

Concesionaria Traslase Olmos (CTO)

Resumen

Apoyo & Asociados (A&A) ratifica la clasificación de AAA (pe) a los Bonos emitidos por Concesionaria Traslase Olmos (CTO), y 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 Dic.22 fue US\$48.1 MM (Dic-21: US\$55.9 MM). Los bonos en dólares y el préstamo con CAF fueron cancelados en su totalidad en el 2020.

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 facturación anual durante 2019-2022: US\$32.4, 32.5, 33.4 y 36.5 MM, respectivamente. El salto de 9.1% en el 2022 se explica por la alta inflación americana que se experimentó en dicho año.

Garantía financiera soberana: El Estado peruano (BBB por *FitchRatings*, ratificado en abril 2023), 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\$406 k c/5 años); además, los gastos de operación y mantenimiento (O&M) suelen ser relativamente estables y se estiman en US\$6.5 MM anuales en promedio en los siguientes tres años (2022: US\$6.3 MM, 2021: US\$5.4 MM, 2020: US\$5.2 MM). En el 2020 y 2021, el O&M fue menor al promedio por los menores gastos logísticos relacionados a la limitada movilización por la pandemia, en el 2022 dicho gasto se ha normalizado. Así, el O&M de US\$6.3 MM estuvo muy en línea con el presupuesto. Cabe señalar que, desde el inicio de la operación, CTO ha cumplido con las entregas de agua en las condiciones establecidas en el contrato de concesión y según lo requerido por el GRL.

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

Con información financiera auditada a diciembre 2022.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 19/05/2023 y 30/11/2022.

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 el 23 de setiembre del 2025

Accionistas: NPI - Novonor Participações e Investimentos S.A. (63.7%) y CNO S.A. (36.3%)

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

Costo: US\$247 MM, de los cuales US\$184.8 millones 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) garantía parcial de CAF por US\$28 MM; iv) garantía soberana; v) fideicomiso de flujos; y, vi) cuenta de reserva por 6 meses de servicio de deuda (aprox. US\$9.2 MM).

Metodologías Aplicadas

Metodología Maestra de Clasificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (03-2022)

Analistas

Johanna Izquierdo
johannaizquierdo@aai.com.pe

T. (511) 444 5588

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 1.40x (2023-2025) con un mínimo de 1.23x en el 2024. Por su parte, el LLCR (*Long Life Coverage Ratio*) mínimo asciende a 1.58x.

En el *rating case*, se espera que el DSCR promedio ascienda a 1.33x, y un LLCR mínimo de 1.51x, los cuales se encuentran en línea para el *rating* actual tomando en cuenta la estabilidad y predictibilidad de los flujos (*availability Project*) y la garantía soberana.

El DSCR natural calculado por A&A ascendió a 1.33x, 1.23x, 1.50x, 1.68x y 1.42x para los años 2018-2022, respectivamente. Asimismo, el ratio de endeudamiento (Deuda Financiera / EBITDA) viene cayendo acorde con la amortización programada de la deuda senior, de 4.0x en el 2018, a 1.6x en el 2022.

Los adecuados ratios de cobertura han permitido que CTO acumule fondos líquidos, suficientes para reemplazar la carta fianza que respaldaba la cuenta de reserva por cash (US\$9.5 MM a Dic-22) y contar con caja de libre disponibilidad por US\$11.0 MM (US\$10.9 MM a Dic-21), luego de pagar dividendos por US\$5.8 MM. Así, el total de caja ascendió a US\$20.5 MM al cierre del 2022 (Dic-21: US\$19.0 MM).

Cabe señalar que la liquidez acumulada le otorga una buena flexibilidad financiera y permite mitigar el riesgo de limitado acceso a nuevas fuentes de financiamiento al que se encuentra expuesto CTO, a raíz de que su accionista Novonor (ex Odebrecht) fue sentenciado por actos de corrupción en Brasil, lo que deterioró seriamente su solvencia financiera. Así, los fondos de libre disponibilidad por US\$11.0 MM a diciembre 2022 permiten soportar una desviación de 63% del Budget de O&M aprobado para el 2023, 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 del 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 genera automáticamente una quiebra de la concesionaria. Finalmente, CTO es generadora de recursos y no tomadora de recursos del *Sponsor*, y dado que no se espera fuertes inversiones en el futuro, y por ende requerimiento de aportes adicionales, A&A considera que la débil situación financiera por la que atraviesa su accionista no genera un impacto negativo en la concesionaria.

