

Concesionaria Traslase Olmos (CTO)

Resumen

Apoyo & Asociados (A&A) ratifica la clasificación de AAA(pe) a los Bonos emitidos por Concesionaria Traslase Olmos (CTO). La Perspectiva es Estable.

CTO es la concesionaria encargada de desarrollar y operar el Proyecto de Traslase de Aguas del Proyecto Olmos, el cual consiste en la captación y traslase de aguas del río Huancabamba mediante un túnel trasandino de 20.1 km para su posterior entrega a razón de 406 Hm³/año al Gobierno Regional de Lambayeque (GRL) con el fin de poner en valor a 38,000 ha. de tierras eriazas en las Pampas de Olmos. El Proyecto inició operaciones en Ago-12.

Los bonos por US\$100 MM se emitieron en soles y dólares en el 2006 con vencimiento al término de la concesión (Set-25). Los bonos y el préstamo de la CAF por US\$50 MM forman parte de la deuda garantizada que financió el 61% del costo del proyecto. El saldo de la deuda garantizada a Set-20 fue US\$77.7 MM (Dic-19: US\$93.1 MM), de los cuales los Bonos ascienden a US\$75.8 MM (Dic-19: US\$85.7 MM).

Factores Claves de la Clasificación

Flujos predecibles y estables: Los ingresos de CTO se encuentran asegurados con el Contrato *Take or Pay* firmado con el GRL que garantiza a CTO, hasta el fin de la concesión, una retribución mensual por el servicio de traslase de 406 Hm³/año de agua, la misma que es independiente de la disponibilidad del recurso hídrico y de la demanda efectiva y/o uso del agua trasvasada que pueda hacer el GRL. Desde el inicio de la operación, agosto 2012 hasta la fecha, el GRL ha cumplido con el pago puntual de la contraprestación, siendo la retribución anual durante 2017-2019: US\$31.3, 32.0, y 32.4 MM, respectivamente; y de US\$ 32.8 MM a U12M Set-20.

Garantía financiera soberana: El Estado peruano (BBB+ por *FitchRatings*, ratificado en junio 2020), a través del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) garantiza el pago oportuno de la retribución que tiene que hacer el GRL a CTO hasta por US\$401.3 MM. Asimismo, ante una caducidad anticipada de la concesión, incluso por hechos imputables al Concesionario, la Garantía Soberana cubre la deuda financiera senior (hasta por US\$145 MM) y la devolución del aporte de capital (hasta por US\$20 MM). Esta garantía es incondicional, irrevocable, absoluta, solidaria y sin beneficio de excusión. Debido a esta garantía, el rating de los bonos tiene un link directo con el rating del Estado peruano.

Bajo riesgo operativo: La operación de traslase de agua es de baja complejidad, por lo que los riesgos asociados a esta etapa se encuentran acotados. Asimismo, por la naturaleza del activo de larga vida de duración no se esperan grandes inversiones para renovaciones de equipos (US\$406k c/5 años); además, los gastos de operación y mantenimiento suelen ser relativamente estables y se estiman en US\$6.5 MM anuales en promedio (U12M Set-20: US\$5.2 MM, 2019: US\$5.5 MM, 2018: US\$6.9 MM, 2017: US\$6.0 MM, 2016: US\$6.8 MM). En el 2017, se registró un menor O&M debido al diferimiento de la ejecución de proyectos por el fenómeno El Niño (FEN); así el gasto del 2018 incluye dicho efecto. Por su parte, el O&M del 2019 fue menor al promedio debido a menores gastos de mantenimiento y legales; en tanto, si bien se registró un menor nivel de O&M al cierre de los U12M a Set20 dados los menores gastos logísticos relacionados a la limitada movilización por la pandemia, CTO espera realizar proyectos en el cuarto trimestre del año, por lo que el 2020 cerraría con un nivel de gastos al nivel del promedio 2013-2016 (excluyendo gastos extraordinarios del 2014). Cabe señalar

Ratings	Actual	Anterior
Bonos Corporativos	AAA (pe)	AAA (pe)

Con información financiera no auditada a Set-20.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas de 30/11/2020 y 16/06/2020.

Perspectiva

Estable

Resumen del Proyecto:

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

Concedente: Gobierno Regional de Lambayeque

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

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

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

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

Certificado Puesta en Marcha: 26.07.2012

Status del Proyecto: En Operación desde Ago.12

Operador: Concesionaria Traslase Olmos S.A.

Resumen de la Deuda Senior Garantizada

Monto Total: US\$150 MM, divididos en US\$100 MM en Bonos Corporativos y US\$50 MM en préstamo con la CAF.

Garantías: i) hipoteca sobre los derechos de la concesión y sus bienes; ii) prenda de acciones; iii) fideicomiso de flujos; iv) garantía soberana; v) cuenta de reserva por 6 meses de servicio de deuda (aprox. US\$9.2 MM); y, vi) garantía parcial de CAF por US\$28 MM.

Metodologías Aplicadas

Metodología Maestra de Clasificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (01-2017)

Analistas

María del Carmen Vergara
maria.vergara@aai.com.pe

Johanna Izquierdo
johanna.izquierdo@aai.com.pe

T. (511) 444 5588

que, desde el inicio de la operación, CTO ha cumplido con las entregas de agua en las condiciones establecidas en el contrato de concesión y según lo requerido por el GRL.

Estructura sólida y flexibilidad financiera adecuada: Los bonos cuentan con sólidas garantías y adecuados ratios de cobertura. En un escenario base, A&A espera un ratio de cobertura de servicio de deuda (DSCR, *Debt Service Coverage Ratio*) promedio de 1.34x (2020-2025) con un mínimo de 1.16x en el 2020, año pico de servicio de deuda.

Por su parte, el LLCR (*Long Life Coverage Ratio*) mínimo asciende a 1.34x. En el rating case, se espera que el DSCR promedio ascienda a 1.27x, y un LLCR mínimo de 1.29x, las cuales se encuentran en línea con el rating y la naturaleza del proyecto (*availability Project*).

El DSCR natural calculado por A&A ascendió a 1.13x, 1.33x, 1.33x y 1.23x para los años 2016-2019, respectivamente, y a 1.55x al cierre del año móvil a setiembre 2020. Asimismo, el ratio de endeudamiento (Deuda Financiera / EBITDA) viene cayendo acorde con la amortización programada de la deuda senior, de 5.2x en el 2015, a 2.8x a U12M Set20.

Los adecuados ratios de cobertura y el no pago de dividendos (hasta la fecha) han permitido que CTO acumule fondos líquidos, suficientes para reemplazar las cartas fianzas que respaldaban las cuentas de reserva (US\$9.7 MM a Set20) y contar con caja de libre disponibilidad por US\$16.2 MM (US\$11.4 MM a Dic19). Así, el total de caja ascendió a US\$25.9 MM al cierre de setiembre 2020 (Dic19: US\$21.1 MM).

Cabe señalar que la liquidez acumulada le otorga una buena flexibilidad financiera y permite mitigar el riesgo de limitado acceso a nuevas fuentes de financiamiento al que se encuentra expuesto CTO, a raíz de que su accionista Odebrecht fue sentenciado por actos de corrupción en Brasil, lo que deterioró seriamente su solvencia financiera (*rating* RD por FitchRatings, julio 2020). Así, los fondos de libre disponibilidad por US\$16.2 MM, permiten soportar una desviación de 153% del Budget de O&M aprobado para el 2020, lo cual es poco probable debido a la baja complejidad en la operación y a que en este tipo de proyectos no se espera desviaciones grandes en el O&M, salvo por eventos no recurrentes como el FEN del primer trimestre 2017.

