



# Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

## NORVIAL S.A.

Lima, Perú

### Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 31 de mayo de 2018

#### Contacto:

(511) 616 0400

Maria Luisa Tejada

Analista Senior

[mtejada@equilibrium.com.pe](mailto:mtejada@equilibrium.com.pe)

Claudia Pérez

Analista

[cperez@equilibrium.com.pe](mailto:cperez@equilibrium.com.pe)

\*Para la definición de la categoría y la clasificación anterior remitirse al Anexo I.

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.equilibrium.com.pe>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017, así como los Estados Financieros Intermedios al 31 de marzo de 2017 y 2018 de Norvial S.A. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de clasificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

**Fundamento:** Luego de la evaluación realizada, el Comité de Clasificación de Equilibrium resolvió mantener la categoría AA.pe a la Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Norvial (en adelante Norvial o la Compañía).

La clasificación otorgada se sustenta en la estabilidad y predictibilidad observada en los ingresos por recaudación de los peajes que se deriva de los términos y condiciones del Contrato de Concesión del tramo Ancón – Huacho – Pativilca de la carretera Panamericana Norte, el cual, al ser la única salida hacia el norte de Lima, posee la característica de monopolio natural. Suma a lo anterior, la tendencia creciente que presentan los ingresos por recaudación de peajes desde el inicio de la Concesión hasta la fecha de corte de análisis, el cual recoge el mayor número de ejes, así como el alza sostenida en la tarifa, la cual pasó de S/6.27 a S/6.36 (sin incluir IGV) en julio de 2017. La evaluación considera además la trayectoria de la Concesionaria, cuya operación y mantenimiento de la Concesión se extiende por más de 14 años. Del mismo modo, se incorpora el grado de avance de la Segunda Etapa, la cual se encuentra en un 93.37% al primer trimestre de 2018, y cuya fecha de finalización está programada para el 31 de marzo de 2019. Sobre esto último es de recordar que las obras que aún se encuentran pendientes de ejecución son consecuencia de la dificultad de liberar predios por parte del Concedente. Al respecto, el 28 de abril de 2017, Norvial remitió al Concedente con copia a OSITRAN, el proyecto de Adenda N°5, siendo el mismo aprobado, luego de varias modificaciones, el 29 de diciembre de 2017. De este modo, se incorpora al Contrato de Concesión las definiciones de Acta de Recepción de las Obras Complementarias y/u Obras Nuevas, y de Interferencias, con lo cual las partes pueden suscribir actas de recepción

### Instrumento

Bonos Corporativos

### Clasificación\*

AA.pe

por la ejecución de cada una de estas. Es así que el 8 de enero de 2018 se firma el acta de recepción del 88.77% de las obras, entrando las mismas en servicio el 23 de enero del presente ejercicio. En línea con lo anterior, cabe indicar que el 18 de mayo de 2018 el Ingeniero Independiente certificó la conclusión del Periodo de Restricción dándose por concluido el Convenio de Respaldo Financiero de los accionistas para cubrir potenciales sobrecostos.

La categoría de riesgo asignada recoge a su vez la estructura de garantías del Programa, las cuales incluyen la Hipoteca sobre la Concesión, el Fideicomiso de Flujos sobre los peajes recaudados, las Garantías Mobiliarias sobre las acciones del Concesionario y la Cesión de Derechos del Contrato de Construcción. Del mismo modo, se considera favorable que la emisión de bonos sea considerada Endeudamiento Garantizado Permitido, dado que, de acuerdo a su definición en el Contrato de Concesión, en caso se dé la caducidad de la Concesión o la resolución del Contrato, el Concedente -previa opinión del Supervisor- deberá pagar a los Acreedores Permitidos un monto igual a la suma que la Compañía adeude a los bonistas. Dicho pago es una obligación independiente y no está sujeta a condición o restricción alguna y deberá realizarse dentro de los 12 meses siguientes de declarada la resolución del Contrato o la caducidad de la Concesión; sin embargo, se debe indicar que el pago estará sujeto al presupuesto del Estado Peruano.

