

# Norvial S.A. – Bonos Corporativos

Informe Anual

**Clasificaciones** **Mayo 2020**

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

Con información financiera auditada a diciembre 2019.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fecha 11/05/2020 y 29/05/2019.

**Perspectiva**

Negativa

**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](mailto:johanna.izquierdo@aai.com.pe)

Cristian Solórzano

(511) 444 5588

[cristian.solorzano@aai.com.pe](mailto:cristian.solorzano@aai.com.pe)

Apoyo & Asociados (A&A) decidió modificar el rating de AA(pe) a AA-(pe) y cambiar la Perspectiva, de Estable a Negativa, de los Bonos Corporativos emitidos por Norvial ante el desafiante entorno económico generado por el Covid-19 y la reducción del tráfico proyectado y la reciente aprobación de la Ley que suspende el cobro de peajes mientras dure el estado de emergencia nacional.

**Factores Relevantes de la Calificación**

**Entorno económico adverso e importante reducción en el tráfico esperado.** A raíz del Coronavirus (COVID-19), el tráfico de vehículos se reducirá fuertemente debido a la restricción en la libre circulación de vehículos que impuso el Gobierno con el objetivo de evitar la propagación del Coronavirus; y a la fuerte recesión económica esperada (la más grave en los últimos 50 años). Si bien la declaratoria de emergencia se ha establecido del 16 de marzo al 24 de mayo, la Clasificadora espera que las barreras para el libre tránsito vehicular aún persistan después de dicha fecha, lo que se traduciría en una importante reducción del tráfico durante el 2020. Desde empezada la cuarentena hasta el 26 de abril (último dato disponible), el tráfico promedio diario de vehículos se redujo en 68.5% (de 26,679 a 8,391 veh/d), y en lo que va del año se registra una caída del 17.3% en vehículos equivalentes respecto a similar periodo del año anterior.

Asimismo, con la aprobación de la suspensión temporal del cobro de peajes, considerada por algunos expertos como inconstitucional; y, el hecho de que esta decisión no causará ni generará ningún derecho compensatorio, genera mayor incertidumbre acerca del performance que podría obtener la estructura en los próximos años, por lo que se asigna la perspectiva Negativa.

Ante contexto actual de incertidumbre, la Clasificadora ha revisado las proyecciones asumiendo un recorte importante del tráfico. Para el 2020, la Clasificadora espera una reducción de ingresos de 25.3% (-16% de enero-abril), y una recuperación lenta, superando los ingresos registrados en el 2019 recién en el 2023. De esta forma, el DSCR para el 2020 será inferior a 1.0x (0.73x) pero se recuperará rápidamente a 1.27x en los siguientes dos años, con un promedio de 1.20x durante el periodo de vida de los bonos. La Clasificadora ha tomado en cuenta en la clasificación el importante nivel de caja que tiene la empresa, que le otorga una adecuada flexibilidad financiera (S/ 38 MM aproximadamente a fines de abril); y, dados los adecuados márgenes (2019: 57% de margen Ebitda) y la restricción del pago de dividendos mientras no cumpla con un DSCR > 1.30x, la Clasificadora esperaría que la caja se siga acumulando, estimando cerrar el año con una caja acumulada de S/ 48.4 MM. Si consideramos sólo el saldo en la cuenta reserva, se tiene un

LLC mínimo de 1.20x en el 2020, y de 1.42x si se considera toda la liquidez atrapada. Estas coberturas están muy debajo de nuestro rating case anterior (DSCR promedio 1.31x y LLCR de 1.43x).

Entre otros factores que fundamentan el rating, se tiene:

**Adecuado performance de la Vía.** La concesión ha mostrado una evolución histórica positiva, con una tasa media anual de crecimiento (CAGR) del tráfico de 6.6% entre los años 2003-2019, y de 5.1% en el último quinquenio. En dicha línea, la recaudación se incrementó en 9.5% y 8.0% respectivamente, en similares periodos. Lo anterior, 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. En el 2019, el tráfico promedio diario anual (TPDA) se ubicó en 26,827 vehículos (+2.8% respecto 2018) con un total de ejes de 22.9 MM (+1.7% con respecto 2018). Por su parte, la recaudación ascendió a S/ 178.6 MM (incluido IGV), superior en +4.4% respecto el 2018.

#### **Experiencia probada del Concesionario y del Operador.**

Norvial tiene ya 17 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.

**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 17 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. Sin embargo, dada la actual coyuntura, la Clasificadora ha asumido un congelamiento de tarifa durante el 2020 en sus nuevas proyecciones.

**Bajo riesgo de Construcción.** A la fecha, se ha ejecutado el 100% de las obras obligatorias, y el concedente ha recepcionado el 98.51% de las mismas. Se espera que el saldo de la obra (1.49%) sea recepcionada en los siguientes meses levantada la cuarentena. Dicho remanente corresponde a dos puentes peatonales.

Cabe señalar que pueden surgir obras adicionales a lo largo del periodo de la concesión, no obstante, éstas suelen ser consensuadas entre el concedente y concesionario. Cabe

indicar que, el concedente debe compensar económicamente al concesionario por la realización de dichas obras.

