacelerando; así, en el primer semestre del 2019, el TPDA sólo creció en 2.7%, en línea con la desaceleración de la economía.

De otro lado, la vía solía mostrar una presencia preponderante de tráfico comercial (alrededor del 60%) lo cual la hacía más sensible a las crisis económicas; no obstante, dicha participación se ha venido reduciendo. A partir del 2015, el número de vehículos ligeros superó al de pesados (con 3.91 ejes promedio), llegando a representar el 53.2% del TPDA a diciembre 2018 y a 54.8% a junio 2019.

El incremento del tráfico de vehículos ligeros en los últimos años se atribuye a la mayor actividad turística en la zona norte del país, el mayor dinamismo del consumo y la mayor venta de vehículos nuevos por la mejora del ingreso per cápita y la mayor disponibilidad de créditos vehiculares.

Finalmente, es importante notar que la vía de análisis no

cuenta con rutas alternas (RA), con lo cual es de paso obligatorio para todos los vehículos ligeros o de carga pesada que entren o vayan de salida de Lima. La ubicación estratégica (en la región más dinámica del país) le permite aprovechar favorablemente el crecimiento económico generando una mayor resiliencia del tráfico.

Desempeño del Ingreso

Al igual que el tráfico, la recaudación muestra una evolución positiva. Entre 2003-2018, el CAGR de la recaudación promedio diario anual (RPDA) fue 10.6% (9.5% en los últimos cinco años).

A junio 2019, la recaudación total ascendió a S/ 86.5 MM, 3.7% por encima de lo observado el año previo, pero inferior al 9.7% de crecimiento del primer semestre del 2018, el cual capturaba la recuperación del flujo vehicular post FEN y el reajuste anual de la tarifa (en jul.18). Así, la tarifa promedio cobrada por eje (peaje + IGV) pasó de S/ 7.45 en el 2017, a S/ 7.59 en el 2018 (S/ 7.70 en el 2T2019).

Recaudación Promedio Diario Anual - RPDA (PEN)					
	Recaudación Veh. Ligeros	Recaudación Veh. Pesados	Recaudación Total	RPDA	Var. % anual
2003	5,560,800	35,967,374	41,528,174	113,776	
2004	6,973,692	45,825,142	52,798,834	144,259	26.8%
2005	6,957,544	46,529,621	53,487,165	146,540	1.6%
2006	7,499,980	51,753,559	59,253,539	162,338	10.8%
2007	8,527,821	59,047,903	67,575,725	185,139	14.0%
2008	9,641,427	64,270,467	73,911,894	201,945	9.1%
2009	10,704,831	64,750,020	75,454,851	206,726	2.4%
2010	12,741,600	71,747,580	84,489,180	231,477	12.0%
2011	14,849,512	78,059,470	92,908,982	254,545	10.0%
2012	17,336,288	83,815,115	101,151,402	276,370	8.6%
2013	19,531,994	89,209,271	108,741,265	297,921	7.8%
2014	21,743,592	94,062,159	115,805,751	317,276	6.5%
2015	27,688,856	103,358,567	131,047,423	359,034	13.2%
2016	33,883,681	115,087,824	148,971,505	407,026	13.4%
2017	36,104,967	121,637,353	157,742,320	432,171	6.2%
2018	38,434,917	132,535,795	170,970,712	468,413	8.4%
Jun-18	18,983,775	64,431,045	83,414,820	463,416	9.7%
Jun-19	20,488,206	66,054,011	86,542,217	480,790	3.7%

Fuente: Norvial S.A. Elaboración: Propia.

Si bien la garita Serpentin es la que muestra la menor proporción de tráfico de vehículos, concentraba gran parte de la recaudación (40.1% a diciembre 2017) ya que era la vía de paso obligatorio para todos los vehículos de carga pesada. No obstante, en enero del 2018 el Ministerio de Transportes ordenó que, en adelante, los vehículos de transporte público únicamente transiten por Variante en lugar de Serpentin. Así, a junio 2019, la participación de esta Garita en la recaudación total disminuyó a 34.3%; mientras que Variante representó el 24.0% (34.3% y 24.1%, respectivamente, a junio 2018). El 41.8% restante de la recaudación corresponde a la garita de Paraiso.

En general, el tráfico comercial (HGV por sus siglas en inglés) explica el 76.3% de la recaudación mientras que los vehículos ligeros explican el 23.7% restante (77.2% y 22.8%, respectivamente, a junio 2018).