¿Qué podría modificar 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 O&M (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 deuda subordinada con vinculada OOL

Durante el 2022, CTO amortizó US\$2.7 MM de capital e intereses de la deuda subordinada con OOL (*Odebrecht Overseas Ltd.*), cancelando así la totalidad de la misma.

Grupo Novonor habilitado para participar en todo proceso de contratación con el Estado peruano

El 3 de junio del 2022, la Concesionaria tomó conocimiento que la Corte Suprema de Justicia ratificó que las empresas del grupo Novonor (antes Odebrecht) están habilitadas para participar en todo proceso de contratación con el Estado peruano. Según la Concesionaria, esta ratificación confirma los alcances del Acuerdo de Colaboración y Beneficios que suscribió el accionista con el Estado en febrero 2019. 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, luego de cumplidos ciertos requisitos formales.

El grupo ha concluido el monitoreo externo independiente realizado por un periodo de tres años con la respectiva certificación del Sistema de Integridad de la compañía por el Departamento de Justicia de Estados Unidos y por el Ministerio Público Federal de Brasil.

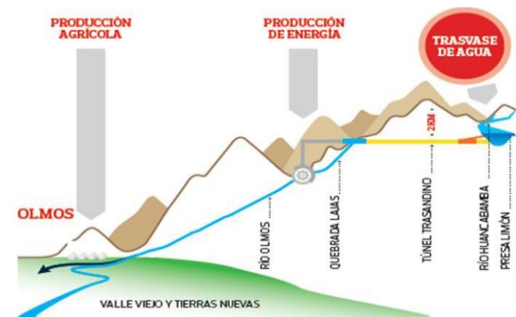
Asimismo, en línea con mejoras en el control interno, el grupo OEC ha conseguido la certificación ISO 37001:2016 *Anti-bribery Management System*, un estándar global para la gestión de sistemas antisoborno, que comprende todas las actividades de las empresas tanto en Brasil como en el extranjero.

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 Ago-12; ii) **Fase 2:** Generación hidroeléctrica 850 GWh/año (licitado a Sinersa); y, iii) **Fase 3:** Infraestructura de riego y puesta en valor de 38,000 ha. de tierras eriazas y mejoramiento de

5,500 ha. de tierras en Olmos, a cargo de H2Olmos. La operación de esta fase inició en Nov-14.

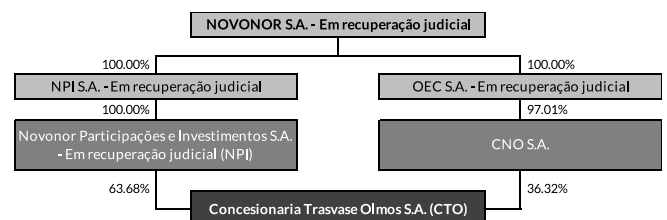


Fuente: CTO.

Emisor

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

La empresa pertenece al grupo Novonor (antes Odebrecht) a través de Novonor Participações e Investimentos – Em recuperação judicial (NPI), dedicada a las inversiones en concesiones con el 63.68% y CNO S.A. con el 36.32%.



Fuente: CTO. Elaboración propia.

Project Completion

La fase de construcción se inició en marzo 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. Los ingresos no percibidos en dicho periodo (US\$43.6 MM + IGV) fueron compensados por el Estado en el 2012; por su parte, el sobrecosto de US\$54 MM fue compensado parcialmente por el Estado (US\$5.7 MM), y el monto restante fue asumido por el Constructor.

¹ Promulgada por el Estado peruano en marzo 2018 para garantizar el pago de la reparación civil por actos de corrupción y salvaguardar la continuidad de los proyectos y/o concesiones, 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 alcances de la Ley; ii) autorización del MINJUS para la venta de los activos o las acciones de la persona jurídica; y, iii) limitaciones para realizar transferencias al exterior.

Las obras principales comprendieron: i) túnel trasandino 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 un volumen total de embalse de 37 Hm³.