#### **Entre los limitantes del Rating se tiene:**

**Mix de Tráfico:** Si bien el tráfico y la recaudación han mostrado una tendencia positiva en los 17 años de operación, la alta participación de los vehículos pesados –HGV- (45.9% del tráfico total y 76.9% de la recaudación en el 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, ante la actual coyuntura, que ha implicado reducir las proyecciones de crecimiento del PBI en más de una oportunidad, ubicándose la última proyectada por Apoyo Consultoría en el rango entre -10% y -12%, la Clasificadora espera una reducción importante del tráfico.

No obstante lo anterior, cabe resaltar que, durante el actual estado de emergencia, el transporte pesado ligado a productos de primera necesidad ha podido circular, por lo que el tráfico de la Concesión se ha visto ligeramente menos afectado en comparación con las otras dos concesiones de la ciudad de Lima (-62% vs 79%, en vehículos equivalentes).

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. No obstante, 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 y las obras ya se encuentran culminadas.

#### **¿Qué podría derivar en un cambio de la calificación?**

Una acción positiva del rating se daría en caso los efectos de la actual crisis en el tráfico sean menos severos que los proyectados por la Clasificadora que hagan que el LLCR mínimo (incluyendo sólo la cuenta reserva) proyectado por la Clasificadora sea mayor a 1.40x.

Por otro lado, una acción negativa se daría en caso el performance del tráfico sea más severo al esperado por A&A.

## ■ Descripción del Activo

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

### 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. Asimismo, 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.

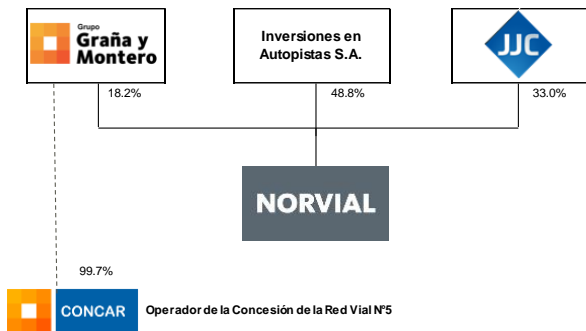
El costo total de la Segunda Etapa ascendía a S/ 402 MM, cuyo financiamiento estaría conformado por 91% de deuda y 9% de flujo de operaciones. El 1 de abril 2014 iniciaron las obras de la Segunda Etapa, esperando poder culminarlas en marzo 2016 (tras 24 meses de ejecución). No obstante, debido al retraso en la obtención de los ROW, el plazo se ha venido ampliando.

A la fecha, se ha ejecutado el 100% de las obras obligatorias, y el concedente ha recepcionado el 98.51% de las mismas. Se espera que el saldo de las obras (1.49%) sea recepcionada en los siguientes meses levantada la cuarentena. Dicho remanente corresponde a dos puentes peatonales.

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. Asimismo, no ha generado el pago de penalidades por parte del concesionario.

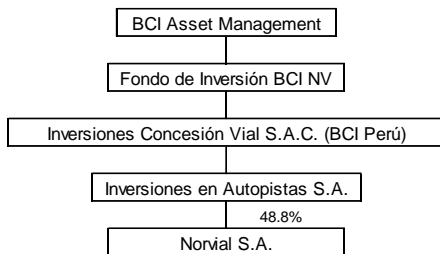
## ■ Sponsors

Inicialmente, el accionariado 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 en Autopista S.A. con una participación de 48.8%. No obstante, el grupo G&M mantendrá los derechos políticos por el 67% en Norvial S.A.



## 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. 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), y mantiene dicha calificación hasta la fecha.

Por su parte, 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.

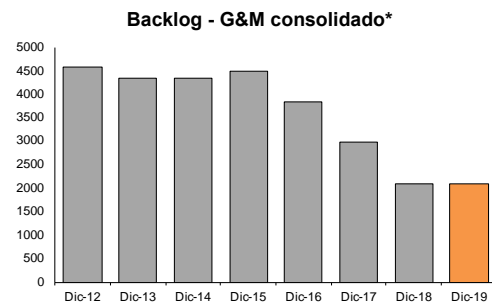
Al cierre de diciembre 2019, Inversiones en Autopistas S.A. registraba activos por US\$79.4 MM, pasivos por US\$43.0 MM y un patrimonio neto por US\$36.3 MM (US\$82.7 MM, US\$43.1 MM y US\$39.6 MM, respectivamente, al cierre del 2018). Por su parte, registró una utilidad neta de US\$7.6 MM.

## 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; y, a US\$2,093.5 MM al cierre del 2019.

Entre los principales proyectos adjudicados durante el 2019 se encuentran Quellaveco (US\$318 MM), Quebrada Blanca Fase 2 en Chile (US\$250 MM) y el contrato de MAPA con Arauco (US\$112 MM).