Tarifa

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

Con la primera adenda (nov.04) se establecieron las fechas y montos exactos para los incrementos de tarifa (en US\$) y además se definió la realización de los reajustes tarifarios por inflación y tipo de cambio¹ cada 12 meses, siendo el primer reajuste el 15 de julio del 2007. De esta manera se desligó, tanto el cobro como los reajustes con la culminación de las obras. Asimismo, se estableció que en caso la variación de los factores sea más del 10% desde el último reajuste, se realizará un reajuste extraordinario incluyendo el tipo de cambio del día que se realiza dicho ajuste. A la fecha no se ha producido el evento que lo amerite.

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

	Peaje	Tarifa (con IGV)	Tarifa	Var %
15/07/2007	4.91	5.84	5.80	
15/07/2008	4.92	5.86	5.90	1.7%
15/07/2009	5.05	6.01	6.00	1.7%
15/07/2010	5.03	5.98	6.00	0.0%
15/07/2011	5.12	6.04	6.00	0.0%
15/07/2012	5.19	6.13	6.10	1.7%
15/07/2013	5.36	6.33	6.30	3.3%
15/07/2014	5.57	6.57	6.60	4.8%
15/07/2015	6.02	7.10	7.10	7.6%
15/07/2016	6.23	7.35	7.40	4.2%
15/07/2017	6.35	7.49	7.50	1.4%
15/07/2018	6.52	7.69	7.70	2.7%
15/07/2019	6.69	7.89	7.90	2.6%

Fuente: Norvial. Elaboración propia.

Desde la entrada en operación de Norvial se han implementado los incrementos tarifarios de acuerdo a lo establecido en el CC sin mayores contratiempos (cada año en el mes de julio), sin que el flujo de tráfico se vea afectado por el alza en la tarifa. Esto evidencia la baja elasticidad precio, explicada en parte por la ausencia de vías alternas.

■ Riesgo Macro

Actualmente, Perú posee un rating de largo plazo en ME de

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

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

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

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

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

Si bien lo descrito en el párrafo anterior evidencia un 'último recurso' contra el Gobierno peruano a favor de los acreedores permitidos, la Clasificadora opina que la garantía contingente posee una calidad crediticia inferior a la calificación soberana. Lo anterior, debido a que un incumplimiento en el pago de la compensación económica no genera *cross-default* con la deuda soberana. El pago de dicha obligación contractual derivada del contrato de concesión no es incondicional, irrevocable y de realización automática. Cabe señalar, que si bien señala un plazo, no menciona la forma ni el procedimiento para dicho pago, lo cual está sujeto a los procesos del presupuesto público (que suelen ser prolongados) y a los límites que este mantiene.

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

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

■ Análisis Financiero

Financiamiento

La inversión total para la ejecución de las obras de la Segunda Etapa ascendía a S/ 402.3 MM, lo cual iba a ser financiado 91% con la emisión de bonos corporativos y 9% con los flujos de la operación. El principal costo correspondía a los costos de construcción (S/ 300 MM) y a la constitución de la cuenta reservas, pago de comisiones y gastos relacionados al financiamiento del Proyecto, tal como se muestra en el siguiente cuadro:

Cuadro de Fuentes y Usos

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

Fuente: Norvial.

A octubre 2019, el saldo de obras por ejecutar financiadas por el Fideicomiso en garantía, ascienden a S/ 4.1 MM. Adicionalmente, a la misma fecha de corte, las obras complementarias ya se encuentran culminadas. Así, se estima que la totalidad de las obras deberían culminarse en diciembre 2019, según el último cronograma actualizado por la Concesionaria.

Descripción de la Estructura

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

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

Fuente: Norvial.

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

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

- i) Fideicomiso de flujos compuesto por el 100% de los derechos de cobro de peaje y flujos dinerarios, cuya aplicación de fondos sigue una cascada determinada.
- ii) Garantía mobiliaria sobre acciones de Norvial S.A.
- iii) Cesión de Derechos del Contrato EPC.
- iv) Cuenta de reserva para servicio de deuda (DSRA), equivalente a un servicio de deuda trimestral (Junio 2019: S/ 11.27 MM).
- v) Fondo de reserva de operación y mantenimiento (OMRA) equivalente a un mes de los costos de operación (Junio 2019: S/ 1.26 MM).
- vi) Fondo de reserva de mantenimiento periódico (MMRA), para los mantenimientos preventivos equivalente a 1/8 del presupuesto anual (Junio 2019: S/ 0.27 MM).
- vii) Fondo de Reserva Gastos Norvial, equivalente a un mes de los gastos operativos de la concesionaria excluyendo *capex* recurrente y los gastos derivados del contrato de operación y de mantenimiento periódico (Junio 2019: S/ 0.99 MM).