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\$406 k c/5 años), y los gastos de operación y mantenimiento suelen ser relativamente estables.

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. Entre enero 2017 y diciembre 2022, estas operaron al 100%, a excepción del periodo comprendido entre el 26 de febrero y 05 de abril del 2017, debido a que se dejó de trasvasar agua por el túnel trasandino, debido a la abundancia de agua por las lluvias generadas por El Niño costero.

Existen factores externos que pueden afectar la infraestructura y operación del proyecto que escapan del control de CTO. Así, debido a procesos sedimentarios naturales que provienen del Río Huancabamba, al fenómeno El Niño y a la deforestación de la cuenca del río, el volumen útil de almacenamiento del Embalse Limón se ha reducido, de 27 Hm³ al inicio de la operación en agosto 2012, a 14 Hm³ a diciembre 2022 (-48%). Esta reducción no constituye un evento de incumplimiento de CTO, por lo que no existe posibilidad de penalidad ni contingencia por dicho motivo.

Según CTO, el Concedente está promoviendo el desarrollo del proyecto de Recrecimiento de la Presa Limón de 43 a 85 metros de altura, con lo cual la capacidad útil de embalse se incrementaría hasta 160 Hm³. El PEOT finalizó el estudio de prefactibilidad para el recrecimiento en febrero 2021. A la fecha, el Concedente está evaluando la elaboración de estudios complementarios.

En el 2022, CTO reportó gastos por O&M de US\$6.3 MM, monto ligeramente inferior con lo presupuestado por la compañía y la Clasificadora (US\$6.5 MM) y 17% por encima del 2021, debido a que en el 2021 se postergaron algunos proyectos por la poca movilidad, dadas las restricciones del Covid-19. Asimismo, durante el 2022 se realizó un reajuste por la inflación de los salarios. Es importante recordar que

los gastos de O&M suelen ser relativamente estables (US\$6.0 MM en promedio). Para el 2023 se tiene un Budget de US\$6.8 MM, +8% respecto del 2022 debido al reajuste por inflación de los salarios y la ejecución de proyectos.

Riesgo de Demanda:

Los ingresos del Concesionario se encuentran asegurados, por todo el periodo de operación de la Concesión, mediante un contrato tipo *Take or Pay* firmado con el GRL, el mismo que está garantizado en su totalidad por el Estado peruano, según garantía financiera soberana otorgada a CTO, y esta a su vez estuvo respaldada por la garantía parcial de la CAF (hasta Feb-25). 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	406.0
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. En el 2022, la RUB registró un promedio de US\$0.090/m³, superior en 8.9% a la registrada en el 2021 (US\$0.0827/m³), debido al incremento significativo de la inflación en Perú y EE. UU., así como a la ligera apreciación del sol respecto al dólar (TC).

Por lo anterior, la empresa presenta unos ingresos predecibles y relativamente estables, con una facturación neta anual promedio de US\$33.4 MM en el último quinquenio. Cabe señalar que el pago de la retribución es independiente de la disponibilidad del recurso hídrico y de la demanda efectiva por parte del GRL. Así, entre el periodo Ago-12 a 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 Nov-14, a cargo de su vinculada H2OImos, la entrega de agua se hace según la demanda de los clientes de H2OImos, mediante solicitud del GRL a CTO.

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.

- 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.

Calendario Mensual vs. Entrega Real

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Set	Oct	Nov	Dic	Vol. Anual	% contra to
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	406.0	
2014													5.7	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	25.9	26.1	34.3	384.5	94.7%
2021	36.3	37.7	35.4	30.2	38.1	30.6	32.1	34.9	29.1	35.2	31.4	37.3	408.2	100.5%
2022	36.2	35.6	37.4	36.1	38.6	35.7	31.0	35.7	28.2	30.7	27.3	26.09	398.7	98.2%

Fuente: CTO. Elaboración propia.

Como se puede observar, el volumen de entrega se ha ido incrementando anualmente (con excepción del 2017, que por el fenómeno El Niño se suspendió temporalmente el trasvase) hasta alcanzar un 100.5% de la cantidad contractual durante el 2021, superando por primera vez el volumen anual pactado. En el 2022, se entregó un menor nivel de agua equivalente al 98.2% del volumen contratado para dicho periodo, debido a la mayor disponibilidad del recurso hídrico por las intensas lluvias registradas en la región norte.