Cabe destacar que CTO es una empresa de propósito exclusivo (desarrollo y operación de la concesión) de quiebra remota, por lo que una potencial quiebra de sus accionistas no generaría automáticamente una quiebra de la concesionaria. Finalmente, CTO es generadora de recursos y no tomadora de recursos del Sponsor, y dado que no se espera fuertes inversiones en el futuro, y por ende requerimiento de aportes adicionales, A&A considera que la débil situación financiera por la que atraviesa su accionista, no genera un impacto negativo en la concesionaria.

Impacto nulo del entorno económico adverso: El coronavirus viene impactando fuertemente el crecimiento económico del Perú y el mundo en el 2020, debido a la reducción de la producción mundial. No obstante, dada la naturaleza del proyecto (*availability Project*) y a que el abastecimiento de agua ha continuado operando con normalidad, no se ha observado y la Clasificadora no prevé impacto negativo de los efectos del COVID-19 en la generación de CTO.

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

En opinión de Apoyo & Asociados, un incremento en la deuda senior garantizada, una reducción importante en la liquidez de la empresa y en la generación de caja por una desviación significativa en los gastos de operación y mantenimiento (mayor a lo estimado); y/o cambios en la situación financiera del Estado que conlleven a un incumplimiento en el pago del servicio de trasvase podrían afectar negativamente el *rating*.

Hechos Relevantes

Cancelación de la Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos

El 09 de setiembre de 2020 se realizó la cancelación total de la primera y segunda emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos, de acuerdo al cronograma del mismo.

Extensión del vencimiento de pago de deuda subordinada con vinculada OOL

CTO mantiene una deuda subordinada con OOL ("Odebrecht Overseas Ltd."), la cual presenta un saldo de US\$11.7 MM (a setiembre 2020), devenga una tasa de interés de 6.95% y vencía en octubre 2020.

No obstante, se renegoció la extensión de plazo hasta diciembre 2020 con el compromiso de amortizar un monto adicional conforme con la disponibilidad de caja de la Concesionaria.

Descripción y Análisis del Proyecto

El Proyecto Trasvase de Aguas consiste en la captación y trasvase de recursos hídricos del río Huancabamba, a través de un túnel trasandino de 19 km, para su posterior entrega a razón de 406 Hm³/año al GRL. Este proyecto permitirá la irrigación de 43,000 Ha. ubicadas en las Pampas y el Valle de Olmos, de las cuales 38,000 Ha. fueron subastadas a empresas agroindustriales y 5,500 Ha. pertenecen a los pequeños agricultores del Valle Viejo de Olmos.

El Proyecto es parte del Proyecto Integral Olmos, el cual comprende tres fases: i) **Fase 1:** Trasvase de Agua, Proyecto en cuestión, cuya operación inició en Ago12; ii) **Fase 2:** Generación hidroeléctrica 850 GWh/año (licitado a Sinersa); y, iii) **Fase 3:** Infraestructura de riego y puesta en valor de 38,000 ha. de tierras eriazas y mejoramiento de 5,500 ha. de tierras en Olmos, a cargo de H2Olmos. La operación de esta fase inició en Nov.14.



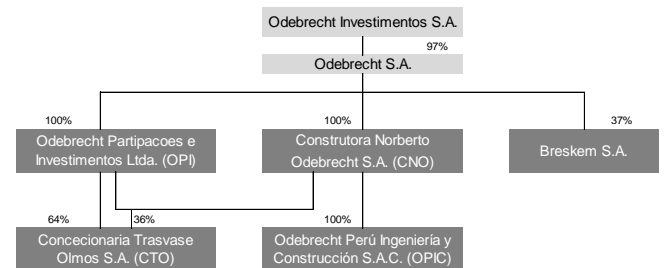
Fuente: CTO.

¹ Ley promulgada por el Estado peruano en marzo 2018 a fin de garantizar el pago de la reparación civil por actos de corrupción y salvaguardar la continuidad de los proyectos y/o concesiones y evitar la paralización de las obras, así como evitar la ruptura de la cadena de pagos. Esta establece, principalmente: i) retenciones sobre pagos del Estado peruano que reciban las empresas comprendidas bajo los

Emisor

Concesionaria Trasvase Olmos (CTO) es una empresa de propósito específico, constituida el 9 de julio del 2004 para desarrollar y operar el Proyecto de Trasvase de Agua, según lo establecido en el Contrato de Concesión, firmado con el Gobierno Regional de Lambayeque, en su calidad de concedente, por un plazo de 20 años, el cual fue ampliado hasta el 23 de setiembre del 2025, debido a los retrasos en la culminación de las obras (819 días). El plazo puede renovarse por cuatro periodos adicionales de diez años cada uno hasta un máximo de 60 años.

La empresa pertenece al grupo Odebrecht a través de Odebrecht Participações e Investimentos (OPI), dedicada a las inversiones en concesiones con el 63.68% y Constructora Norberto Odebrecht (CNO) con el 36.32%.



Fuente: CTO. Elaboración propia.

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

El 15 de febrero del 2019, Constructora Norberto Odebrecht S.A. firmó un Acuerdo de Colaboración y Beneficios con el Ministerio Público y la Procuraduría Pública peruana. Dicho Acuerdo establece, entre otros, el beneficio premial de eximir a CNO (y las empresas del mismo grupo económico) de los alcances de la Ley 30737¹.

Posteriormente, el Acuerdo de Colaboración y Beneficios entre el Poder Judicial peruano y CNO fue homologado el 17 de junio del 2019, no obstante, hasta la fecha de emitido el presente informe, se encuentra pendiente que CTO sea excluido de la relación de empresas comprendidas bajo los alcances de la Ley 30737.

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

alcances de la Ley; ii) autorización del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos (MINJUS) para la venta de los activos o las acciones de la persona jurídica; y, iii) limitaciones para realizar transferencias al exterior.

Project Completion

La fase de construcción se inició el 23 de marzo del 2006, y finalizó en julio 2012, 28 meses después de lo inicialmente previsto (Mar.10), debido a eventos geológicos adversos en la construcción del túnel. Lo anterior fue calificado como Evento No Imputable al Concesionario, por lo que el Concedente amplió el plazo de la construcción en 819 días hasta el 31 de julio 2012.

Las obras principales comprenden; i) túnel transandino de 20.1 km de longitud y 4.8 m. de diámetro con capacidad de 2,050 MMC/año a 65 m³/seg; y, ii) Presa Limón (tipo concrete rock field dams) de 43 m. de altura con capacidad inicial de embalse de 37 Hm³ (27 Hm³ útiles) y una capacidad actual de embalse de 22 Hm³ (18 Hm³ útiles).