Por otro lado, se han establecido algunos Resguardos:

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

apalancamiento menor a 4.0x.

Según la información proporcionada por Norvial, la empresa viene cumpliendo con los *covenants* establecidos, y no ha incurrido en un evento de falta de fondos.

Resguardos Financieros	Dic-17	Dic-18	Jun-19
FC	79,129,256	91,403,078	92,038,322
SD	50,369,837	44,471,150	45,270,400
FC/SD * > 1.3x	1.57	2.06	2.03
Deuda Financiera	343,909,901	325,381,534	316,169,945
Patrimonio	207,331,534	199,750,695	202,159,184
Deuda Fin. / Patrimonio =< 4x	1.66	1.63	1.56

Fuente: Norvial

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

Fideicomiso de Flujos – Scotiabank Perú

Fondeo de los Costos del Proyecto (Pre-completion)

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

(1+2+3) → Cuenta Costos del Proyecto

Usos:

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

Cascada de Pagos (Pre y Post Completion)

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

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

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

asumidos.

Riesgo de Contraparte: Fiduciario

Scotiabank Perú S.A.A.: Fiduciario del Fideicomiso de Recaudación tiene un rating de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe), lo que refleja su solidez financiera. A junio 2019, registró activos por S/ 70,812 MM (S/ 63,814 MM a fines del 2018), pasivos por S/ 61,704 MM (S/ 54,953 MM a dic18) y un patrimonio neto de S/ 9,109 MM (S/ 8,861 MM al cierre del 2018). Por su parte, la utilidad neta fue S/ 683 MM, superior a la registrada en junio del 2018 (S/ 618 MM).

Desempeño Financiero Histórico

A junio 2019, los ingresos por recaudación de peajes (sin IGV) ascendieron a S/ 73.3 MM, superior en 3.7% respecto a lo observado a junio 2018; lo cual se atribuye al reajuste anual de la tarifa cobrada, la cual pasó de S/ 7.50 a S/ 7.70 en julio 2018 y al ligero incremento del tráfico.

Por su parte, los gastos de operación y mantenimiento periódico ascendieron a S/ 6.7 MM y S/ 14.9 MM, respectivamente; superiores en 7.5% y 22.0% respecto al año previo, ambos dentro del monto anual presupuestado para el 2019 (S/ 12.4 MM y S/ 28.8 MM, respectivamente). El crecimiento está asociado al mayor tráfico y a la entrada en operación de la nueva calzada de la segunda etapa.

El mayor crecimiento de los gastos operativos contrarrestó el efecto positivo de los ingresos, por lo que el EBITDA a junio 2019 resultó ligeramente inferior (-0.7%), alcanzando la suma de S/ 42.2 MM, y S/ 87.1 MM si se considera los U12M a Jun.19 (S/ 87.4 MM a Dic.18).

Por otro lado, durante el primer semestre del 2019 Norvial reportó un ingreso neto récord de S/ 7.3 MM asociado a la ejecución de las obras complementarias (S/ 0.46 MM en el 2018 y -S/ 1.0 MM en el 2017).

Lo anterior permitió que Norvial reporte una mayor utilidad contable de S/ 10.4 MM, frente a los S/ 8.4 MM generados a junio 2018, contrarrestando así el efecto de los mayores gastos operativos y el mayor pago de impuesto a la renta.

En cuanto la cobertura de intereses, éste ascendió a 3.3x a junio 2019 y a 4.9x si se considera los U12M, mientras que el ratio de endeudamiento se mantuvo alrededor de 3.7x (3.6x los U12M). Por su parte, el DSCR reportado por Norvial ascendió a 2.0x al cierre del primer semestre.

Cabe resaltar que Norvial mantiene una liquidez importante. Así, los fondos disponibles a junio 2019 ascendían a S/ 61.5 MM (dic18: S/ 99.9 MM), de los cuales S/ 46.3 MM son de libre disponibilidad, monto que cubre en más de 100% la deuda de corto plazo.

Los fondos restringidos están compuestos por las cuentas capex (S/ 12.79 MM y S/ 1.70 MM para capex recurrente) y cuentas de reservas (O&M: S/ 1.53 MM, Mantenimiento Periódico S/ 3.6 MM, SD: S/ 11.27 MM y Gastos Norvial:

S/ 0.99 MM).