Cabe señalar que la infraestructura no ha sufrido daños, y la concesionaria viene activando planes de contingencia para afrontar un posible Niño a finales del 2023.

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 *oquita* (el cual considera el cofinanciamiento del Estado).

Fuentes (US\$ MM)		Usos (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 Novonor	20.0		
Total	247.0	Total	247.0

Fuente: CTO. Elaboración propia.

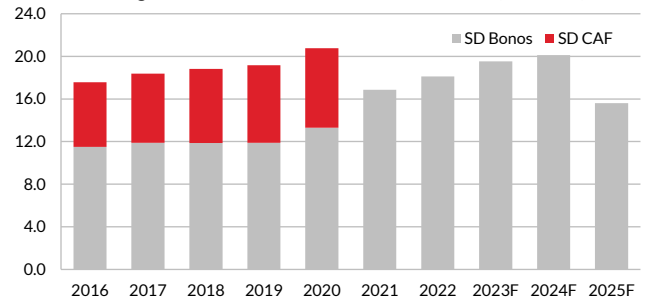
Los Bonos CTO fueron colocados en marzo 2006. El saldo de los bonos en circulación ascendió a US\$48.1 MM a Dic-22 (US\$55.9 MM a Dic-21).

Emisión	Monto (MM)	Tasa	Plazo (años)	Redención	Periodo de gracia
Tercera	S/ 135.0	VAC + 6.625%	19.5	8-Set-25	14.5 años
Cuarta	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, el 15 de diciembre del 2020 se realizó el pago de la última cuota, con lo cual fue cancelado en su totalidad. Cabe resaltar que los bonos y el préstamo CAF constituían el endeudamiento garantizado.

Entre el 2023-2025, el servicio de deuda anual promedio asciende a US\$18.4 MM. El pico en el 2020 (US\$20.8 MM), se explicó por el vencimiento del préstamo CAF y de la primera y segunda emisión de los bonos corporativos.

Cronograma de Servicio de Deuda Garantizada (US\$ MM)


Fuente: CTO. Elaboración propia.

En Oct-10, CTO adquirió una deuda subordinada por US\$20 millones con una empresa afiliada del accionista (*Odebrecht Overseas Ltd.*), con el fin de cubrir descalces entre el flujo de ingresos y las obligaciones financieras de CTO ante el retraso en el inicio de operaciones. En el 2022, se terminó de pagar los intereses y el capital de este préstamo, con lo cual la Concesionaria ya no cuenta con esta deuda subordinada. De esta manera, al cierre del 2022, el total del financiamiento de CTO asciende a US\$48.1 MM (Dic-21: US\$58.5 MM).

Garantías de la Estructura:

Las garantías de la deuda senior (por un máximo de US\$155 millones), cuya ejecución se rige bajo el Contrato Marco de Garantías, 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, es Citibank del Perú S.A.

Garantía Parcial de la CAF:

El MEF solicitó a la 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 MM (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-25) y el costo anual de la misma asciende a 2.2% anual equivalente a US\$616,000.

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 (AP), 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.

El monto de la Garantía no excederá lo siguiente:

I. Pagos por Retribución	
Retribución	Hasta por US\$ 401.33 millones + IGV.
II. Pagos por terminación anticipada	
Endeudamiento	Hasta US\$ 145 millones + intereses.
Aporte de Capital	Hasta US\$ 20 millones, que corresponden al aporte de capital de CTO (incluyendo deuda subordinada).

Fuente: CTO. Elaboración propia.

En opinión de la Clasificadora, un eventual impago a los 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 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. Si bien la deuda con CAF se terminó de cancelar en diciembre 2020, la garantía financiera del Estado permite que la Clasificadora considere que el riesgo de contraparte del pago de la Retribución por la Prestación de Servicio sea igual al *rating* del soberano (BBB por *FitchRatings*, ratificado en abril 2023), siendo este el cap del *rating* de los bonos.