El retraso en el inicio de operaciones ocasionó una pérdida por los ingresos no percibidos para la Concesionaria de US\$43.6 MM más IGV, monto que fue cancelado por el Estado en el 2012 (Jun.12: S/ 18 MM, Jul.12: S/ 96 MM). Adicionalmente, se generaron overruns por la necesidad de incurrir en actividades adicionales. El estimado del constructor OPIC fue de US\$54 MM; sin embargo, el Estado sólo reconoció US\$5.7 MM (inc. IGV), cancelados en Jul14. El monto restante fue asumido por el Constructor.

El Certificado de Puesta en Marcha se alcanzó el 26.07.2012. Así, el 1 de agosto del 2012 se dio inicio a las operaciones. Durante la fase de construcción, se contó con las siguientes garantías:

Garantía	Características
Completion Guarantee	OPI garantizó de forma irrevocable, absoluta e incondicional la cobertura de sobrecostos y del servicio de deuda del Endeudamiento Garantizado durante la etapa de construcción y hasta 9 meses posteriores a la entrega del Certificado de Cumplimiento del Proyecto.
Experiencia del Constructor	OPIC es una empresa con más de 25 años de desempeño en el Perú, la cual cuenta con el soporte técnico de la Constructora Norberto Odebrecht (CNO), empresa líder en el sector construcción en América Latina.
Engineering Procurement and Construction Contract (EPC)	Firmado el 9 de enero del 2006 entre CTO y OPIC. El contratista será responsable por la obra hasta un año posterior al término de la misma, debiendo cubrir, de ser necesario, los costos adicionales necesarios hasta por US\$9.3 millones.
Garantía del Estado ante un Evento Geológico	Se refiere a la posibilidad del incremento de los costos y plazos ante calidad de roca diferente a la señalada en estudios geológicos (cobertura máxima: (i) CTO asume hasta US\$4.5 millones o 5% del Monto de Inversión en las obras del Túnel Transandino; (ii) El Estado asume hasta US\$6.5 millones o 7% del Monto de Inversión en las obras del Túnel Transandino, de lo desembolsado adicionalmente por CTO con cargo a reajuste de la RUB; (iii) Si los anteriores resultasen insuficientes, el Concedente asumirá el saldo hasta un máximo de 18% del monto de inversión correspondiente al Túnel.

Fuente: CTO

Elaboración propia.

Riesgo de Operación:

La operación de trasvase de agua es de baja complejidad, por lo que los riesgos asociados a esta etapa se encuentran acotados. Asimismo, por la naturaleza del activo de larga vida de duración no se espera grandes inversiones en el futuro para renovaciones de equipos (US\$406k c/5 años), y los gastos de operación y mantenimiento suelen ser

relativamente estables (U12M Set-20: US\$5.2 MM, 2019: US\$5.5 MM, 2018:US\$6.9 MM).

Además, el Operador estratégico (CNO) cuenta con la experiencia necesaria para operar dicho proyecto. Asimismo, ha participado en la construcción de importantes obras de irrigación como Chavimochic (48,000 ha 40% sembradas a diciembre 2018), Cuchoquesera, Jequetepeque, Talambo y Yaña.

Como indicador de funcionamiento se emplea el valor porcentual de la operatividad de las compuertas en las diferentes estructuras de salida de la Presa Limón: bocatoma provisional, aliviadero de compuerta, descarga de fondo y caudal biológico. Durante los años 2015 y 2016, estas operaron al 100%. Cabe resaltar que entre el 26 de febrero y 05 de abril del 2017 se dejó de trasvasar agua por el túnel transandino, toda vez que la abundancia de agua por las lluvias generadas por El Niño costero llevó a que no se requiera dicha actividad; no obstante, durante los meses restantes las compuertas operaron al 100%. Por su parte, durante el 2019 y el tercer trimestre del 2020, el indicador de funcionamiento fue 100%.

A la fecha, CTO ha venido realizando la operación y mantenimiento de la infraestructura según el Manual de Operación y Mantenimiento (MOM) aprobado por el Concedente, el cual es revisado cada dos años, cumpliendo lo exigido por el Concedente.

No obstante, cabe destacar que existen factores externos que pueden afectar la infraestructura y operación del proyecto que escapan del control de CTO. Así, el volumen útil de almacenamiento del Embalse Limón se habría reducido de 27.0 Hm³ al inicio de la operación en agosto 2012 a 17.7 Hm³ a diciembre 2019, es decir, una disminución de la capacidad de almacenamiento de 34% en los ocho años de operación (Dic18: 18.53 Hm³). Lo anterior debido a los procesos sedimentarios naturales que provienen del Río Huancabamba; además, dicha sedimentación puede verse acelerada por factores ajenos a CTO como el evento extraordinario del fenómeno El Niño 2017 y la deforestación de la cuenca del Huancabamba. La Concesionaria, mediante los informes que emite anualmente "Regímenes Hidrológico y Sedimentario del Río Huancabamba en Limón", ha informado al PEOT sobre las actuales condiciones del embalse.

Según CTO, dada la dimensión del Embalse Limón, este tiene como objetivo principal remansar el nivel acuático, y de este modo posibilitar la captación de agua del río Huancabamba, para su trasvase y entrega al GRL en el ámbito de la Primera Fase del Proyecto Olmos. No obstante, informan que el Concedente está promoviendo el desarrollo del proyecto de Recrecimiento de la Presa Limón de 43 a 80 m de altura, con lo cual la capacidad útil de embalse se incrementaría hasta 110 Hm³; así, el PEOT ya inició con los estudios de ingeniería a finales del 2019.

Cabe mencionar que la reducción de la capacidad de almacenamiento del embalse por la sedimentación no constituye un evento de incumplimiento de CTO, por lo que no existe posibilidad de penalidad ni contingencia por dicho motivo. Asimismo, se destaca que en los ocho años que viene operando el Sistema de Trasvase Olmos, éste se ha dado sin interrupciones fuera de lo programado y el concesionario viene realizando los mantenimientos de forma apropiada.

Para el 2020, CTO presentó un Budget de Operación y Mantenimiento de US\$6.4 MM, nivel cercano al promedio de O&M del periodo 2013-2016 de US\$6.5 MM (excluyendo gastos extraordinarios puntuales del 2014).

Al cierre del año móvil a setiembre 2020, CTO incurrió en un gasto por O&M de US\$5.2 MM, menor en relación a lo presupuestado por la compañía y la Clasificadora (US\$6.8 MM) toda vez que se realizaron menores costos y gastos dada la limitada movilización del personal tras la declaratoria de emergencia nacional. Así, se incurrió en menores gastos de personal (horas extra, vacaciones), capacitaciones, logística, entre otros.

No obstante, la compañía espera llevar a cabo la realización de proyectos en el último trimestre del año, lo que impulsaría el gasto por O&M al cierre de 2020 a US\$ 6.3 MM, en línea con el esperado por CTO.

Riesgo de Demanda:

Los ingresos del Concesionario se encuentran asegurados por todo el periodo de operación de la Concesión (Agosto12-Set25), mediante un contrato tipo *Take or Pay*, firmado con el Gobierno Regional de Lambayeque, el mismo que está garantizado en su totalidad por el Estado peruano, según garantía financiera soberana otorgada a CTO y ésta a su vez está respaldada por la garantía parcial de la CAF (hasta Feb25). Por dicho Contrato de Prestación de Servicio, CTO se compromete a entregar al GRL un volumen anual de 406 Hm³, según calendario de entregas mensuales.