Cabe señalar que dados los holgados ratios de cobertura, la Concesionaria reparte el 100% de los excedentes de caja como dividendos, y a partir del 2018 con el ingreso del nuevo accionista, el reparto de dividendos se viene realizando con mayor frecuencia. A junio 2019, Norvial distribuyó dividendos por S/ 8.0 MM por los resultados del 2018.

Proyecciones Financieras y Sensibilizaciones

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

Cuadro Resumen de Proyecciones Norvial / A&A

[Total de Ejes Acumulados 2018-2027]

		SPONSOR	SPONSOR	A&A	A&A
		New BC	Initial BC	Base Case	Rating Case
SPONSOR	New Base Case	100%	115%	127%	134%
SPONSOR	Initial Base Case	87%	100%	110%	116%
A&A	Base Case	79%	91%	100%	106%
A&A	Rating Case	75%	86%	95%	100%

Fuente: Norvial, A&A. Elaboración Propia.

En cuanto al tráfico, la Clasificadora proyecta en un escenario base que el tráfico expresado como número de ejes crece a una CAGR de 2.8% en el periodo 2019-2027, tasa inferior al 7.3% proyectado por el emisor en su escenario base actualizado (4.5% en su escenario base inicial).

Por su parte, para el escenario de estrés se proyectó que el tráfico crezca un 38% menos que en el caso base (acumulado 2019-2027). Bajo este escenario, el CAGR es de 1.8% (**Anexo D**).

Es importante mencionar que la proyección de tráfico realizada por la Clasificadora, toma en cuenta la correlación observada históricamente entre la variación del tráfico de vehículos livianos y el crecimiento de la población; así como la correlación entre los vehículos pesados y el PBI nacional. Asimismo, los principales supuestos del caso base incorporan una inflación de 2.5% (IPC) y 2.0% (CPI) y un tipo de cambio promedio conservador de 3.0 soles/dólar. Respecto a los gastos de O&M, se considera un 8.0% adicional al *Budget* 2019. Para los siguientes años, se asume un aumento anual de acuerdo a niveles esperados por el sponsor, ajustes de inflación y crecimiento del tráfico.

De otro lado, en el *rating case* las tasas de inflación (IPC y CPI) se ajustaron a 2.0 y 1.5%, respectivamente; mientras que se asume un tipo de cambio de 2.8 soles/dólar. En el caso del O&M, este escenario asume un adicional de 15% respecto al *Budget* 2019. Para los siguientes años, se considera un incremento de acuerdo a niveles esperados por el sponsor, ajustes de inflación y crecimiento del tráfico.

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

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

Bajo las premisas descritas anteriormente, el flujo de caja generado es suficiente para cubrir el servicio de deuda. En el caso base, la cobertura natural promedio es de 1.53x con un mínimo de 1.32x en el 2026 (1.45x y 1.18x en el caso base inicial).

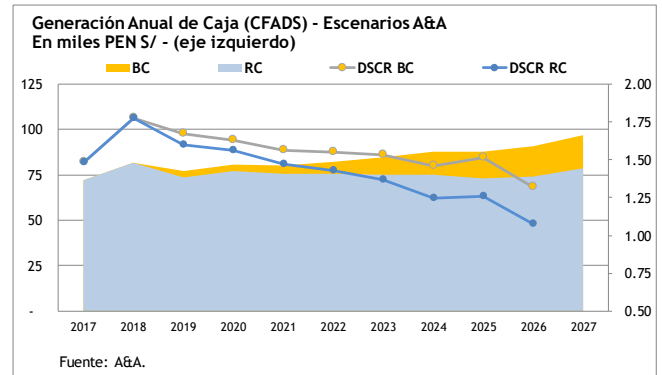
Por su parte, el caso de estrés tiene coberturas naturales promedio de 1.38x, con mínimo de 1.08x (1.29x y 0.95x en el *rating case* inicial) sin necesidad de hacer uso de la Cuenta Reserva, lo que se hacía necesario en el modelo inicial. Esto último, como resultado de un mayor nivel base de tráfico.

El LLCR mínimo obtenido fue de 1.68x para el caso base y de 1.47x para el caso estrés (1.35x y 1.23x, en el modelo inicial).

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

El LLCR (cobertura de largo plazo) resulta de dividir la suma

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



Resumen Financiero - Norvial S.A.