Por otro lado, limita a Norvial contar con una mayor clasificación, la política de dividendos que mantiene, la misma que le permite repartir hasta el 100% de las utilidades de libre disposición siempre y cuando: (i) no se genere un Evento de Incumplimiento (EDI) de obligaciones, un Evento Sustancialmente Adverso (ESA); o, (ii) que dicha repartición de dividendos resulte en un EDI o un ESA; o,

(iii) que la distribución resulte en un ratio de apalancamiento (deuda financiera / patrimonio neto) mayor a 4.0 veces. En ese sentido, se debe resaltar que, si bien la Compañía no ha repartido el porcentaje máximo permitido, la distribución de la totalidad de los resultados acumulados podría impactar sus indicadores de endeudamiento, considerando que la emisión de bonos corporativos por S/365.0 millones vence en el año 2027.

Es relevante mencionar que Graña y Montero S.A.A., accionista principal de Norvial, ha sido incorporada como tercero civilmente responsable a la investigación realizada por el Ministerio Público derivado de la participación de dicha empresa y de sus relacionadas en proyectos junto con empresas del Grupo Odebrecht (tres concesiones y dos obras públicas contratadas con el Estado Peruano). A raíz de lo anterior, Graña y Montero realizó una investigación interna de los proyectos mencionados para determinar algún posible impacto en sus estados financieros concluyendo, de acuerdo a lo mencionado en Hecho de Importancia de Graña y Montero del 2 de noviembre de 2017, que no se han identificado evidencias que lleven a concluir que alguno de los directores, presentes o pasados, ejecutivos o empleados de la Compañía, hayan tenido conocimiento o participado en algún acto de corrupción o soborno a funcionarios públicos en los referidos proyectos. Como resultado de lo anterior, se dio

por terminado el contrato de auditoría celebrado con Gaviglio Aparicio y Asociados S. Civil de R. L., miembro de Price Waterhouse Coopers International Ltd., para la auditoría del ejercicio 2016, designando dicha tarea a Moore Stephens Perú – Vizcarra y Asociados S. Civil de R. L., situación que conllevó a que los estados financieros consolidados del ejercicio 2016 de Graña y Montero estén listos recién en mayo del presente ejercicio.

Si bien Norvial no es una de las concesiones que están siendo investigadas, sus Estados Financieros Auditados del 2016 presentaron una opinión calificada de los auditores dado que no se pudo estimar un potencial impacto de la investigación, siendo dicho asunto tratado como énfasis por los auditores del periodo 2017. De acuerdo a lo señalado por la Gerencia del Concesionario, y de acuerdo a la información recibida del accionista mayoritario, el resultado de la ejecución de las investigaciones antes mencionadas no tendría impacto en los estados financieros de la Concesionaria, considerando que no existe sobre ella ningún proceso o investigación legal.

Por último, Equilibrium seguirá la evolución de los resultados de Norvial, así como el avance de obra y el cumplimiento del nuevo cronograma de plazos establecido, comunicando oportunamente al mercado cualquier variación en el nivel de riesgo actual de la Compañía.

#### **Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento en la Clasificación**

- Mayor y sostenido crecimiento de la recaudación por peajes.
- Menores niveles de apalancamiento contable y financiero.
- Implementación de una política de capitalización de utilidades.

#### **Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución en la Clasificación**

- Cambios a los contratos de las garantías que respaldan la emisión de bonos corporativos.
- Reducción del tránsito en la carretera que conlleve a una disminución relevante de los ingresos por peajes.
- Incumplimiento de resguardos financieros.
- Incremento en costos que impacten negativamente los resultados del Concesionario.
- Construcción de una autopista alterna que genere una reducción en el tráfico.
- Sustitución del operador o concesionario de la carretera que conlleve un deterioro de la operación.
- Restricción en acceso a líneas de crédito bancarias.

#### **Limitaciones encontradas durante el proceso de evaluación**

- Ninguna.