Calendario Mensual de Entregas y Contraprestaciones

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Set	Oct	Nov	Dic	Volumen Anual
Hm ³	30.4	43.5	44.7	41.1	41.6	46.0	37.2	34.1	23.8	20.2	23.4	20.1	406.1
US\$ MM	2.0	2.9	2.9	2.7	2.7	3.0	2.5	2.2	1.6	1.3	1.5	1.3	26.8

Fuente: CTO
 Elaboración Propia

En contraprestación, el GRL paga a CTO una remuneración mensual equivalente al producto del volumen de trasvase de agua acordado por la Remuneración Unitaria Básica (RUB) de US\$0.0659/m³, tarifa que se ajusta mensualmente². A los últimos 12 meses a setiembre 2020 la RUB cerró en US\$ 0.0800/m³, esta última superior en 0.3% respecto a la registrada en el 2019 (US\$ 0.0798/m³) toda

² El ajuste mensual se realiza en base a la siguiente fórmula:

$$RUB = \left[70\% * RUB_0 * \left(\frac{CPI_n}{CPI_0} \right) \right] + \left[30\% * RUB_0 * \left(\frac{IPM_n}{IPM_0} \right) * \left(\frac{TC_0}{TC_n} \right) \right]$$

-70% por la inflación americana acumulada desde la presentación de la oferta económica en Mar04 (CPI0: 187.4) y el mes de liquidación.

vez que el incremento de la inflación en EEUU fue mitigado por la depreciación del Sol respecto al Dólar (TC).

Por lo anterior, la empresa presenta unos ingresos predecibles y relativamente estables con una facturación anual promedio de US\$33.0 millones, y pagos mensuales que van de US\$1.5 millones a US\$3.4 MM, según el calendario de entregas de agua establecido.

Cabe señalar que el pago de la retribución es independiente de la disponibilidad del recurso hídrico y la demanda efectiva por parte del GRL. Así, entre el periodo Ago-12 y Nov-14, a pesar de no haberse trasvasado agua a solicitud del GRL, este ha cancelado el 100% de la contribución acordada.

Con la entrada en operación del proyecto de irrigación en nov14, a cargo de su vinculada H2Olmos, la entrega de agua se hace según la demanda de los clientes de H2Olmos, mediante solicitud del GRL a CTO. A continuación, se muestra la entrega real histórica desde el 2014 hasta setiembre del 2020:

Calendario Mensual vs. Entrega Real

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Set	Oct	Nov	Dic	Volumen Anual	% cantidad contractual
Hm ³	30.4	43.5	44.7	41.1	41.6	46.0	37.2	34.1	23.8	20.2	23.4	20.1	406.1	
2014											5.7	5.9	11.6	2.9%
2015	6.0	5.8	4.2	4.4	9.7	7.2	8.6	12.2	17.6	20.1	20.1	21.2	136.8	33.7%
2016	21.7	18.0	19.1	18.3	21.8	20.6	22.8	23.8	25.6	25.2	23.6	22.0	262.4	64.6%
2017	22.9	9.5	0.0	7.7	11.1	13.8	18.5	19.4	22.5	25.0	24.4	27.4	202.2	49.8%
2018	36.1	32.0	36.3	28.0	25.6	23.8	22.6	25.1	26.1	21.8	21.1	25.2	323.5	79.7%
2019	29.1	21.6	26.2	29.6	28.6	27.9	30.7	30.5	29.7	23.6	26.2	29.2	332.8	82.0%
2020	33.2	33.7	36.0	35.1	37.2	34.0	32.6	31.5	24.7				298.2	87.1%

Fuente: CTO. Elaboración propia.

Como se puede observar, el volumen de entrega ha ido incrementándose anualmente (con excepción del 2017, que por el fenómeno El Niño se suspendió el trasvase temporalmente) hasta alcanzar un 82.0% de la cantidad contractual durante el 2019. Además, dicho ratio continuó incrementándose en los primeros nueve meses del 2020, en los que se entregó un 87.1% del volumen contratado para dicho periodo.

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

Perfil y Análisis Financiero

Financiamiento

El costo total del proyecto fue estimado inicialmente en US\$247 millones, los cuales se financiaron 61% con deuda y 39% con equity (el cual considera el cofinanciamiento del Estado).

-30% por el IPM Perú acumulado desde el primer mes de operación y el mes de liquidación, ajustado a la variación del tipo de cambio del primer mes de operación (S/ 2.61 por dólar) y del mes de liquidación.

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

Fuente: CTO

Elaboración propia.

Cabe señalar que el retraso en el inicio de operaciones ocasionó pérdidas de ingreso al Concesionario, los cuales fueron reconocidos por el Estado en el 2012 por US\$43.6 MM.

Por su parte, el Concesionario tuvo que contraer préstamos con su Matriz (US\$20.0 millones) para cubrir el desfase temporal de ingresos por el retraso de la culminación de obras.

Los Bonos CTO fueron colocados el 8 de marzo del 2006, en soles y dólares siendo la fecha de emisión y desembolso de la segunda y cuarta emisión el año siguiente. El servicio de deuda es trimestral hasta Set20, y mensual a partir de Oct20, hasta Set2025, mes en que termina la concesión. La emisión no cuenta con tail debido a la garantía financiera del Estado.

El saldo de los bonos en circulación ascendió a US\$75.8 MM a Set-20 (US\$85.7 MM a Dic-19). Cabe resaltar que, el 09 de setiembre se realizó la cancelación total de la Primera y Segunda Emisión de bonos corporativos.

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

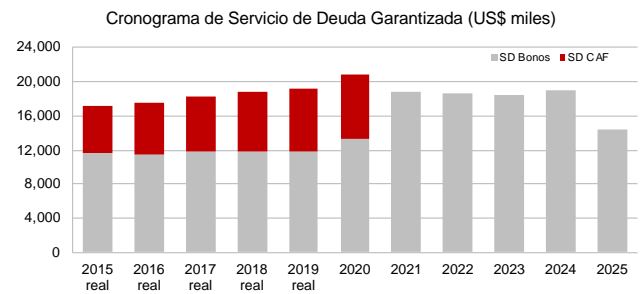
Fuente: CTO / Elaboración Propia.

En relación al préstamo con la CAF, este tiene un plazo de 15 años, con 5 de gracia, y vencimiento en diciembre 2020 a una tasa Libor 3M + 2.75%. En marzo 2009, CTO contrató un swap de tasa con HSBC de New York, y fijó la tasa en 5.91%. El saldo del préstamo ascendió a US\$1.9 MM a set-20 (US\$7.3 MM a dic-19).

Por su parte, existe una cuenta garantía para el contrato SWAP, constituida inicialmente por US\$5.5 MM, y computada en otras cuentas por cobrar. Este importe retorna gradualmente a CTO a partir de diciembre del 2013, siendo el saldo a Set-20, US\$2.0 MM (Dic-19: US\$2.0 MM).

Cabe resaltar que, los bonos y el préstamo CAF constituyen el endeudamiento garantizado.

Entre el 2020-2025, el servicio de deuda anual promedio asciende a US\$18.4 MM con un pico en el 2020 (US\$20.9 MM), año en el que vence el préstamo CAF, así como la primera y segunda emisión de los bonos corporativos.



Fuente: CTO. Elaboración propia.