(Cifras en miles de Nuevos Soles)

	LTM Jun-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Rentabilidad					
EBITDA	94,312	87,396	82,140	77,172	67,601
Mg. EBITDA	46.6%	60.3%	61.4%	61.2%	59.8%
(FFO + Cargos fijos) / Capitalización ajustada	22.6%	17.7%	4.2%	-5.7%	-26.0%
FCF / Ingresos	10.3%	31.8%	-2.2%	-50.8%	-105.1%
ROE (promedio)	9.6%	8.5%	25.1%	27.3%	28.4%
Cobertura					
(FFO + Gastos financieros) / Gastos financieros	4.9	3.8	1.7	-0.5	-7.9
EBITDA / Gastos financieros	3.8	3.5	26.2	20.2	18.2
EBITDA / Servicio de deuda	1.6	1.7	3.0	2.6	1.0
Cobertura de cargos fijos del FFO	4.9	3.8	1.7	-0.5	-7.9
(FCO + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	1.2	1.9	1.0	-0.4	-1.4
(FCO+ G.Fin.+ Caja + Val. Líquidos) / Serv. de deuda	2.3	3.9	2.4	1.6	-0.8
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda ajustada total / (FFO + G.Fin. + Alquileres)	2.7	3.5	15.0	-11.7	-2.3
Deuda financiera total / EBITDA	3.4	3.7	4.2	4.7	3.6
Deuda financiera neta / EBITDA	2.7	2.6	3.3	3.5	3.0
Costo de financiamiento estimado	7.6%	7.4%	0.9%	1.3%	2.2%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	10.4%	7.9%	7.1%	7.0%	25.2%
Deuda financiera total / Capitalización	61.0%	62.0%	62.4%	66.2%	60.1%
Balance					
Activos totales	607,046	572,517	580,880	575,288	420,905
Caja e inversiones corrientes	61,523	99,850	72,449	95,418	38,276
Deuda financiera Corto Plazo	32,944	25,745	24,361	25,541	60,965
Deuda financiera Largo Plazo	283,226	299,637	319,549	338,143	180,686
Deuda financiera total	316,170	325,382	343,910	363,684	241,651
Deuda ajustada total	316,170	325,382	343,910	363,684	241,651
Patrimonio neto (sin interés minoritario)	202,159	199,750	207,331	185,905	160,585
Capitalización	518,329	525,132	551,241	549,589	402,236
Capitalización ajustada	518,329	525,132	551,241	549,589	402,236
Flujo de caja					
Flujo generado por las operaciones (FFO)	92,305	68,133	19,859	-34,907	-108,446
Variación de capital de trabajo	-46,258	2,806	5,182	-7,144	-3,388
Flujo de caja operativo (FCO)	46,047	70,939	25,041	-42,051	-111,834
Inversiones en Activos Fijos	-2	-2	0	0	0
Dividendos comunes	-25,100	-24,800	-28,000	-22,000	-7,000
Flujo de caja libre (FCF)	20,945	46,137	-2,959	-64,051	-118,834
Otras inversiones, neto	-35	0	0	0	411
Variación neta de deuda	-18,004	-18,736	-20,010	124,562	151,199
Otros financiamientos, netos	0	0	0	-3,369	0
Diferencia de cambio neta	0	0	0	0	0
Variación de caja	2,906	27,401	-22,969	57,142	32,776
Resultados					
Ingresos	202,556	144,904	133,685	126,025	113,064
Variación de Ventas	39.8%	8.4%	6.1%	11.5%	15.2%
Utilidad operativa (EBIT)	48,720	45,112	70,331	66,695	58,167
Intereses pagados	23,947	24,027	28,567	23,382	12,147
Gastos financieros	24,639	24,725	3,133	3,818	3,705
Resultado neto (atribuible a accionistas mayoritarios)	19,243	17,219	49,426	47,320	40,859

EBITDA = Ut. Operativa (no incluye otros ingresos y egresos; sí incluye ingresos por alquiler concesión minera hasta el 2010)
+ Depreciación + Amortización

FFO = Rstdo. Neto + Deprec.+ Amort. + Rstdo. en Venta de Activos + Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstdo. Neto
+ Variación en Otros Activos + Variación de Otros Pasivos - Dividendos Preferentes

Var. de Capital de Trabajo = Cambio en Ctas.x Cobrar Comerc.+ Cambio en Existencias -Cambio en Ctas.x Pagar Comerc.

CFO = FFO + Variación de capital de trabajo. // **FCF** = CFO + Inversión en Activo Fijo + Pago de Dividendos Comunes

Cargos fijos = Gastos Fin. + Dividendos Pref. + Arriendos

Deuda fuera de balance = Incluye avales y fianzas, y arriendos anuales multiplicados por el factor 6.8

Servicio de deuda = Gastos Fin. + Deuda de Corto Plazo

Capitalización ajustada: Deuda ajustada total + patrimonio neto + acciones preferentes + interés minoritario

Anexo A

Alcance de las Obras

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

Fuente: Norvial.