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) según 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, y sus accionistas son: Credicorp (45%), Interbank (35%) y Scotiabank (20%). Al cierre del 2022, La Fiduciaria registró activos por S/ 26.7 MM (S/ 25.0 MM a dic. 2021), pasivos por S/ 5.8 MM (S/ 5.6 MM a dic. 2021) y un patrimonio neto de S/ 20.9 MM (S/ 19.3 MM a dic. 2021). Asimismo, durante 2022, tuvo una utilidad neta de S/ 16.7 MM (S/ 14.9 MM a dic. 2021).

Resguardos:

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

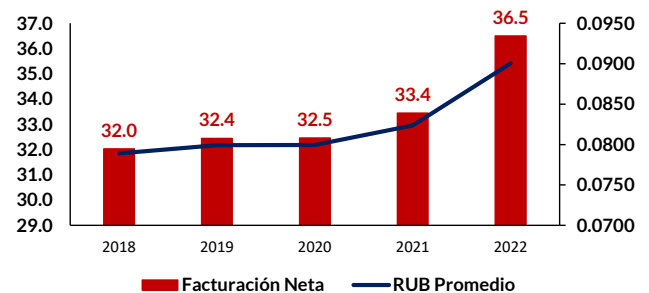
Desde el inicio de las operaciones hasta marzo 2020, CTO no había repartido dividendos, debido a que presentaba pérdidas contables acumuladas. Al revertirse esta situación, en marzo 2021 se acordó distribuir dividendos por primera vez por US\$3.4 MM, y por US\$5.8 MM en marzo 2022. CTO ha reportado un *DSCR* natural promedio de 1.44x entre el periodo 2018 - 2021, y de 1.42x en el 2022 (1.57x según covenant).

Desempeño Histórico

Los ingresos de CTO suelen ser estables según el contrato *Take or Pay*. Así, entre el 2018 y 2022, la facturación neta por el servicio alcanzó un promedio anual de US\$33.4 MM.

En el 2022, los ingresos mostraron un salto importante de 9.1% debido al incremento de la RUB promedio. En tal contexto, la facturación neta fue de US\$36.5 MM. Cabe resaltar que la Clasificadora esperaba que los ingresos alcancen los US\$33.8 MM para el cierre del 2022, en un escenario conservador.

RUB Promedio (US\$) vs. Facturación (US\$ MM)



Fuente: CTO. Elaboración Propia.

En cuanto a los gastos operativos, en los últimos años se presentaron desviaciones debido a eventos extraordinarios. Durante el 2018 se registró gastos de US\$6.7 MM, dado que El Niño costero 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 2020 y 2021, CTO incurrió en menores gastos (US\$5.2 MM y US\$5.4 MM, respectivamente), debido a las medidas de inmovilización implementadas por el gobierno para contener la propagación del coronavirus, con lo cual se adoptó el trabajo remoto y se postergaron actividades programadas para dichos años.

En el 2022, se registró un incremento de 17% del gasto operativo a US\$6.3 MM, ligeramente por debajo de lo

presupuestado por CTO. Este incremento se explica principalmente por el mayor gasto en sueldos en línea con la inflación, por una multa tributaria, por el mayor gasto en participación de trabajadores y la ejecución de proyectos que se habían postergado en el 2021 por las restricciones propias de la pandemia.

En dicho contexto, el EBITDA calculado por A&A ascendió a US\$29.7 MM al cierre del 2022, con un margen de 81.5%. Cabe resaltar que el EBITDA superó lo proyectado por la Clasificadora (US\$27.3 MM), debido a los mayores ingresos por el ajuste de la RUB.

Respecto al gasto por intereses, CTO registró un gasto de US\$8.4 MM al cierre del 2022, nivel superior a lo incurrido en el 2021 (US\$8.1 MM) dado el mayor ajuste por inflación. Cabe señalar que en Set-20 se realizó la cancelación total de la Primera y Segunda Emisión de bonos corporativos, y en Dic-20 se canceló el préstamo con CAF.

Por otro lado, CTO mantiene deuda en soles; sin embargo, dado que la moneda funcional de la empresa es el dólar americano, al realizar la conversión se genera pérdida o ganancia cambiaria en función al movimiento del tipo de cambio. Así, en el 2022 se observó una pérdida por diferencia por tipo de cambio de US\$2.7 MM, versus una ganancia de US\$4.7 MM registrada en el 2021.