## MARCO DESCRIPTIVO

### El Concesionario: Norvial S.A.

El Concesionario se constituyó el 18 de octubre de 2002 con el único propósito de dedicarse a la gestión de la Concesión del tramo vial “Ancón – Huacho – Pativilca” de la carretera Panamericana Norte (Red Vial N°5 o la Concesión) desde el 15 de enero del 2003 hasta el 15 enero de 2028.

Las actividades comprendidas dentro del Contrato de Concesión (el Contrato) son la construcción, rehabilitación, mejoramiento, administración, operación, explotación, prestación, conservación y mantenimiento del tramo vial. De igual manera, el Contrato incluye la prestación de todo tipo de servicios adicionales obligatorios y/u opcionales, previa autorización del Organismo Supervisor de la Inversión en Infraestructura de Transporte de Uso Público (OSITRAN).

### La Concesión: Red Vial N° 5

La descripción de la Concesión se detalla en el Anexo IV.

### Quinta Adenda al Contrato de Concesión

El 28 de abril de 2017, Norvial remitió al Concedente con copia a OSITRAN, el proyecto de Adenda N°5, en la cual propone incorporar las definiciones de Acta de Recepción de las Obras Complementarias y/u Obras Nuevas y de Interferencias, con la finalidad de que las partes puedan suscribir actas de recepción por la ejecución de cada una de las Obras Complementarias y/u Obras Nuevas en vez de la entrega total de la Segunda Etapa. El 29 de diciembre de 2017 se firmó la Adenda N°5, la cual tiene por objeto: (i) permitir la recepción parcial de las obras de la segunda etapa, así como la recepción parcial de las obras nuevas o complementarias, (ii) posibilitar la ejecución efectiva de las obras derivadas de los pedidos de modificación del expediente técnico de la segunda etapa, en virtud de la Adenda N°4, y, (iii) permitir la colaboración de Norvial en gestiones específicas relacionadas a la liberación de terrenos e interferencias.

En ese sentido, el 8 de enero de 2018 OSITRAN, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y Norvial firmaron el acta de recepción de obras por 88.77%, el cual incluye 57 km de la segunda calzada Huacho – Pativilca, los intercambios viales Medio Mundo, San Nicolás, Barranca y Huaura y los puentes sobre los ríos Huaura, Pativilca y Supe. Asimismo, se dio la conclusión del Periodo de Restricción habiendo recibido la certificación por parte del Ingeniero Independiente.

### Grupo Económico

#### Graña y Montero S.A.A.

Constituida el 12 de agosto de 1996, Graña y Montero S.A.A. es la matriz del Grupo Graña y Montero (el Grupo), siendo su actividad principal efectuar inversiones en empresas afiliadas y subsidiarias. Asimismo, presta servicios de asesoría estratégica, financiera, gerencial y comercial a dichas empresas.

El Grupo es un conglomerado de empresas cuyas operaciones comprenden actividades en los segmentos de ingeniería y construcción, infraestructura (propiedad y operación de concesiones públicas), negocios inmobiliarios y servicios

técnicos, entre otros.

### JJC Contratistas Generales S.A.

La empresa, perteneciente al Grupo JJC, se dedica al desarrollo de proyectos de ingeniería y construcción, donde destacan obras de minería, hidráulicas, hidroenergéticas, viales, de movimiento de tierras, edificación industrial, edificación urbana, hidrocarburos y montajes electromecánicos, entre otras.

### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, el Directorio y la Plana Gerencial de Norvial se presentan en el Anexo II.

Es de indicar que, el 31 de mayo de 2017, se designó como Gerente General a Rafael Haneda Hueda.