Anexo B

Expertise Operador

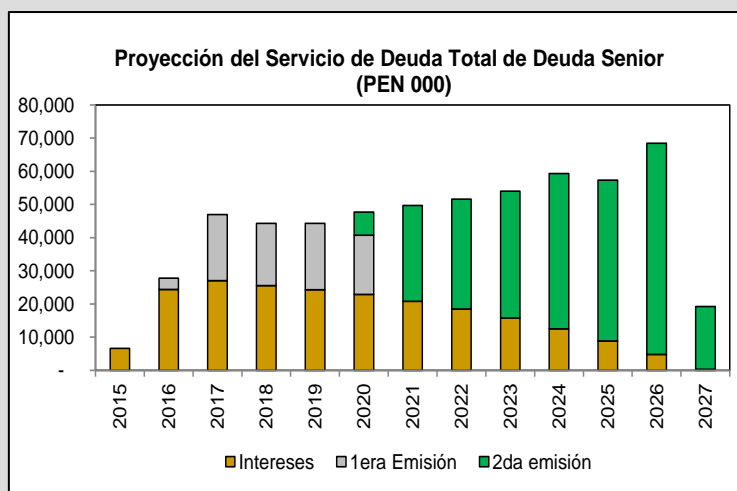
Proyecto	Ubicación (Departamento)	Longitud (km)	Plazo de Operación	Inicio de Operación	Plazo de la Concesión	Tipo de Servicio
Conservación Vial Cora Cora	Arequipa y Ayacucho	502	2 Años	Dic-17	-	Servicio de Gestión y Conservación Vial por Niveles de Servicio del Corredor Vial, Puquio - Cora Cora - Emp 1S (Chala)/Cora Cora - Yauca - Emp PE 1S / Emp PE 32 (Ullaccasa) - Pausa
Conservación Vial Chinchaypujio	Cusco y Apurímac	208.4	8 años	Feb-16	-	Servicio de Gestión, Mejoramiento y Conservación Vial Por Niveles de Servicio del Corredor Vial: Emp. PE-3S (Mollepuquio) - Chinchaypujio - Cotabambas - Tambobamba - Chalhuhahuacho
Conservación Vial Chuquibambilla	Apurímac, Cusco y Puno	569.4	5 años	Feb-16	-	Servicio de Gestión, Mejoramiento y Conservación Vial por Niveles de Servicio del Corredor Vial Emp. PE-3S (Dv. Abancaj) - Chuquibambilla - Dv. Chalhuhahuacho - Santo Tomas - Velille - Yauri - Hector Tejeda - Emp. PE-3S (Dv. Ayaviri)
Conservación Rutinaria Atico	Arequipa	418.9	3 años	Ene-19	-	Servicio de Gestión y Conservación Rutinaria por niveles de servicio del Corredor Vial: Atico - Dv. Quilca - Matarani - Ilo y Punta de Bombon - Dv. Cocachacra - Emp. PE-1S
Conservación Vial Norvial	Lima	182.7	25 años	Ene-03	25 años	Operación y Mantenimiento de la carretera Ancón – Huacho – Pativilca
Conservación Vial Survial	Ica, Ayacucho, Apurímac y Cusco	757.7	8 años	Dic-07	25 años	Operación y mantenimiento de la carretera San Juan de Marcona-Nasca-Cusco-Urcos
Conservación Vial Canchaque	Piura	78.1	15 años	Mar-10	15 años	Operación y mantenimiento de la carretera Buenos Aires - Canchaque
Línea 1 Metro de Lima	Lima	33.1	6 años	Dic-11	30 años	Operación y mantenimiento de la Línea 1 del Metro de Lima

Fuente: Norvial.

Anexo C
Emisión de Bonos

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

Fuente: Norvial. Elaboración propia.