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/ 1,723.1 MM a diciembre 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, al haber participado como consorciados de Odebrecht en algunas obras están siendo investigados por actos de corrupción y con el riesgo de ser clasificados en categoría 1 según la Ley 30737. No obstante 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 US\$28.0 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/ 154.1 MM al cierre del 2019).

### ■ Status del Proyecto

El EPC de la segunda calzada 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). Las obras iniciaron el 1ero de abril del 2014, y el plazo de ejecución era de dos años (mar.16). Sin embargo, debido al retraso en la entrega de los ROW, los plazos se fueron ampliándose y a su vez se tuvo que modificar el trazo inicial de las obras, dado que las expropiaciones representaban un mayor costo social y económico para el Estado.

Así, con la Adenda 5 al CC del 29 de diciembre del 2017, además de aprobarse la versión final del expediente técnico de la modificación de la obra, se pudo obtener la recepción parcial de las mismas (88.77% de la segunda etapa), 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.

Cabe señalar que, el rediseño de las obras remanentes (Pasos a desnivel Centenario, Perú y San Martín), elevó el costo de ejecución 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, los cuales fueron pagados a través de un adelanto del 40%, y el saldo con las valorizaciones de los avances de obras.

A la fecha ya se ejecutó el 100% de las obras y se realizó una segunda entrega parcial, acumulando 98.51% del total de las obras. El saldo remanente, 1.49%, correspondiente a dos puentes peatonales, se espera entregar una vez que se

levante el estado de emergencia. A la fecha ya se ha designado la comisión encargada de dicha recepción.

### ■ 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. El 19 de diciembre del 2019, se firmó la décima adenda al contrato de operación, en la cual se estableció el honorario anual de Concar S.A. para el período 2020, en la suma de S/ 14.3 MM, 7.4% superior al registrado en el 2018, en línea con el mayor nivel de obra a mantener.

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 2019, Norvial incurrió en gastos de operación y mantenimiento periódico por S/ 13.4 MM y S/ 31.8 MM (monto superior a los S/ 28.8 MM presupuestados para el 2019), equivalente a incrementos de +7.5% y +28.2%, respectivamente, respecto a diciembre 2018. Lo anterior, está asociado al mayor tráfico vehicular y al inicio de las operaciones de la segunda calzada y las obras recepcionadas. Asimismo, la empresa quiso dotar de nuevos sistemas tecnológicos y renovar el tramo de Serpentin, a fin de minimizar los accidentes de tránsito y hacer más segura la vía. Cabe mencionar que en el último quinquenio (2015-2019), los gastos por operación y mantenimiento registraron un crecimiento anual promedio (CAGR) de 6.9% y 10.3%, respectivamente.

Las labores de mantenimiento periódico están a cargo del Consorcio Manperan, conformado por Concar y JJC. El 05 de diciembre del 2019 se firmó la sexta adenda al contrato de mantenimiento periódico, en la cual se estableció el honorario anual de Manperan para el período 2020, en la suma de S/ 32.5 MM.

No obstante lo anterior, dada la reducción importante del tráfico a raíz del Covid-19, la empresa ha decidido reducir el Budget de mantenimiento periódico en 13.5%. 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.

## ■ Riesgo de Demanda

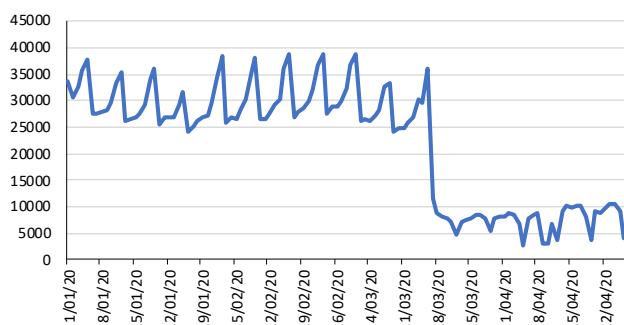
### Desempeño del tráfico

A raíz del Coronavirus (COVID-19), el tráfico de vehículos se redujo significativamente debido a la restricción en la libre circulación de vehículos que impuso el Gobierno con el objetivo de evitar la propagación del Coronavirus y aplanar la curva de contagio.

Así, el tráfico promedio diario (TPD) durante el periodo de cuarentena disminuyó en 68.5%, de 26,679 a 8,391 veh/d. La mayor caída se reportó en el tráfico de vehículos ligeros - 79.5% vs. una caída de 54.6% de los vehículos pesados.

En lo que va del año (1 Ene.-26 abril) se registra una caída del 17.3% en vehículos equivalentes respecto similar periodo del año anterior. Del total de vehículos que circulan por la vía, el 54% corresponde a vehículos ligeros y el 46% a transporte pesado que tiene 3.9 ejes en promedio. En términos de vehículos equivalentes, el transporte pesado incrementa su participación a 77%, aproximadamente.

**Evolución del Total Vehículos**



Fuente: Norvial

Si bien la declaratoria de emergencia se ha establecido del 16 de marzo al 25 de mayo, la Clasificadora espera que las barreras para el libre tránsito vehicular aún persistan después de dicha fecha e inclusive espera una débil recuperación del tráfico en el futuro ante una economía deprimida en general.