Finalmente, el resultado neto de CTO a Dic-22 cerró en US\$1.3 MM, siendo menor a lo registrado en el 2021 (US\$6.4 MM) debido a la pérdida cambiaria, a los mayores gastos financieros y a los mayores gastos por O&M, los cuales no pudieron ser compensados por los mayores ingresos.

Análisis de flujo de caja y ratios financieros

Los mayores ingresos durante el 2022 aumentaron el EBITDA de CTO (+8.5%). No obstante, el ajuste de impuestos redujo la generación de caja libre de CTO, la cual cerró en US\$25.8 MM (vs. US\$28.5 MM en el 2021).

Desempeño Financiero CTO

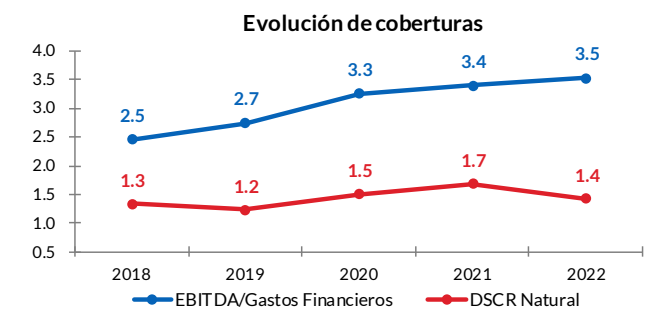
US\$ 000	2018	2019	2020	2021	2022
RUB (\$)	0.079	0.080	0.080	0.082	0.090
Crecimiento RUB	2.1%	1.3%	0.0%	3.0%	9.1%
Ingresos ¹	32,032	32,443	32,458	33,444	36,497
Gastos operativos	-21,217	-20,136	-20,379	-20,941	-22,130
D & A	14,543	14,810	15,174	14,895	15,375
EBITDA	25,358	27,117	27,253	27,399	29,743
Margen EBITDA %	79.2%	83.6%	84.0%	81.9%	81.5%
Δ Capital de trabajo	289	-35	13	-37	13
Otros ajustes	398	-3,465	4,154	1,107	-3,930
Flujo de caja operativo (CFO)	25,466	23,687	31,394	28,543	25,800
Capex	388	87	128	117	44
Flujo de Caja Libre (FCF)	25,078	23,600	31,266	28,426	25,756
Deuda Financiera Senior (DFS)	102,526	93,061	72,216	55,910	48,088
Servicio DFS	18,820	19,162	20,775	16,873	18,114
Dividendos comunes	0	0	0	3,443	5,765
DSCR Natural	1.33	1.23	1.50	1.68	1.42
DSCR Covenant	1.23	1.36	1.32	1.55	1.57
DFS / EBITDA	4.04	3.43	2.65	2.04	1.62
Garantía Parcial CAF	28,000	28,000	28,000	28,000	28,000
Servicio Bonos (SB)	11,871	11,897	13,295	16,873	18,114
GP / SB	2.36	2.35	2.11	1.66	1.55

¹ Ingresos = 406 Hm³ * Remuneración Unitaria Básica (RUB), ajustada mensualmente.

Fuente: CTO. Elaboración propia.

El mayor servicio de DFS producto del reajuste por VAC y la menor generación de caja, incidieron en una caída del DSCR de 1.68x en el 2021 a 1.42x, en el 2022, y por debajo de lo esperado por CTO (1.67x), y por la Clasificadora en su escenario base (1.46x).

A pesar de lo anterior, el ratio EBITDA / Gastos Financieros mejoró ligeramente, pasando de 3.4x a 3.5x entre el 2021 y el 2022.

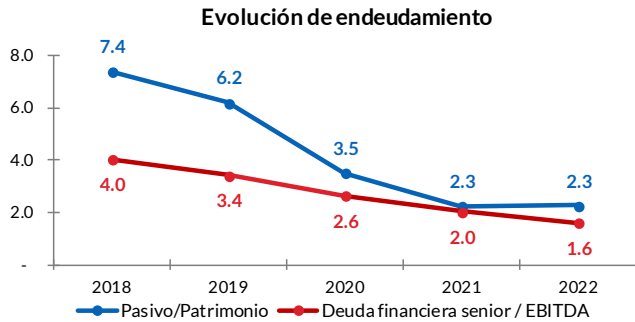


Fuente: CTO. Elaboración Propia.