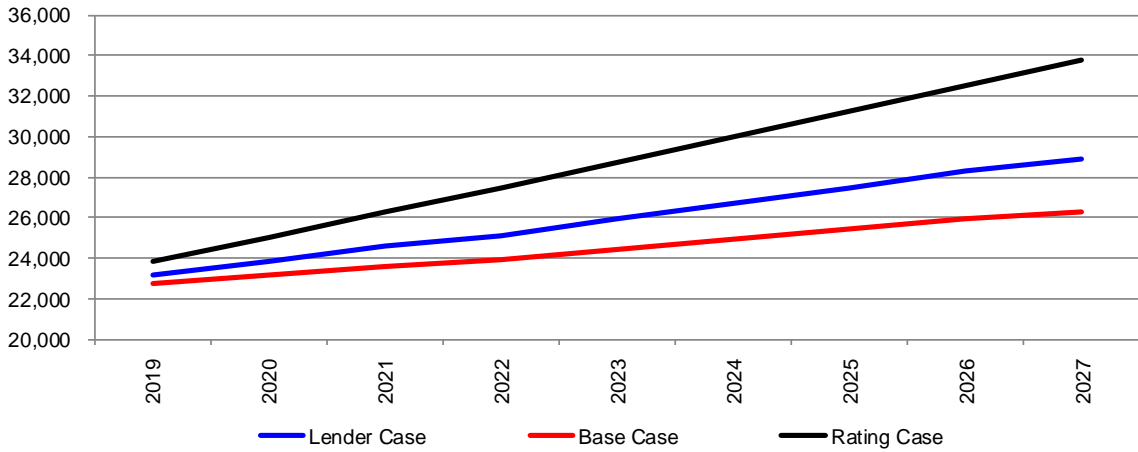
Fuente: Norvial. Elaboración propia.



Anexo D

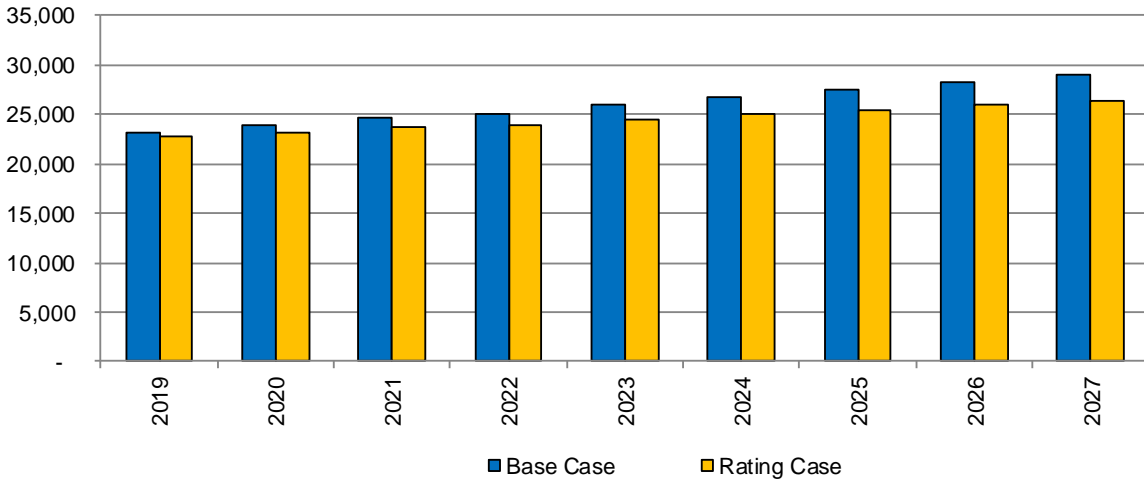
Ejes (miles)

Escenarios de Tráfico Proyectados



Fuente: A&A, Norvial.

Norvial - Proyecciones de Tráfico [Ejes Totales - Miles]



Fuente: A&A.

Anexo E
Proyecciones Financieras A&A Base Case

	TOTAL INGRESOS	TOTAL GASTOS	IGV	IMP Y PART. TRAB.	CAPEX	Var. DSRA (anual)	Var. Cta. Reserv. Ope.	CFADS [A]	INTERESES	PRINCIPAL	SD [B]	SALDO DE DEUDA	FLUJO CAJA ANUAL	DSCR [A]/[B]	LLCR
2015	110,910	49,371	-388	13,611				48,315	3,549	5,914	9,463	244,363	38,852	5.1	2.40
2016	126,025	48,461	2,191	12,562		8,595	86	54,130	23,382	3,369	26,751	363,684	27,379	2.02	2.55
2017	133,563	50,046	12,623	11,035	12,439	690	-	71,976	28,567	20,010	48,577	341,610	23,399	1.48	1.73
2018	144,904	56,219	-	3,396	3,119	506	-	81,664	27,323	18,736	46,059	322,880	32,508	1.77	1.76
2019	152,813	64,644	-	6,187	3,865	1,153	-	76,963	25,950	20,000	45,950	302,880	30,297	1.67	1.78
2020	158,058	67,128	-	7,417	2,546	478	26	80,462	24,497	24,820	49,317	278,060	31,049	1.63	1.69
2021	162,096	70,716	-	8,094	2,597	441	38	80,210	22,393	28,836	51,229	249,224	28,687	1.57	1.68
2022	169,819	74,758	-	9,745	2,649	545	39	82,082	19,909	33,086	52,994	216,138	28,773	1.55	1.70
2023	179,738	79,175	-	12,027	2,702	1,277	41	84,517	16,907	38,267	55,174	177,871	28,988	1.53	1.73
2024	188,712	83,777	-	14,178	2,756	-	42	87,959	13,435	46,845	60,281	131,026	27,264	1.46	1.80
2025	197,678	88,642	-	16,233	2,811	2,126	43	87,823	9,497	48,516	58,012	82,510	29,366	1.51	1.96
2026	208,417	93,905	-	18,637	2,867	2,081	44	90,882	5,154	63,629	68,783	18,881	21,622	1.32	2.32
2027	217,796	99,382	-	20,329	2,925	-	-1,522	96,683	395	18,881	19,277	-	84,591	5.36	
													Min	1.32	1.68
													Prom	1.53	