A pesar de lo anterior, la concesión Red Vial Nro. 5 posee una ubicación estratégica al no contar con rutas alternas (RA), con lo cual es de paso obligatorio para todos los vehículos ligeros o de carga pesada que entren o vayan a Lima. 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. Asimismo, cabe resaltar que la disminución en el tráfico presentada durante el periodo de cuarentena es menor a la registrada en otras concesiones urbanas, donde el tráfico ligero es más importante.

La concesión cuenta con un historial de tráfico de 17 años, el cual ha mostrado una tendencia positiva. Así, en el periodo 2003-2019 la CAGR del TPDA fue de 6.6% y en los últimos

cinco años, de 5.1%. 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, antes del comienzo del estado de emergencia nacional, el TPD de vehículos registraba un crecimiento de 4.6% y el total de ejes un crecimiento de 3.7%.

Fecha	Veh.		Crec.		Total		Crec.	
	Liv/día	Annual	Pes/día	Annual	Veh./día	Annual	Total Ejes (miles)	Annual
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%
2019	14,515	4.6%	12,312	0.8%	26,827	2.8%	22,911	1.7%
01/01/19 - 26/04/19	15,933		12,197		28,130		7,343	
01/01/20 - 26/04/20	12,006	-24.6%	10,164	-16.7%	22,170	-21.2%	6,073	-17.3%

Fuente: Norvial

### Desempeño del Ingreso

En línea con el menor tráfico, la recaudación se contrajo en 56.2% durante el periodo de cuarentena, desde el 16 de marzo del 2020 hasta el 26 de abril del 2020 (último dato disponible). Sin embargo, la recaudación acumulada al 15 de marzo del 2020 (periodo pre cuarentena) mostró un incremento de 6.4%. En lo que va del año, la recaudación promedio diaria anual se redujo en 22.2%, respecto similar periodo del año anterior.

Entre 2003-2018, el CAGR de la recaudación promedio diario anual (RPDA) fue 10.6% (9.5% en los últimos cinco años). A diciembre 2019, la recaudación total ascendió a S/ 178.6 MM, 4.4% por encima de lo observado el año previo, pero inferior al 8.4% de crecimiento 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 julio 2017, a S/ 7.59 en julio 2018 y a S/ 7.90 en julio 2019.

Recaudación Promedio Diario Anual - RPDA (PEN)					
Fecha	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	7,499,979	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%
2019	41,293,947	137,278,930	178,572,877	489,241	4.4%
01/01/19 - 26/04/19	12,060,477	35,857,791	47,918,268	413,089	
01/01/20 - 26/04/20	9,558,237	28,062,165	37,620,402	321,542	-22.2%

Fuente: Norvial

En la vía existen tres garitas de recaudación: Serpentin, Variante y Paraíso. Si bien la garita Serpentin es la que muestra la menor participación del total de tráfico de vehículos (18.8% en el 2019), concentra gran parte de la recaudación (34.8% en el 2019) ya que es 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, la participación de esta Garita en la recaudación total disminuyó de 40.1% en el 2017 a 34.8% en el 2019 (2018: 34.8%); mientras que, Variante representó el 23.5% (2018: 23.6%). El 41.7% restante de la recaudación corresponde a la garita de Paraíso.

En general, el tráfico comercial (HGV por sus siglas en inglés) explica el 76.9% de la recaudación mientras que los vehículos ligeros explican el 23.1% restante (77.5% y 22.5%, respectivamente, en el 2018).

## Tarifa

El Contrato de Concesión faculta al Concesionario a exigir a los usuarios de la vía 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 cambio<sup>1</sup> 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

<sup>1</sup> 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:  $(US\$1.5 * 0.5 * \Delta CPI * TC1) + (US\$1.5 * 0.5 * \Delta IPC * TC0)$ .

parte del Estado en caso una entidad pública no permita el cobro de la tarifa según lo establecido en el CC. La compensación tarifaria se liquidará de forma mensual y contempla el pago de intereses a una tasa de interés Libor+3%. Asimismo, el concesionario puede descontar el valor adeudado de la retribución que realiza al concedente (5% de la recaudación que va al fondo vial).

	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 / Político

Dada la coyuntura actual de fuerte deterioro de la economía a raíz del COVID-19, el 07 de mayo del 2020 el Congreso decidió aprobar por insistencia la Ley que suspende temporalmente el cobro de peajes en todas las unidades de peaje de la red vial nacional, departamental y local concesionada a empresas privadas hasta que culmine el estado de emergencia. Lo anterior, según la ley, con el fin de evitar el contacto con los usuarios y cumplir con el aislamiento obligatorio del estado de emergencia. La norma aprobada por el Parlamento señala que esta decisión no causará ni generará ningún derecho compensatorio.

Cabe mencionar que, esta ley fue observada por el Gobierno, bajo la razón de que esta suspensión significa modificar los contratos con los concesionarios que podría traer como consecuencia (sobre todo para las concesiones autofinanciadas), arbitrajes y la suspensión del mantenimiento rutinario y/o atención de emergencias viales.