Al cierre del 2022, el total de caja ascendió a US\$20.5 MM (US\$19.0 MM a dic. 2021), de los cuales US\$9.5 MM corresponden a las cuentas de reserva y US\$11.0 MM son de libre disponibilidad para CTO. Por lo tanto, el ratio de cobertura incluyendo el total de la caja disponible (FCO + caja / SD) cubre en 2.2x el vencimiento corriente de la deuda, nivel menor al 2.6x del 2021, debido al mayor vencimiento corriente, pero manteniendo una liquidez holgada.

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

Novonor. Así, los fondos de libre disponibilidad por US\$11.0 MM (US\$10.9 MM a Dic-21) permiten soportar una desviación de 63% (67% a Dic-21) del O&M proyectado para el 2023 (US\$6.8 MM), la cual es poco probable debido a la baja complejidad en la operación.



Finalmente, es importante mencionar la evolución del endeudamiento, el cual ha mejorado en línea con la reducción de la deuda financiera. Así, el ratio de endeudamiento pasó de 4.0x en el 2018, a 1.6x al cierre del 2022; mientras que el ratio Pasivo/Patrimonio ha pasado de 7.4x a 2.3x en el mismo periodo.

Proyecciones Financieras

Escenario base: considera el íntegro de la retribución por el servicio de trasvase, un ajuste anual de la RUB de 2.6% y una desviación de 6% de los O&M proyectados por CTO.

Escenario *rating*: considera el íntegro de la retribución por el servicio de trasvase, un ajuste anual de la RUB de 1.8% y una desviación de 12% de los O&M proyectados por CTO.

En el escenario base, CTO reportaría un Flujo Anual de Caja para el servicio de deuda de US\$25.3 MM en promedio, luego de cubrir impuestos, participaciones y capex; mientras que, en el escenario sensibilizado, US\$24.0 MM.

Bajo estas consideraciones, se tiene que, en el escenario base, el ratio mínimo de cobertura de servicio de la deuda garantizada sería de 1.23x (2024) con un promedio de 1.40x y un LLCR mínimo de 1.58x. En el escenario *rating*, la cobertura promedio baja a 1.33x con un mínimo de 1.17x y un LLCR mínimo de 1.51x.

Resumen de resultados 2023-2025

	Escenario Base		Escenario RC	
	Min.	Promed.	Min.	Promed.
Deuda Senior				
FCF / SD	1.23	1.40	1.17	1.33
LLCR*	1.58	1.87	1.51	1.80
DFS / EBITDA	1.08	0.52	1.11	0.53

**Incluyendo cuenta reserva.*

Fuente: CTO / Elaboración Propia

Resumen Financiero - Concesionaria Trasvase Olmos
(Cifras en miles de US\$)