Proyecciones Financieras A&A Rating Case

	TOTAL INGRESOS	TOTAL GASTOS	IGV	IMP.Y PART. TRAB.	CAPEX	Var. DSRA (anual)	Var. Cta. Reserv. Ope.	CFADS [A]	INTERESES	PRINCIPAL	SD [B]	SALDO DE DEUDA	FLUJO CAJA ANUAL	DSCR [A]/[B]	LLCR
2015	110,910	49,371	-388	13,611				48,315	3,549	5,914	9,463	244,363	38,852	5.1	2.24
2016	126,025	48,461	2,191	12,562		8,595	86	54,130	23,382	3,369	26,751	361,600	27,379	2.02	2.37
2017	133,563	50,046	12,623	11,035	12,439	690	-	71,976	28,567	20,010	48,577	341,610	23,399	1.48	1.61
2018	144,904	56,219	-	3,396	3,119	506	9	81,655	27,323	18,736	46,059	322,880	35,596	1.77	1.62
2019	149,978	66,232	-	4,993	3,865	1,153	245	73,490	25,950	20,000	45,950	302,880	26,848	1.60	1.62
2020	153,556	67,240	-	6,172	2,546	478	131	76,989	24,497	24,820	49,317	278,060	27,668	1.56	1.52
2021	155,055	70,206	-	6,331	2,597	441	71	75,410	22,393	28,836	51,229	249,224	24,111	1.47	1.48
2022	160,102	73,547	-	7,449	2,649	545	74	75,839	19,909	33,086	52,994	216,138	22,602	1.43	1.47
2023	165,071	77,034	-	8,645	2,702	1,277	78	75,336	16,907	38,267	55,174	177,871	19,906	1.37	1.48
2024	167,969	80,545	-	9,450	2,756	-	82	75,137	13,435	46,845	60,281	131,026	14,588	1.25	1.51
2025	173,443	84,389	-	10,838	2,811	2,126	86	73,193	9,497	48,516	58,012	82,510	14,900	1.26	1.63
2026	179,993	88,479	-	12,428	2,867	2,081	90	74,048	5,154	63,629	68,783	18,881	4,970	1.08	1.91
2027	186,077	92,722	-	13,564	2,925	-	-1,891	78,759	395	18,881	19,277	-	65,667	4.62	
													Min	1.08	1.47
													Prom	1.38	

ANTECEDENTES

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

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

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

RELACIÓN DE DIRECTORIO

Dennis Gray Febres	Presidente
Manuel Wu Rocha	Director
Juan Pedro Portaro Camet	Director
Fernando Alonso Cerdeña Stromsdorfer	Director
Jorge Luis Izquierdo Ramirez	Director
Antonio Alberto Cueto Saco	Director Alterno
Mónica Miloslavich Hart	Director Alterno
Johnny Oswald Villanueva Chavarry	Director Alterno
Alvaro Rafael Salazar Cotrina	Director Alterno

RELACIÓN DE EJECUTIVOS

Jorge Eduardo Montoya Goicochea	Gerente General
Santiago Abanto Aguilar	Jefe de Administración y Finanzas

RELACIÓN DE ACCIONISTAS

Graña y Montero S.A.A	18.2%
JJC Contratistas Generales S.A.	33.0%
Inversiones en Autopistas S.A.	48.8%

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

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

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Norvial	AA(pe)
Perspectiva	Estable

Definiciones

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

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

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

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

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

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

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

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

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0% de sus ingresos totales del último año.

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