Varios expertos han señalado que dicha norma es inconstitucional porque los contratos de concesión solo se alteran por acuerdo de ambas partes, además según el art. 62 de la Constitución no se pueden alterar las reglas de un contrato luego de celebrarse.

En los proyectos autosostenibles como es el caso de Norvial, el cobro de peaje permite que el concesionario cumpla con sus obligaciones de mantenimiento rutinario y periódico de la vía, brinde asistencia vehicular, realice nuevas construcciones, entre otros, permitiendo la transitabilidad por la vía en condiciones óptimas y seguras. Estos beneficios, de ser retirados, afectarían directamente a los usuarios que transitan por las carreteras. Asimismo, permite repagar la inversión realizada, la cual en su mayoría es financiada con recursos de terceros (bancos, inversionistas institucionales, etc.).

Antes de dicha norma, por decisión del Poder Ejecutivo ya se había suspendido el pago de peajes en todas las carreteras de alcance nacional administradas por el Estado a través de Provias Nacional y las concesiones cofinanciadas (durante el tiempo que dure el estado de emergencia). Únicamente las concesiones autofinanciadas de alcance nacional no habían dejado de cobrar.

Cabe resaltar que, durante el estado de emergencia para contener el coronavirus, no se está cobrando peaje a los vehículos que transportan personal médico y de salud, ni al personal de las fuerzas armadas y policiales.

La Clasificadora opina que la aprobación de dicha norma hará que todos los financiamientos de las concesiones sean revisadas negativamente dada la gran incertidumbre que se tendrá al proyectar los flujos que pueda generar un proyecto específico para el repago de la deuda que financien las inversiones obligatorias y/o la inversión realizada por los sponsors, ya que este tipo de riesgos exceden los riesgos normales de demanda. Asimismo, el hecho de establecer que esta medida no causará un derecho compensatorio generará desconfianza en el marco normativo, y al largo plazo, puede frenar y/o obstaculizar el levantamiento de fondos para nuevas inversiones.

### ■ Desempeño Financiero Histórico

A diciembre 2019, los ingresos por recaudación de peajes (sin IGV) ascendieron a S/ 151.3 MM, superior en 4.4% respecto a lo observado a diciembre 2018; lo cual se atribuye al reajuste anual de la tarifa cobrada, la cual pasó de S/ 7.70 a S/ 7.90 en julio 2019 y al incremento del tráfico registrado. Sin embargo, dada la caída de tráfico producto del estado de emergencia iniciada el 16 de marzo, los ingresos LTM Mar-20 registraron una caída de 0.9%.

Por su parte, los gastos de operación y mantenimiento periódico ascendieron a S/ 13.4 MM y S/ 31.8 MM, respectivamente; superiores en 7.5% y 28.2% respecto al año previo, ambos por encima 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, así como las mayores inversiones en tecnología y renovación del tramo Serpentín.

El mayor crecimiento de los gastos operativos contrarrestó el efecto positivo de los ingresos, por lo que el EBITDA a diciembre 2019 resultó inferior (-2.2%), alcanzando la suma de S/ 85.5 MM (S/ 87.4 MM a Dic.18). Asimismo, el EBITDA LTM Mar-20 ascendió a S/ 85.6 MM, similar al del 2019, a pesar de la caída en el tráfico, debido al aumento de tarifa y ligera reducción de los gastos de operación y mantenimiento. Por otro lado, la deuda financiera ascendió a S/ 305.5 MM, inferior en 6.1% respecto a lo registrado al cierre del 2018. La totalidad de la deuda financiera corresponde a los bonos corporativos emitidos en julio del 2015 por S/ 367 MM en dos series. La serie A por S/ 80 MM, vence en julio 2020 mientras que la Serie B por S/ 285 MM vence en el 2027, 11.5 meses antes del fin de la concesión (Ver **Anexo C** para mayor detalle de la Emisión). Los bonos se amortizan trimestralmente, todos los enero, abril, julio y octubre de cada año.

De esta forma, el ratio de endeudamiento medido por DF / Ebitda ascendió a 3.6x al cierre del 2019, y a 3.5x U12M a marzo 2020, manteniendo la tendencia decreciente de un pico de 4.7x al cierre del 2016, con la amortización de los bonos y la mayor generación.

En cuanto la cobertura de intereses, éste ascendió a 3.5x a diciembre 2019 y a 3.2x si se considera los U12M a Mar-2020. Por su parte, el DSCR reportado por Norvial ascendió a 1.53x al cierre del 2019 y 1.63x al cierre del primer trimestre del 2020.

En el 2019, Norvial reportó una utilidad contable de S/ 17.3 MM, frente a los S/ 17.2 MM generados a diciembre 2018, a pesar de los mayores gastos operativos y el mayor pago de impuesto a la renta. El incremento en la utilidad contable, se explica por el ingreso neto récord de S/ 8.8 MM asociado a la ejecución de las obras complementarias (S/ 0.46 MM en el 2018 y -S/ 1.0 MM en el 2017).