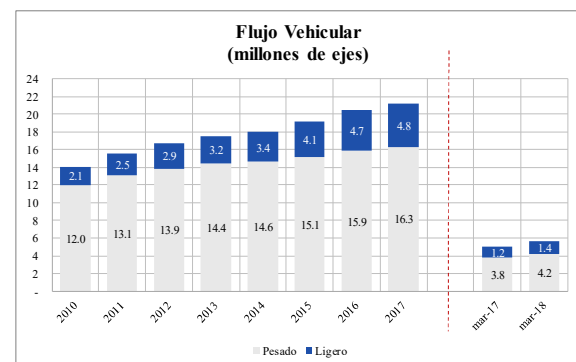
## MARCO REGULATORIO DE LA CONCESIÓN

Para mayor información sobre los antecedentes y la explotación de la Concesión, la resolución del Contrato, el financiamiento del Proyecto y las garantías de la emisión de bonos corporativos, referirse al Anexo V del presente informe.

## PERIODO DE OPERACIÓN

### Desempeño Histórico de la Carretera

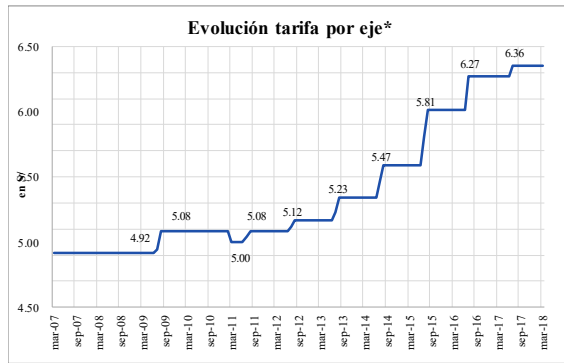
El flujo vehicular mantiene una tendencia creciente a lo largo de los periodos analizados, observándose que el número de ejes presenta un CAGR<sup>1</sup> desde el inicio de la Concesión hasta el 2017 de 10.79%. Del mismo modo, se aprecia que al primer trimestre de 2018 continúa dicho crecimiento, toda vez que el flujo vehicular pasa en los últimos 12 meses de 5.02 millones de ejes a 5.61 millones (+11.67%). Al respecto, es de indicar que el mayor dinamismo en el crecimiento del flujo vehicular responde a que en el año 2018, los feriados de Semana Santa fueron en el mes de marzo, mientras que en el 2017 fueron en abril.



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

En relación a la tarifa por eje, esta presenta un crecimiento continuo desde el inicio de la Concesión, de acuerdo a los términos y condiciones estipulados en el mismo. A la fecha del presente informe, la tarifa se mantiene en S/6.36 sin IGV por eje, siendo el último incremento realizado en julio de 2017 (tarifa anterior S/6.27 sin IGV por eje).

<sup>1</sup> Tasa Anual Compuesta de Crecimiento, de las siglas en inglés de Compound Annual Growth Rate.



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium  
(\* ) Tarifa no incluye IGV

En línea con lo antes detallado, la recaudación por peaje (sin considerar el IGV) ostenta un crecimiento sostenido, tal como se observa en el siguiente gráfico. De este modo, la recaudación al cierre del ejercicio 2017 totaliza S/133.7 millones, presentando un crecimiento anual de 6.07%, mientras que al 31 de marzo de 2018 asciende a S/35.7 millones (+13.18% interanual).



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium  
(\* ) No incluye IGV ni pagos realizados por adelantado por la venta de vales pre-pago

### Contratos de Operación y Mantenimiento

Para realizar las actividades de operación de la infraestructura vial e instalaciones del tramo Ancón – Huacho – Pativilca y las labores de mantenimiento de la misma, el Concesionario firmó contratos con las siguientes empresas:

#### Concar S.A.

Empresa perteneciente al Grupo Graña y Montero S.A.A. y constituida en el año 1994 con la finalidad de dedicarse a la operación, conservación y gestión de infraestructura. El Concesionario y Concar firmaron un contrato de operación y mantenimiento rutinario el 15 de enero de 2003. Mediante el contrato en mención y su adenda firmada el 29 de abril de 2005, Concar operará la carretera de la Concesión por un plazo de 15 años renovables automáticamente por periodos de 5 años.