Adicionalmente, en Oct-10, CTO adquirió una deuda subordinada por US\$20 millones con una empresa afiliada del accionista (Odebrecht Overseas Ltd.-OOL), con el fin de cubrir descalces entre el flujo de ingresos y las obligaciones financieras de CTO ante el retraso en el inicio operaciones.

A Set-20, el saldo de la deuda ascendió a US\$11.7 MM (Dic-19: US\$11.6 MM) y devenga un interés anual de 6.95%. El pago de los intereses y amortización de capital se realizan con los flujos de libre disponibilidad según la cascada de pagos y siempre y cuando la cobertura del servicio de deuda senior sea $\geq 1.1x$ veces.

Es importante comentar que, el plazo de la deuda subordinada se viene ampliando todos los años, siendo la última ampliación hasta diciembre 2020. A fin de lograr la ampliación CTO se ha comprometido a amortizar un monto adicional (aún no definido) conforme con la disponibilidad de caja hasta dicha fecha.

De esta manera, a Set-20, el total del financiamiento (bonos, préstamos de CAF y OOL) asciende a US\$89.4 millones (Dic-19: US\$104.7 millones).

Garantías Vigentes:

Las garantías de la deuda senior (por un máximo de US\$155 millones), cuya ejecución se rige bajo el Contrato Marco de Garantías (CMG), son las siguientes: i) La hipoteca sobre el derecho de la Concesión y sus bienes; ii) la prenda de acciones; iii) la garantía parcial de la CAF (sólo para los bonistas); iv) la Garantía Financiera Soberana; v) Fideicomiso de Flujos constituido por el 100% de los ingresos; y, vi) Cuenta de Reserva para el SD semestral.

El Agente de Garantías, representante de los Acreedores Permitidos Garantizados (APG), es Citibank del Perú S.A.

Garantía Parcial de la CAF:

El MEF, representando a la República del Perú, solicitó a la Corporación Andina de Fomento (CAF) la emisión de una garantía parcial para respaldar las obligaciones por concepto de retribución por el servicio de trasvase de aguas, por un monto de hasta US\$28 millones (equivalente a casi un año de facturación). De esta manera, la CAF garantiza de forma irrevocable, incondicional, absoluta, solidaria y sin beneficio de excusión, el pago puntual y oportuno del servicio de trasvase de agua. Esta garantía,

solo se activa ante la falta de pago por el servicio de trasvase de agua por parte del Estado peruano, y los fondos se destinan a cubrir exclusivamente el SD de los bonos (equivalente a 1.5 años del mismo). La vigencia de dicha garantía es hasta febrero 2025 (los bonos vencen en Set. 2025) y sólo es ejecutable una vez iniciado el periodo de operación.

Garantía Financiera Soberana:

El 13 de febrero del 2006, el Gobierno peruano suscribió el Contrato de Garantía Soberana por el cual garantiza a CTO y a los Acreedores Permitidos, en forma irrevocable, incondicional, absoluta, solidaria y sin beneficio de excusión el pago puntual y oportuno de la Retribución por el servicio de trasvase de agua; y el pago del íntegro de la compensación por terminación anticipada del contrato de concesión.

En opinión de la Clasificadora, un eventual impago a los Acreedores Permitidos (AP) generado por el incumplimiento del Estado en el pago de la Retribución tiene muy baja probabilidad de ocurrencia debido a que un eventual incumplimiento de pago a CAF (AP) podría generar un cross default o cross acceleration ante esta entidad u otras agencias multilaterales; y a que el Estado peruano estaría exponiéndose a no poder obtener financiamientos en la plaza internacional. Las razones anteriores generan un incentivo muy fuerte a que el Estado peruano cumpla con sus obligaciones en el marco del contrato de Garantía Soberana.

En tal sentido, la Clasificadora considera que el riesgo de contraparte del pago de la Retribución por la Prestación de Servicio es igual al rating soberano (BBB+ por FitchRatings ratificado en junio 2020) siendo éste el cap del rating de los bonos.

El monto de la Garantía no excederá lo siguiente:

Contrato de Garantía Soberana	
Concepto	Extensión de la garantía
I. Pagos por Retribución	
Retribución	Hasta por US\$401.33 millones más IG.V.
II. Pagos por terminación anticipada	
Endeudamiento	Hasta US\$ 145 millones más intereses.
Aporte de Capital	Hasta US\$ 20 millones, que corresponden al aporte de capital de CTO (incluyendo deuda subordinada).

Fuente: CTO

Elaboración propia.

Cabe destacar que dicha garantía se mantiene vigente hasta a) el pago del íntegro de la Retribución; y/o b) el pago del íntegro de la Compensación por terminación anticipada por parte del MEF. Así, en el hipotético caso que se resuelva anticipadamente el contrato de concesión por cualquier causa, la deuda garantizada remanente (entre ella, los

bonos emitidos) deberá ser pagada en su totalidad por el MEF.

Cabe señalar que, ante la potencial venta de la empresa, la garantía soberana no se ve afectada debido a que ésta ha sido otorgada en beneficio de CTO y los Acreedores Permitidos (incluye a los bonistas) y no de los accionistas de la Concesionaria. Por ello, una potencial transferencia de acciones de CTO no requerirá de una cesión del Contrato de Garantía Soberana CTO ni de los derechos que se derivan de ésta a favor de sus beneficiarios actuales.

Fideicomiso de Acreedores:

Este fideicomiso centraliza y distribuye la totalidad de los ingresos percibidos por CTO, que provienen del Fideicomiso Público (donde se abona la Retribución y/o garantía soberana) de acuerdo con la siguiente cascada de pagos:

1. Cuenta Recaudadora
2. Cuenta de Costos de Operación Mensuales (O&M)
3. Cuenta de Servicio de Deuda CSD
4. Cuenta de Reserva de Deuda CRD
5. Cuenta del Concesionario
6. Cuenta de Pago préstamo puente
7. Cuenta de Pagos restringidos

Cabe resaltar que la Cuenta del Concesionario incluye las cuotas de pago de los contratos de préstamo sin garantía, contratos de préstamo de capital de trabajo, contratos de préstamo de financiamiento de activos fijos y contratos de préstamo genérico.

El Fiduciario del Fideicomiso de Acreedores es La Fiduciaria, quién a su vez es el Fiduciario del Fideicomiso Público.

La Fiduciaria inició operaciones en el 2001. A setiembre 2020 sus accionistas son Credicorp (45%), Interbank (35%) y Scotiabank Perú (20%). Cabe señalar que su principal accionista, Credicorp, es el mayor holding financiero del país y que dentro de sus empresas figura el BCP, que es la mayor institución financiera peruana con un rating de largo plazo de AAA (pe) otorgado por Apoyo & Asociados, ratificado en setiembre 2020. Por su parte, a setiembre 2020, La Fiduciaria registró activos por S/ 19.8 MM (S/ 25.0 MM a dic. 2019), pasivos por S/ 4.9 MM (S/ 6.7 MM a fines del 2019) y un patrimonio neto de S/ 14.9 MM (S/ 18.2 MM al cierre de diciembre 2019). Asimismo, durante los últimos 12 meses al cierre de setiembre 2020 tuvo una utilidad neta de S/ 13.9 MM (S/ 14.0 MM a dic. 2019).