Cabe resaltar que Norvial mantiene una liquidez importante. Así, los fondos disponibles a marzo 2020 ascendían a S/ 67.9 MM (dic18: S/ 99.9 MM), de los cuales S/ 16.8 MM son de libre disponibilidad, monto que cubre el 43.1% de la deuda de corto plazo. Los fondos restringidos están compuestos por las cuentas capex (S/ 5.26 MM y S/ 0.54 MM para capex recurrente) y cuentas de reservas (O&M: S/ 1.67 MM, Mantenimiento Periódico S/ 4.82 MM, SD: S/ 11.72 MM y Gastos Norvial: S/ 1.05 MM).

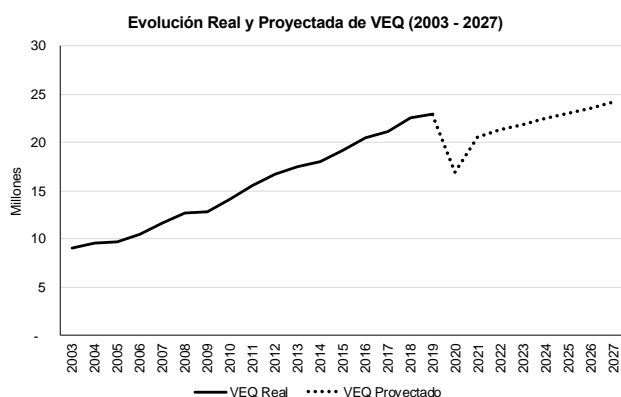
Cabe señalar que dados los holgados ratios de cobertura que la compañía venía registrando, la Concesionaria repartía el 100% de los excedentes de caja como dividendos, y a partir del 2018 con el ingreso del nuevo accionista, el reparto de dividendos se venía realizando con mayor frecuencia. En el 2019, Norvial distribuyó dividendos por S/ 26.0 MM por los resultados del 2018 y a febrero 2020, S/ 4.8 MM. Sin embargo, dada la coyuntura actual, los accionistas han acordado la cancelación de pago de dividendos durante el 2020.



### Coberturas proyectadas

Dada la coyuntura actual, en la que el tráfico, y por ende, la recaudación, se han visto afectadas de manera material, A&A ha decidido ajustar los supuestos de sus proyecciones con el objetivo de poder recoger las consecuencias que ha tenido en la concesión las diferentes medidas tomadas por el Gobierno para controlar la curva de contagio del COVID-19 y la recesión económica esperada. De esta manera, la Clasificadora proyectó el desempeño esperado de la estructura, bajo escenarios en los que se sensibilizaron diversas variables, tales como el tráfico, reajuste de la tarifa, los gastos de O&M, entre otras.

En cuanto al tráfico, dadas las caídas reales registradas al 26 de abril del 2020, la Clasificadora proyecta que, para el 2020, el tráfico, medido como ejes totales, caerá en 26.0%, para después presentar una recuperación en el 2021 de 21.6%. Para los años 2022, 2023 y 2024, la Clasificadora espera que el tráfico crezca en tasas de 3.6%, 2.8% y 2.6%, respectivamente, muy en línea con el crecimiento económico y tomando en cuenta la alta participación de los vehículos pesados, cuya tasa de crecimiento anual ha sido en



promedio 80% la tasa de PBI, durante los 17 años de

operación de la vía.

Para los años restante se espera un crecimiento anual del tráfico de 2.5%. De esta manera, las proyecciones de la Clasificadora consideran un CAGR de 5.3%. Cabe resaltar que en el escenario de la Clasificadora, el tráfico vuelve a tener los niveles del 2019 aproximadamente entre los años 2023-2024.

En cuanto a la tarifa, a pesar de que la Clasificadora rescata el ajuste tarifario puntual que ha tenido la concesión a lo largo de los años, ha decidido congelar la tarifa durante el 2020 debido principalmente a la coyuntura actual, la presión social y a la aprobación del proyecto de ley para suspender el cobro de peajes durante el estado de emergencia. Por su parte, en los gastos de O&M, la Clasificadora ha tomado en cuenta el budget ajustado del 2020 y para los siguientes años se asume un aumento anual de 6%.

Bajo las premisas descritas anteriormente, solamente el flujo de caja anual generado durante el 2020 no es suficiente para cubrir el servicio de deuda. Sin embargo, la estructura tiene la caja suficiente como para cubrir el déficit estimado de S/ 13.1 MM. De esta manera, la cobertura natural (DSCR) para el 2020 es de 0.73x (1.63x y 1.56x en el base y rating case anterior), mientras que el DSCR promedio, sin considerar el 2020, es de 1.20x (1.49x y 1.31x, respectivamente). Asimismo, el LLCR mínimo obtenido fue de 1.20x (1.43x en el rating case anterior) y de 1.42x si se considera la totalidad de la caja atrapada en nuestras proyecciones. Esta liquidez atrapada permite atenuar los efectos de la fuerte caída en los ratios de cobertura.

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.