	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Rentabilidad						
EBITDA ¹	29,743	27,399	27,253	27,117	25,358	25,543
Variación de EBITDA	8.6%	0.5%	0.5%	6.9%	-0.7%	5.8%
Mg. EBITDA	81.5%	81.9%	84.0%	83.6%	79.2%	81.4%
FCF / Ingresos	70.6%	85.0%	96.3%	72.7%	78.3%	75.9%
Cobertura						
Cobertura de intereses del FFO	2.0	2.0	2.3	1.9	2.3	2.3
EBITDA / Gastos financieros	3.5	3.4	3.3	2.7	2.5	2.1
EBITDA / Servicio de deuda ²	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
Cobertura de cargos fijos del FFO	4.1	4.5	4.8	3.4	3.4	3.0
FCO neto / Servicio de deuda ²	1.4	1.7	1.8	1.3	1.5	1.5
(FCO neto + Caja e Inversiones corrientes) / Servicio de de	2.2	2.6	2.8	2.1	2.4	2.2
CFO / Inversión en Activo Fijo	587.3	243.9	245.5	272.1	65.6	298.5
Estructura de capital y endeudamiento						
Deuda financiera <u>senior</u> total / EBITDA	1.6	2.0	2.6	3.4	4.0	4.5
Deuda financiera <u>senior</u> neta / EBITDA	0.9	1.3	1.8	2.7	3.2	3.9
Deuda financiera total / EBITDA	1.6	2.1	3.0	3.9	4.7	5.2
Deuda financiera senior total / Capitalización	68.3%	65.5%	68.4%	76.4%	75.7%	79.4%
Costo de financiamiento estimado	16.2%	12.6%	10.1%	10.5%	9.9%	10.0%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	34.4%	24.4%	18.8%	16.9%	12.6%	10.3%
Pasivo / Patrimonio	2.3	2.3	3.5	6.2	7.4	9.3
Balance						
Activos totales	73,110	87,084	107,384	123,370	137,115	148,788
Caja e inversiones corrientes	20,528	19,011	22,890	21,067	20,969	17,584
Caja de Libre Disponibilidad (CLD)	11,008	10,854	13,919	11,376	11,388	8,288
Deuda financiera senior Corto Plazo	16,539	13,632	13,591	15,700	12,915	11,914
Deuda financiera senior Largo Plazo	31,548	42,278	58,626	77,361	89,611	104,072
Deuda financiera <u>senior</u> total	48,088	55,910	72,216	93,061	102,526	115,986
Deuda financiera subordinada	0	2,633	9,498	11,602	16,567	15,631
Deuda financiera total	48,088	58,543	81,714	104,663	119,094	131,618
Patrimonio Total	22,284	26,788	23,825	17,120	16,338	14,471
Capitalización	70,372	85,331	105,539	121,783	135,432	146,089
Flujo de caja						
Flujo generado por las operaciones (FFO)	25,787	28,580	31,382	23,722	25,177	24,215
Variación de capital de trabajo (Δ CT) ³	13	-37	13	-35	289	-324
Flujo de caja operativo (CFO)	25,800	28,543	31,394	23,687	25,466	23,891
Actividades de inversión	-44	-117	-128	-87	-388	-80
Flujo de caja operativo neto	25,756	28,426	31,266	23,600	25,078	23,811
Gastos financieros deuda senior	-3,533	-4,171	-5,463	-6,544	-7,236	-7,729
Amortización de capital deuda senior	-14,580	-12,702	-15,312	-12,618	-11,584	-10,639
Gastos financieros deuda subordinada OOL	-82	-638	-749	-4,140	0	0
Amortización de capital deuda subordinada OOL	-2,610	-6,762	-2,151	-1,760	0	0
Dividendos comunes	-5,765	-3,443	0	0	0	0
Otros financiamientos, netos	0	0	0	0	0	-4
Variación de caja	-814	710	7,591	-1,462	6,258	5,439
Resultados						
Ingresos ⁴	36,497	33,444	32,458	32,443	32,032	31,386
Variación de Ingresos	9.1%	3.0%	0.0%	1.3%	2.1%	2.8%
Utilidad operativa (EBIT)	14,368	12,503	12,079	12,307	10,815	11,366
Gastos financieros	8,431	8,076	8,364	9,886	10,316	11,934
Resultado neto	1,261	6,405	6,660	773	1,648	-2,118

¹ EBITDA = EBIT (no incl. otros ingresos y egresos) + Deprec.+ Amort. O&M no incluye provisiones ni gastos devengados.

² Servicio de deuda = Gastos Fin. + Deuda Corto Plazo (incluye deuda subordinada de OOL)

³ Δ CT = Variación de "Cuentas por cobrar comerciales", "Cuentas por pagar comerciales" y "Existencias"

⁴ Ingresos = 406 Hm³ * Remuneración Unitaria Básica (RUB), ajustada mensualmente.

 RUB Promedio (US\$ / Hm³) 2022: 0.0900, 2021: 0.0827, 2020: 0.0800, 2019: 0.0800, 2018: 0.0789, 2017: 0.0773.

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

Antecedentes

Emisor:	Concesionaria Trasmase 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

Luiz Martins Gordilho Nieto	Presidente del Directorio
Roger Fernando Llanos Correa	Vicepresidente
Javier Ramón Chumán Rojas	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

Novonor Participações e Investimentos S.A. – Em recuperação judicial	63.68%
CNO 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.