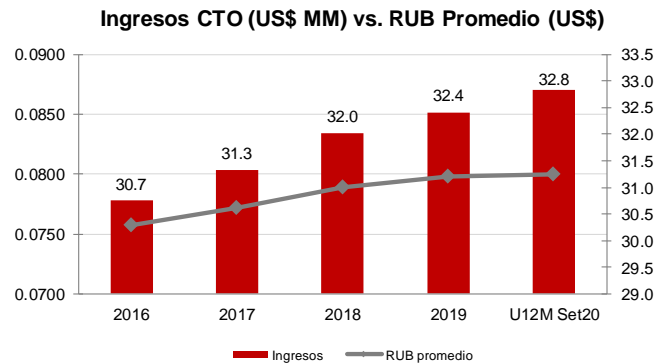
Resguardos:

CTO se ha comprometido a no efectuar pago de dividendos, o pago alguno a empresas vinculadas en caso el Ratio Histórico y el Ratio Proyecto de Cobertura del Servicio de Deuda (DSCR por sus siglas en inglés) sea inferior a 1.1x.

Desde el inicio de las operaciones CTO no ha repartido dividendos, debido a que presenta pérdidas contables acumuladas; no obstante, ha reportado un DSCR natural promedio de 1.32x (2016-U12M Set20).

Desempeño Histórico

Los ingresos de CTO suelen ser estables según el contrato Take or Pay. Así, entre el 2015 y Set-20, los ingresos por la retribución del servicio alcanzaron un promedio de US\$31.9 MM anuales.



Fuente: CTO. Elaboración Propia.

Al cierre del año móvil a setiembre 2020, los ingresos se incrementaron en 1.3% con respecto al 2019, por el reajuste de la RUB impulsado, principalmente, por la mayor inflación en EEUU (CPI). En tal contexto, la facturación se ubicó en US\$32.8 MM. Cabe resaltar que, CTO y la Clasificadora esperan que los ingresos alcancen los US\$32.5 MM y US\$32.8 MM, respectivamente, para el cierre del 2020.

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

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

No obstante, es importante resaltar que todos los eventos mencionados se consideran como hechos puntuales, por lo que no se espera desviaciones de O&M significativos para los próximos años.

Si bien los datos de los U12M a Set20 muestran una reducción del gasto por O&M a niveles de US\$5.2 MM, esta se explica por la adopción de las medidas de inmovilización implementadas por el gobierno con el fin de contener la propagación del coronavirus desde marzo 2020. Así, se registró una menor movilización del personal, se adoptó el trabajo remoto desde casa y se postergaron trabajos de mantenimiento presupuestados para el año. No obstante, la compañía espera cerrar el año en un nivel muy cercano al presupuesto (US\$ 6.3 MM) y el promedio de gastos registrado en el periodo 2013-2016 (excluyendo los gastos extraordinarios del 2014) dada la realización de los trabajos de mantenimiento postergados durante cuarto trimestre del año.

En dicho contexto, el EBITDA calculado por A&A ascendió a US\$27.8 millones al cierre del año móvil a setiembre 2020, con un margen de 84.7%. Cabe resaltar que, la compañía espera cerrar el año con un EBITDA de US\$26.0 MM; en tanto, la Clasificadora estima un nivel de US\$25.4 MM.

Respecto al gasto por intereses, CTO registró un gasto de US\$8.8 MM al cierre del año móvil a Set-20, nivel menor comparado a lo incurrido en el 2019 (US\$9.9 MM) dado el menor saldo de la deuda. Cabe señalar que, el 09 de setiembre 2020 se realizó la cancelación total de la Primera y Segunda Emisión de bonos corporativos.

Por otro lado, es importante comentar que, la moneda funcional de la empresa es el dólar americano, sin embargo, CTO mantiene deuda en soles, por lo que al hacer la conversión a dólares se genera pérdida/ganancia cambiaria, en función al movimiento del tipo de cambio. Así, al cierre del año móvil a Set-20 se registró una ganancia por diferencia por tipo de cambio de US\$3.9 MM, a diferencia de una pérdida de US\$1.7 MM en el 2019.

Finalmente, el resultado neto de CTO en el año móvil a Set-20 cerró en US\$3.1 MM, siendo considerablemente superior que lo registrado durante el 2019 (US\$0.8 MM), debido a la mayor utilidad bruta, la reducción en los gastos financieros, y la ganancia cambiaria.

Análisis de flujo de caja y ratios financieros

Los mayores ingresos y un menor O&M durante los últimos 12 meses al cierre de setiembre 2020 impulsaron el EBITDA de CTO. Sumado a ello, la ligera variación de capital de trabajo y Capex lograron impulsar la generación de caja libre de CTO respecto al 2019, la cual cerró los U12M a Set20 en US\$30.0 MM.

Así, el mayor flujo de caja libre permitió impulsar el ratio de DSCR respecto al cierre del 2019 (1.23x), ascendiendo a un nivel de 1.55x al cierre del año móvil a setiembre 2020, superior en relación a lo esperado por CTO (1.27x), y la Clasificadora (1.16x) para el cierre del 2020.

Desempeño Financiero CTO

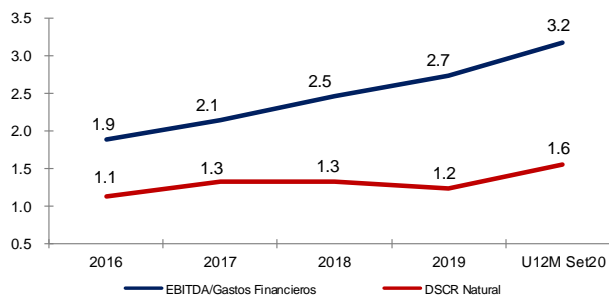
US\$ 000	2016	2017	2018	2019	U12M Set20
RUB (\$)	0.076	0.077	0.079	0.080	0.080
Crecimiento RUB	1.6%	1.9%	2.2%	1.2%	0.3%
Ingresos ¹	30,749	31,331	32,012	32,403	32,832
Gastos operativos	-6,798	-5,970	-6,861	-5,467	-5,182
Depreciación & Amortización	182	183	207	180	175
EBITDA	24,133	25,544	25,358	27,117	27,825
Margen EBITDA %	78.5%	81.5%	79.2%	83.7%	84.7%
Δ Capital de trabajo	841	-324	289	-35	153
Otros ajustes	-3,313	-1,977	398	-3,465	279
Flujo de caja operativo (CFO)	19,980	23,891	25,466	23,687	27,951
Capex	103	80	388	87	140
Flujo de Caja Libre (FCF)	19,877	23,811	25,078	23,600	27,811
Deuda Financiera Senior (DFS)	121,760	115,986	102,526	93,061	77,658
Servicio DFS	17,571	17,936	18,820	19,162	19,225
DSCR Natural	1.13	1.33	1.33	1.23	1.45
DSCR Covenant	1.24	1.47	1.23	1.36	1.55
DFS / EBITDA	5.05	4.54	4.04	3.43	2.79
Garantía Parcial CAF	28,000	28,000	28,000	28,000	28,000
Servicio Bonos (SB)	11,503	11,451	11,871	11,897	11,823
GP / SB	2.43	2.45	2.36	2.35	2.37

¹ Ingresos, se contabiliza en (US\$ MM):

- i) Operación y mantenimiento (U12M Set20: 15.7, 2019: 15.6, 2018: 15.2, 2017: 14.6, 2016: 13.7)
- ii) Amortización de capital del activo financiero (U12M Set20: 15.3, 2019: 14.6, 2018: 14.3, 2017: 14.0, 2016: 14.0)
- iii) Ingreso financieros del activo financiero (U12M Set20: 1.9, 2019: 2.1, 2018: 2.4, 2017: 2.8, 2016: 3.1)

Fuente: CTO. Elaboración A&A.