	TOTAL INGRESOS	TOTAL GASTOS	IGV	IMP Y PART. TRAB.	CAPEX	CFADS [A]	SD [B]	SALDO DE DEUDA	DSCR [A]/[B]	LLCR + Cuenta Reserva	LLCR + Cuenta Reserva + Caja Acumulada
2020	113,015	61,571	-1,042	2,354	10,737	36,224	49,317	278,060	0.73	1.20	1.4
2021	141,628	66,684	-	3,656	5,597	65,231	51,229	249,224	1.27	1.28	1.5
2022	149,337	70,634	-	5,328	5,649	67,104	52,994	216,138	1.27	1.29	1.5
2023	157,225	74,802	-	7,129	5,702	68,234	55,174	177,871	1.24	1.30	1.6
2024	165,116	79,190	-	9,046	5,756	71,039	60,281	131,026	1.18	1.32	1.8
2025	173,142	83,820	-	10,911	5,811	70,385	58,012	82,510	1.21	1.40	2.2
2026	181,466	88,714	-	12,762	5,867	71,946	68,783	18,881	1.05	1.56	2.9
2027	190,098	93,891	-	14,333	30,425	53,145	19,277	-	8.69	-	-
							Mínimo		0.73	1.20	1.42
							Promedio		1.20		

**Resumen Financiero - Norvial S.A.**

(Cifras en miles de Nuevos Soles)

	LTM Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA	85,571	85,474	87,396	82,140	77,172
Mg. EBITDA	57.0%	56.5%	60.3%	61.4%	61.2%
(FFO + Cargos fijos) / Capitalización ajustada	7.3%	8.5%	17.7%	4.2%	-5.7%
FCF / Ingresos	-1.6%	-9.1%	31.8%	-2.2%	-50.8%
ROE (promedio)	7.3%	8.8%	8.5%	25.1%	27.3%
<b>Cobertura</b>					
(FFO + Gastos financieros) / Gastos financieros	1.4	1.8	3.8	1.7	-0.5
EBITDA / Gastos financieros	3.2	3.5	3.5	26.2	20.2
EBITDA / Servicio de deuda	1.7	1.6	1.7	3.0	2.6
Cobertura de cargos fijos del FFO	1.4	1.8	3.8	1.7	-0.5
(FCO + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	1.0	0.7	1.9	1.0	-0.4
(FCO+ G.Fin.+ Caja + Val. líquidos) / Serv. de deuda	2.4	1.9	3.9	2.4	1.6
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>					
Deuda ajustada total / (FFO + G.Fin. + Alquileres)	8.5	7.3	3.5	15.0	-11.7
Deuda financiera total / EBITDA	3.5	3.6	3.7	4.2	4.7
Deuda financiera neta / EBITDA	2.7	2.8	2.6	3.3	3.5
Costo de financiamiento estimado	8.8%	7.7%	7.4%	0.9%	1.3%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	7.8%	9.5%	7.9%	7.1%	7.0%
Deuda financiera total / Capitalización	61.5%	61.5%	62.0%	62.4%	66.2%
<b>Balance</b>					
Activos totales	532,115	527,075	572,517	580,880	575,288
Caja e inversiones corrientes	67,871	66,286	99,850	72,449	95,418
Deuda financiera Corto Plazo	23,516	28,995	25,745	24,361	25,541
Deuda financiera Largo Plazo	276,646	276,550	299,637	319,549	338,143
Deuda financiera total	300,162	305,545	325,382	343,910	363,684
Deuda ajustada total	300,162	305,545	325,382	343,910	363,684
Patrimonio neto (sin interés minoritario)	187,668	191,002	199,750	207,331	185,905
Capitalización	487,830	496,547	525,132	551,241	549,589
Capitalización ajustada	487,830	496,547	525,132	551,241	549,589
<b>Flujo de caja</b>					
<b>Flujo generado por las operaciones (FFO)</b>	<b>8,707</b>	<b>17,749</b>	<b>68,072</b>	<b>19,859</b>	<b>-34,907</b>
Variación de capital de trabajo	14,646	-5,422	2,806	5,182	-7,144
<b>Flujo de caja operativo (FCO)</b>	<b>23,353</b>	<b>12,327</b>	<b>70,878</b>	<b>25,041</b>	<b>-42,051</b>
Inversiones en Activos Fijos	-3	-33	-2	0	0
Dividendos comunes	-25,800	-26,000	-24,800	-28,000	-22,000
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>-2,450</b>	<b>-13,706</b>	<b>46,076</b>	<b>-2,959</b>	<b>-64,051</b>
Otras inversiones, neto	0	0	0	0	0
Variación neta de deuda	-20,993	-20,005	-18,736	-20,010	124,562
Otros financiamientos, netos	-51	-40	0	0	-3,369
Diferencia de cambio neta	250	187	61	0	0
<b>Variación de caja</b>	<b>-23,244</b>	<b>-33,564</b>	<b>27,401</b>	<b>-22,969</b>	<b>57,142</b>
<b>Resultados</b>					
Ingresos	150,020	151,333	144,904	133,685	126,025
Variación de Ventas	-0.9%	4.4%	8.4%	6.1%	11.5%
Utilidad operativa (EBIT)	45,319	47,867	45,112	70,331	66,695
Intereses pagados	23,710	23,388	24,027	28,567	23,382
Gastos financieros	26,778	24,287	24,725	3,133	3,818
Resultado neto (atribuible a accionistas mayoritarios)	13,800	17,252	17,219	49,426	47,320