#### Consortio Manperan

Consortio integrado por Concar S.A. y JJC Contratistas Generales S.A. para la realización de los trabajos de mantenimiento periódico de la infraestructura vial del tramo Ancón – Huacho – Pativilca de acuerdo a las especificaciones técnicas indicadas en los Anexos I y II del Contrato de Concesión. El plazo de vigencia de contrato de mantenimiento periódico suscrito entre el Concesionario y Manperan inició el

1 de octubre de 2014 y estará vigente hasta la finalización del plazo de vigencia de la Concesión, es decir, hasta el 15 de enero de 2028.

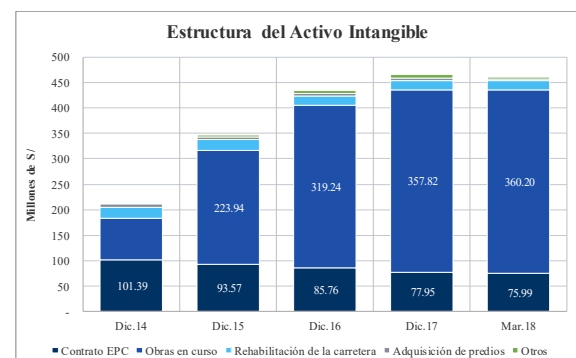
## ANÁLISIS FINANCIERO

### Activos y Liquidez

Al cierre del 2017, la Compañía registra activos por S/580.9 millones, revelando un retroceso de 0.97% respecto al ejercicio anterior. Dicha disminución responde al menor nivel de efectivo y equivalentes registrado en las cuentas del Fideicomiso debido a la utilización de los fondos en la cuenta capex para la construcción de la segunda calzada del tramo Huacho - Pativilca. Lo anterior resulta además en un menor nivel de activos circulantes, los mismos que se situaron en S/88.1 millones a diciembre 2017 (S/107.8 millones a diciembre 2016). En tanto, al primer trimestre del 2018, los activos totales se ubicaron en S/588.3 millones, registrando un incremento de 1.28% respecto al cierre del 2017. La evolución corresponde principalmente a los mayores gastos contratados por anticipado derivado de los gastos por mantenimiento periódico.

Los activos no corrientes, en línea con los mayores avances de obra, registraron un crecimiento de 5.42% entre ejercicios totalizando S/492.8 millones. Dicho incremento se explica en los mayores gastos contratados por anticipado asociado al mantenimiento periódico (+S/4.4 millones), así como al mayor nivel de activo intangible producto del avance de obra de la Segunda Etapa de la Concesión (+S/31.7 millones). Cabe señalar que el activo intangible tiene la mayor participación dentro de la composición del activo, la misma que se incrementa de 75.49% a 80.23% entre diciembre de 2016 y 2017.

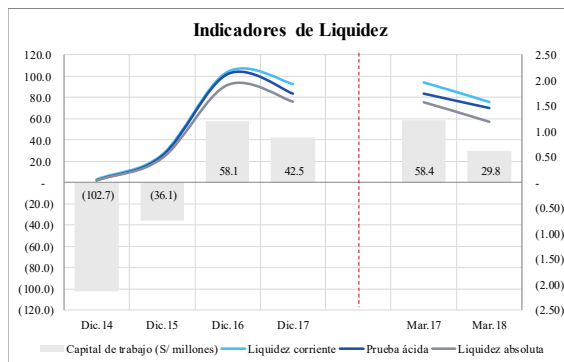
Con relación al activo intangible, este se mantiene como la principal partida del balance (80.23% a diciembre de 2017 y 78.33% a marzo de 2018), estando compuesto principalmente por las obras en curso relacionadas a la Segunda Etapa, y en menor proporción por el Contrato EPC, el cual recoge las obras realizadas en la Primera Etapa de la Concesión. Respecto a este último, es de indicar que, al haber concluido dicha etapa, el mismo viene amortizando el intangible asociado siguiendo el método de línea recta. Asimismo, al darse la recepción parcial de la Segunda Etapa, las obras en curso se reclasificarán y formarán parte del Contrato EPC, amortizándose en su totalidad durante el plazo de la Concesión.