En la misma línea, el ratio EBITDA / gastos financieros mantuvo la tendencia positiva, pasando de 1.9x a 2.7x entre el 2016 y 2019, y a 3.2x al cierre del año móvil a setiembre 2020.

CTO: Evolución de coberturas


Fuente: CTO. Elaboración Propia.

Para el 2020, la Clasificadora espera que CTO cierre con un EBITDA (US\$26.2 MM) menor comparado al 2019, toda vez que se espera que se retome el nivel promedio de gastos (US\$6.9 MM) dado el desarrollo de proyectos en el último trimestre del año. Adicionalmente, la mayor amortización de capital (año pico de SD), en línea con la amortización total del préstamo de CAF este año, reducirían el DSCR estimado a 1.16x, en nuestro escenario base.

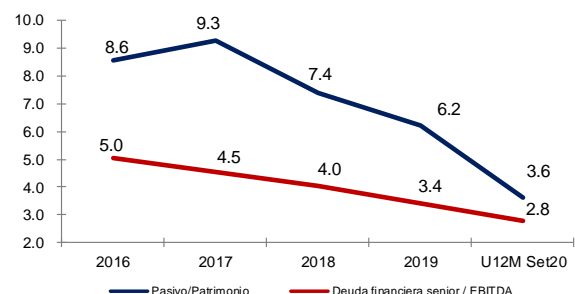
Por otro lado, la empresa logró revertir en este periodo las pérdidas contables acumuladas registradas debido a la incidencia de los gastos pre-operativos de la concesión, y las pérdidas contables por diferencia de cambio, por las cuales nunca había repartido dividendos hasta el 2020; además, entre el 2015 y el 2018 la empresa no había realizado amortizaciones de capital de la deuda subordinada. En dicha situación, la compañía ha destinado casi la totalidad de la caja generada, además del servicio de la deuda senior, a la acumulación de fondos.

Dichos fondos se destinaron, en parte, a reemplazar las cartas fianzas que respaldaban las cuentas reserva de la deuda garantizada (CAF y bonos corporativos). Así, durante el 2017 se cumplió con reemplazar la última carta fianza que respaldaba la cuenta reserva de los bonos en dólares (1era y segunda emisión), cumpliendo lo acordado con la entidad financiera. Así, en octubre del 2017 se liberó la carta fianza emitida por el BBVA Banco Continental, manteniendo CTO a la fecha todas sus cuentas reservas con efectivo.

En el 2019, CTO ha realizado pagos de capital e intereses a su vinculada por US\$0.5 MM. Al cierre de set-20, el total de caja acumulada ascendió a US\$25.9 MM, de los cuales US\$9.7 MM corresponden a las cuentas de reserva y US\$16.2 MM son de libre disponibilidad de CTO. En dicha línea, el ratio de cobertura incluyendo el total de la caja disponible (FCO + caja / SD) cubre en 3.0x el vencimiento corriente de la deuda, nivel mayor al 2.1x del 2019, manteniendo un nivel holgado.

La acumulación de fondos le otorga una buena flexibilidad financiera en un contexto en que la empresa tiene limitado acceso a nuevas fuentes de financiamiento debido a los problemas en los que se encuentra inmerso el grupo Odebrecht (rating RD por Fitch Ratings, julio 2020). Así, los fondos de libre disponibilidad por US\$16.2 MM (US\$11.4 MM a Dic19), permiten soportar una desviación de 153% (78.7% a Dic19) del O&M proyectado para el 2020, lo cual es poco probable debido a la baja complejidad en la operación, y a que en este tipo de proyectos no se espera desviaciones grandes en el O&M, salvo por eventos no recurrentes como el FEN del primer trimestre 2017.

Finalmente, es importante mencionar la evolución del endeudamiento, el cual ha mejorado en línea con la reducción de la deuda financiera según el cronograma de amortizaciones. Así, el ratio de endeudamiento pasó de 5.0x en el 2016, a 2.8x al cierre de setiembre 2020; mientras que el ratio pasivo/patrimonio ha pasado de 8.6x a 3.6x en los mismos periodos.

Evolución de endeudamiento


Fuente: CTO. Elaboración Propia.

Perspectivas económicas para el 2020

Desde marzo 2020 el entorno económico local y mundial cambió drásticamente a raíz de la crisis que viene

generando el COVID-19 a nivel mundial. De un crecimiento económico global y local esperado de 2.5% y 2.7%, respectivamente, pasamos a un escenario de recesión global con una caída mundial estimada de -5.6%, según FMI, y local de -13%, con sesgo a la baja según los estimados de Apoyo Consultoría.

Como parte de las medidas de prevención y para evitar la propagación del virus, diversos países paralizaron las actividades económicas y la movilización de la población, manteniendo estas a menores niveles, respecto al 2019, a lo largo del año.

No obstante, las empresas operadoras de infraestructura hidráulica mayor para la prestación de servicio de trasvase de agua se encuentra exceptuadas del régimen de emergencia decretado. En dicho contexto, CTO ha continuado realizando sus actividades de operación y mantenimiento con normalidad, a fin de asegurar la prestación continua del servicio.

Así, la Clasificadora no ha observado, ni prevé ningún impacto en la generación de CTO a raíz del COVID-19 y las medidas implementadas por el Gobierno peruano.

Cabe resaltar que, CTO ha implementado medidas internas (trabajo remoto para el personal de oficinas, variación en el calendario de trabajo del personal en campamento, entre otros) que permiten mantener la operación de manera exitosa priorizando la seguridad del personal, y que incluso han aportado a la disminución del O&M.

Proyecciones Financieras

Escenario base: considera el íntegro de la retribución por el servicio de trasvase, un ajuste anual de la RUB de 1.2% y de una desviación de 8% de los O&M proyectados por el cliente.

Escenario de stress: considera el íntegro de la retribución por el servicio de trasvase, un ajuste anual de la RUB de 0.6% y de una desviación de 15% de los O&M proyectados por el cliente.

La revisión de los flujos se realizó con información financiera a Set20, así como sobre la base del Presupuesto Anual 2020 y del Modelo Financiero Actualizado a noviembre 2020.

En el escenario base de A&A, CTO reportaría un Flujo Anual de Caja para el servicio de deuda de US\$24.3 MM en promedio, luego de cubrir impuestos, participaciones y capex de mantenimiento; mientras que, en el escenario sensibilizado, US\$23.2 MM.

Bajo estas consideraciones, se tiene que, bajo el escenario base, el ratio mínimo de cobertura de servicio de la deuda garantizada sería de 1.16x (2020) con un promedio de 1.34x. En el rating case (RC) la cobertura promedio baja a 1.27x con un mínimo de 1.13x (2020).