**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

<b>Primera Etapa</b>	<b>Segunda Etapa</b>
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*

<b>Proyecto</b>	<b>Ubicación (Departamento)</b>	<b>Longitud (km)</b>	<b>Plazo de Operación</b>	<b>Inicio de Operación</b>	<b>Plazo de la Concesión</b>	<b>Tipo de Servicio</b>
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 - Chalhuahuacho
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. Abancay) - Chuquibambilla - Dv. Chalhuahuacho - 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**
**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 se emitieron para financiar gran parte de las obras obligatorias de la Segunda Etapa. A marzo 2020, la totalidad de las obras ya se encuentran culminadas.

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)
<b>Costos de Construcción</b>	<b>299,929</b>		
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		
<b>TOTAL</b>	<b>402,352</b>	<b>TOTAL</b>	<b>402,352</b>

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

**Garantías:**

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 (Marzo 2020: S/ 11.72 MM).
- v) Fondo de reserva de operación y mantenimiento (OMRA) equivalente a un mes de los costos de operación (Marzo 2020: S/ 1.67 MM).
- vi) Fondo de reserva de mantenimiento periódico (MMRA), para los mantenimientos preventivos equivalente a 1/8 del

presupuesto anual (Marzo 2020: S/ 4.82 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 (Marzo 2020: S/ 1.05 MM).

**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.

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).

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	Dic-19	Mar-20
FC	79,129,256	91,403,078	71,103,925	76,855,585
SD	50,369,837	44,471,150	46,612,275	47,057,900
FC/SD * > 1.3x	1.57	2.06	1.53	1.63
Deuda Financiera	343,909,901	325,381,534	305,545,714	300,161,800
Patrimonio	207,331,534	199,750,695	191,002,483	187,668,505
Deuda Fin. / Patrimonio =< 4x	1.66	1.63	1.60	1.60

Fuente: Norvial

**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 fiduciario del Fideicomiso de Flujos es Scotiabank Perú S.A.A. que tiene un rating de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe), lo que refleja su solidez financiera. A diciembre 2019, registró activos por S/ 72,234 MM (S/ 63,814 MM a fines del 2018), pasivos por S/ 62,388 MM (S/ 54,953 MM a fines del 2018) y un patrimonio neto de S/ 9,846 MM (S/ 8,861 MM al cierre del 2018). Por su parte, la utilidad neta fue S/ 1,465 MM, superior a la registrada en diciembre del 2018 (S/ 1,281 MM).

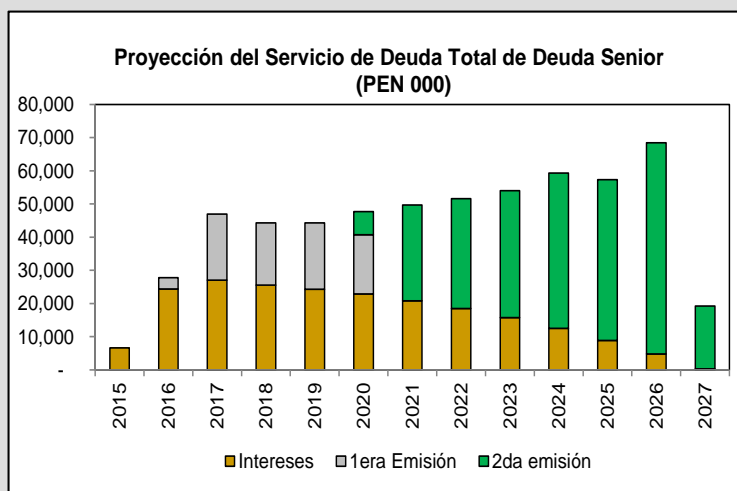


**Anexo D**

**Emisión de Bonos**

<b>PERFIL DE AMORTIZACIÓN DEUDA SENIOR</b>		
	<b>1ERA EMISIÓN</b>	<b>2DA EMISIÓN</b>
<b>Denominación</b>	<b>PEN</b>	
<b>Monto</b>	80,000	285,000
<b>% de Deuda</b>	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.

**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
César Roberto Ramirez Lynch	Director
Juan Pedro Portaro Camet	Director
Manuel Alberto Carrillo Thorne	Director
Jorge Luis Izquierdo Ramírez	Director
Antonio Alberto Cueto Saco	Director Alterno
Juan Carlos Cabrejos Barreto	Director Alterno
Fernando Alonso Cerdeña Stromsdorfe	Director Alterno

**RELACIÓN DE EJECUTIVOS**

Jorge Eduardo Montoya Goicochea	Gerente General
Edwar Tapia	Gerente Técnico
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:

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

### 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.