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

De acuerdo con lo señalado por el Concesionario, el avance de ejecución de obras fue de 93.23% al cierre del 2017 (93.37% al primer trimestre de 2018), siendo la nueva fecha estimada para la conclusión de las obras el 31 de marzo de 2019.

En cuanto a los niveles de liquidez de la Compañía, estos se vieron afectados por el menor saldo de efectivo y equivalentes indicado previamente. Tal es así que la liquidez corriente pasa de 2.17 a 1.93 veces entre diciembre de 2016 y 2017 y la prueba ácida de 2.13 a 1.75 veces, mientras que el capital de trabajo retrocede de S/58.1 millones a S/42.5 millones en el mismo periodo. A marzo del 2018, los ajustes en los niveles de efectivo continuaron, presentándose mayores retrocesos en los ratios de liquidez, tal como se aprecia en el gráfico a continuación:

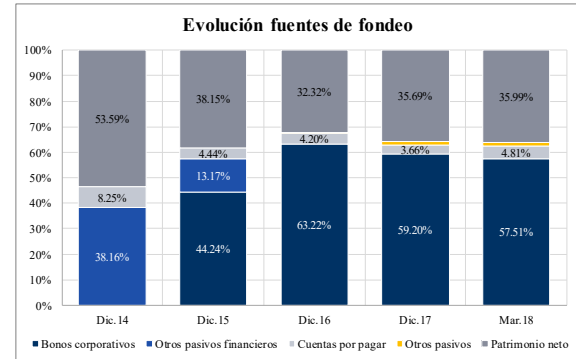


Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

### Estructura Financiera y Solvencia

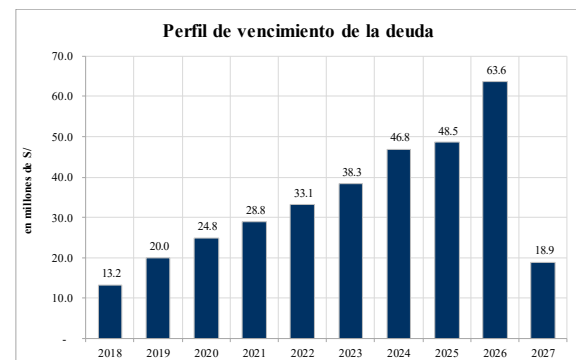
Al 31 de diciembre del 2017, los pasivos de Norvial ascienden a S/373.5 millones, presentando una disminución anual de 4.07%. La contracción antes mencionada recoge el menor nivel de obligaciones financieras, las mismas que vienen amortizándose trimestralmente desde octubre de 2016, fecha en la que culminó el periodo de gracia. Por su parte, se observa que al primer trimestre de 2018 los pasivos se incrementan ligeramente respecto a lo registrado al cierre del 2017 tras registrarse un mayor nivel de cuentas por pagar a relacionadas.

En relación a las fuentes de fondeo del activo, se aprecia que los bonos corporativos tienen la mayor participación, aunque la misma retrocede entre ejercicios de 63.22% a 59.20% (57.51% en marzo de 2018), en línea con las amortizaciones detalladas en el cronograma. Por su parte, el patrimonio neto incrementa su contribución de 32.32% a 35.69% en el periodo antes señalado, tras presentar un crecimiento en términos absolutos de S/21.4 millones debido a los mayores resultados acumulados.



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

Las obligaciones financieras de la Compañía se encuentran compuestas íntegramente por la Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos, las cuales fueron colocadas en julio de 2015. Las emisiones realizadas por S/80.0 millones y S/285.0 millones, respectivamente, vencen en julio de 2020 y enero de 2027 y se amortizan trimestralmente. Al cierre de marzo de 2018, las obligaciones financieras ascienden a S/338.3 millones, siendo el perfil de vencimiento de la deuda el siguiente:



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

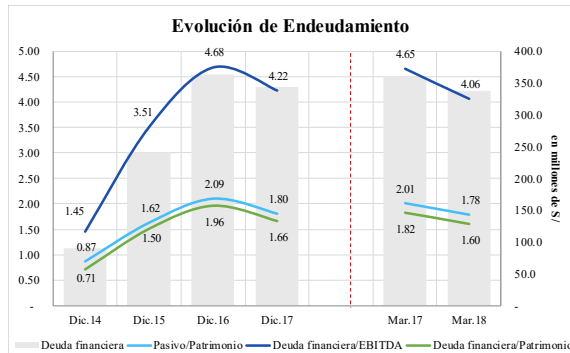
Al analizar el patrimonio neto de la Compañía, se observa un crecimiento anual de 11.53% derivado de la acumulación de resultados, los cuales pasan de S/72.4 millones en el 2016 a S/140.2 millones en el 2017. Lo anterior se alcanza a pesar de las reparticiones de dividendos realizadas a lo largo del ejercicio, las cuales totalizaron S/28.0 millones. La distribución de dividendos en el ejercicio 2017 fue de S/10.0 millones en mayo, S/10.0 millones en julio, S/5.0 millones en octubre y S/3.0 millones en noviembre. Asimismo, en lo que va del 2018 la Compañía ha repartido S/37.7 millones.

Cabe mencionar que la política de repartición de dividendos de Norvial permite distribuir hasta el 100% de las utilidades de libre disponibilidad, siempre y cuando no se genere un evento de incumplimiento o un evento sustancialmente adverso. Asimismo, el Programa estipula que, incluyendo el importe de la repartición realizada, el ratio de apalancamiento medido como deuda financiera respecto al patrimonio neto debe estar por debajo de 4.0 veces, el cual se cumple a la fecha de corte de análisis (1.66 veces a diciembre 2017 y 1.60 veces a marzo 2018).

La reducción en los pasivos mencionada previamente, así como el mayor patrimonio resultan en un menor apalancamiento contable, el cual disminuye de 2.09 a 1.80 veces en-



tre ejercicios. En tanto, la palanca financiera (deuda financiera respecto a EBITDA) disminuye de 4.68 a 4.22 veces en el periodo antes indicado. Asimismo, a marzo de 2018, los indicadores de endeudamiento continúan disminuyendo tal como se observa a continuación:



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

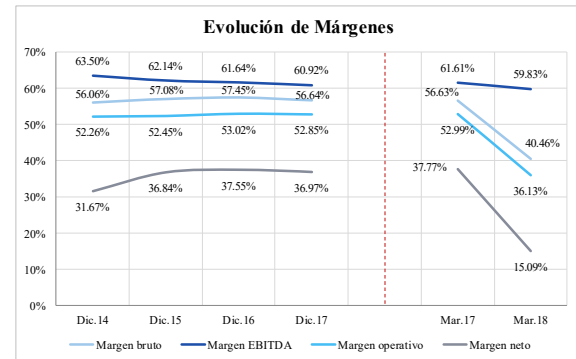
### Generación y Rentabilidad

Los ingresos por recaudación de peajes totalizaron S/133.7 millones al cierre del ejercicio 2017, presentando un crecimiento de 6.08% respecto a lo registrado en el 2016, en línea con el mayor tráfico vehicular y con la mayor tarifa antes mencionada. Al primer trimestre del 2018, la tendencia creciente en los ingresos por peajes continúa al pasar de S/31.5 millones a S/35.6 millones en los últimos 12 meses.

Por su parte, el costo por la prestación del servicio presenta un ligero incremento al pasar de S/54.0 millones a S/56.9 millones entre ejercicios. Al respecto, es de recordar que este último recoge el costo de mantenimiento periódico, el costo de operación, la amortización del intangible, la retribución al MTC - Fondo Vial y el aporte por regulación a OSITRAN, estando el incremento del costo de los servicios principalmente asociado a la amortización del intangible. En línea con lo anterior, el costo por servicio al 31 de marzo de 2018 asciende a S/20.1 millones, superando en S/7.4 millones lo registrado en similar periodo del ejercicio previo, al considerarse la amortización de intangibles de la segunda calzada, tras haberse firmado la Adenda N°5.