Resumen de resultados 2020-2025 actualizado a U12M Set-20

Deuda Senior	Escenario Base		Escenario RC	
	Min.	Promed.	Min.	Promed.
FCF / SD	1.16	1.34	1.13	1.27
LLCR*	1.34	1.62	1.29	1.55
DFS / EBITDA	2.83	2.02	2.92	2.10

*Incluyendo cuenta reserva.

Fuente: CTO / Elaboración Propia

Cabe recordar que en el 2020 se presenta el monto más alto de servicio de deuda anual dado que durante dicho año se tiene programado terminar de cancelar el préstamo CAF.

Por lo expuesto anteriormente y teniendo en cuenta las condiciones establecidas en el contrato Take or Pay, la predictibilidad de los flujos proyectados, la Garantía Soberana del Estado, y la adecuada liquidez de la empresa, Apoyo & Asociados ha ratificado el rating de AAA(pe) a las emisiones pertenecientes al Primer Programa de Bonos Corporativos CTO.

Resumen Financiero - Concesionaria Traslase Olmos

(Cifras en miles de US\$)

	U12M Set20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
	No Aud.	Aud. 2019	Aud. 2018	Aud. 2017	Aud. 2017
Rentabilidad					
EBITDA	27,825	27,117	25,358	25,544	24,133
Variación de EBITDA	2.6%	6.9%	-0.7%	5.8%	-1.1%
Mg. EBITDA	84.7%	83.7%	79.2%	81.5%	78.5%
FCF / Ingresos	91.4%	72.8%	78.3%	76.0%	64.6%
Cobertura					
Cobertura de intereses del FFO	2.3	1.9	2.3	2.3	2.1
EBITDA / Gastos financieros	3.2	2.7	2.5	2.1	1.9
EBITDA / Servicio de deuda**	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
Cobertura de cargos fijos del FFO	4.4	3.4	3.4	3.0	2.5
FCO neto / Servicio de deuda**	1.6	1.3	1.5	1.5	1.4
(FCO neto + Caja e Inversiones corrientes) / Servicio de deuda**	2.7	2.1	2.4	2.2	1.8
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda financiera <u>senior</u> total / EBITDA	2.8	3.4	4.0	4.5	5.0
Deuda financiera <u>senior</u> neta / EBITDA	1.9	2.7	3.2	3.9	4.7
Deuda financiera total / EBITDA	3.2	3.9	4.7	5.2	5.7
Deuda financiera senior total / Capitalización	67.9%	76.4%	75.7%	79.4%	79.7%
Costo de financiamiento estimado	10.3%	10.5%	9.9%	10.0%	10.2%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	19.7%	16.9%	12.6%	10.3%	9.0%
Pasivo / Patrimonio	3.6	6.2	7.4	9.3	8.6
Balance					
Activos totales	116,138	123,370	137,115	148,788	155,126
Caja e inversiones corrientes	25,905	21,067	20,969	17,584	9,396
Caja de Libre Disponibilidad (CLD)	19,597	11,378	11,388	8,288	3,679
Deuda financiera senior Corto Plazo	15,319	15,700	12,915	11,914	10,960
Deuda financiera senior Largo Plazo	62,339	77,361	89,611	104,072	110,804
Deuda financiera <u>senior</u> total	77,658	93,061	102,526	115,986	121,764
Deuda financiera subordinada	11,705	11,602	16,567	15,631	14,698
Deuda financiera total	89,363	104,663	119,094	131,618	136,462
Patrimonio Total	25,052	17,120	16,338	14,471	16,226
Capitalización	114,415	121,783	135,432	146,089	152,689
Flujo de caja					
Flujo generado por las operaciones (FFO)	29,988	23,722	25,177	24,215	19,139
Variación de capital de trabajo (Δ CT)***	153	-35	289	-324	841
Flujo de caja operativo (FCO)	30,141	23,687	25,466	23,891	19,980
Actividades de inversión	-140	-87	-388	-80	-103
Flujo de caja operativo neto	30,001	23,600	25,078	23,811	19,877
Δ Cuentas con relacionadas	31	-121	307	-313	1,661
Gastos financieros deuda senior	-5,766	-6,544	-7,236	-7,729	-7,805
Amortización de capital deuda senior	-13,459	-12,619	-11,584	-10,639	-9,766
Gastos financieros deuda subordinada OOL	-291	-1,760	0	0	0
Amortización de capital deuda subordinada OOL	-220	0	0	0	0
Otros financiamientos, netos	-4,140	-4,140	0	-4	-13
Otros ajustes	-1,539	1,682	-3,181	3,061	-514
Variación de caja	4,838	98	3,385	8,188	3,440
Resultados					
Ingresos*	32,832	32,403	32,012	31,331	30,749
Variación de Ventas	1.3%	1.2%	2.2%	1.9%	1.6%
Utilidad operativa (EBIT)	27,650	26,936	25,151	25,361	23,951
Gastos financieros	8,770	9,886	10,316	11,934	12,760
Resultado neto	5,255	773	1,648	-2,118	-2,641

*Ingresos: Se contabilizan en:

- Ingresos por operación y mantenimiento (U12M Set20: US\$15.7, 2019: US\$15.6, 2018: US\$15.2, 2017: US\$14.6, 2016: US\$13.7 MM).
- Ingresos por amortización de capital del activo financiero en concesión (U12M Set20: US\$15.3, 2019: US\$14.6, 2018: US\$14.3, 2017: US\$14.0, 2016: US\$14.0 MM).
- Ingresos por ingresos financieros del activo financiero en concesión (U12M Set20: US\$1.9, 2019: US\$2.1, 2018: US\$2.4, 2017: US\$2.8, 2016: US\$3.1 MM).

**Servicio de deuda = Gastos Fin. + Deuda Corto Plazo (incluye deuda subordinada de OOL)

EBITDA = EBIT (no incl. otros ingresos y egresos) + Deprec.+ Amort. O&M no incluye provisiones ni gastos devengados.

 CFO = Flujo de efectivo neto por actividades de operación. FFO = CFO + Δ CT

 Δ CT = Variación de "Cuentas por cobrar comerciales", "Cuentas por pagar comerciales" y "Existencias"

Fuente: CTO. Elaboración Propia.

Antecedentes

Emisor:	Concesionaria Trasvase Olmos S.A.
Domicilio legal:	Av. Víctor Andrés Belaúnde 280, Of. 403, San Isidro
RUC:	20509093521
Teléfono:	(511) 221-4050
Fax:	(511) 221-5964

Relación de directores

Oscar Eduardo Salazar Chiappe	Presidente del Directorio
Roger Fernando Llanos Correa	Vicepresidente
Erlon Arfelli	Director

Relación de ejecutivos

Alfonso Pinillos Moncloa	Gerente General
Karla Knize Estrada	Gerente de Administración y Finanzas
Ana Cecilia Rodríguez	Gerente Legal y Contractual
Antonio Araujo Villanueva	Gerente de Operación y Mantenimiento
Juan Soria Casaverde	Gerente de Sostenibilidad

Relación de accionistas (según derecho a voto)

Odebrecht Participações e Investimentos Ltda.	63.68%
Construtora Norberto Odebrecht S.A.	36.32%

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

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

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
Valores que se emitan en virtud del Primer Programa de Bonos Corporativos CTO	AAA (pe)
<i>Perspectiva</i>	<i>Estable</i>

Definiciones

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

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

(*) 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 0.0% 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.