En relación a los ingresos y costos por la construcción de la segunda calzada y por obras complementarias, estos disminuyen entre ejercicios, toda vez que las construcciones relacionadas se encuentran en la etapa final, siendo las mismas de menor envergadura.

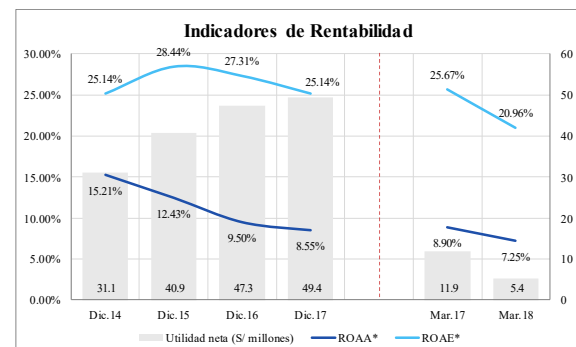
El crecimiento observado en los ingresos por recaudación de peajes impulsa el resultado bruto en 4.58% hasta alcanzar S/75.7 millones al cierre del ejercicio 2017. No obstante, el margen bruto se ajusta entre ejercicios de 57.45% a 56.64%. Luego de considerar el menor gasto administrativo, derivado de menores servicios de terceros, la utilidad operativa asciende a S/70.7 millones (+5.74% respecto al ejercicio previo) y el margen operativo a 52.85% (53.02% en diciembre de 2016). En marzo del 2018, luego del incremento en el costo por servicio señalado, los márgenes se ven afectados, tal como se exhibe en el siguiente gráfico:



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

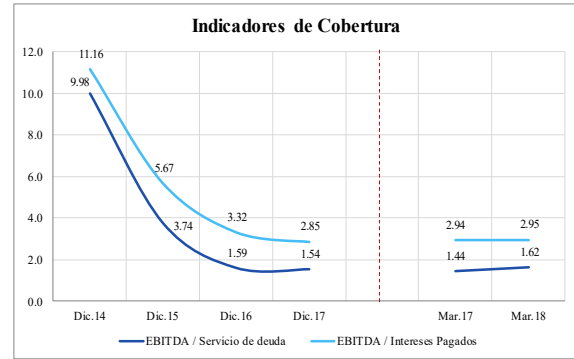
Respecto a la carga financiera de la Compañía, se debe recordar que la misma resulta baja en comparación al nivel de deuda que mantiene dado el tratamiento contable que se le da. En ese sentido, los intereses generados por las obligaciones financieras utilizadas para la construcción de la Segunda Etapa son capitalizados como parte del intangible hasta la recepción de las obras. Al respecto es de resaltar que, con la recepción parcial de las obras derivado de la Adenda N°5, el gasto financiero a nivel de resultados se irá incrementando. De este modo, se aprecia que al cierre de 2017 (previo a la firma de la Adenda N°5 y del acta de recepción de obras) el interés capitalizado ascendió a S/25.4 millones y el gasto financiero a S/3.1 millones. En tanto, al 31 de marzo de 2018, los gastos financieros ya no son capitalizados y se registran en el estado de resultados, siendo los mismos de S/5.8 millones (S/0.8 millones a marzo de 2017).

Tras considerar el pago de impuesto a la renta, la utilidad neta asciende a S/49.4 millones al cierre del 2017, exhibiendo un crecimiento anual de 4.45%. A pesar de lo anterior, la rentabilidad anualizada para el nivel promedio de activos (ROAA) continúa retrocediendo dado el avance de las obras de la Segunda Etapa, pasando de 9.50% a 8.55% entre el 2016 y 2017. Asimismo, el rendimiento anualizado para los accionistas (ROAE) disminuye de 27.31% a 25.14% durante el mismo periodo, en línea con el mayor patrimonio de la Compañía. A marzo del presente ejercicio, el crecimiento del activo y patrimonio, aunado a una menor utilidad neta resulta en menores rendimientos promedios sobre el activo y patrimonio.



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

Al analizar la generación de la Compañía, se observa que el EBITDA presenta un crecimiento anual de 4.83% al pasar de S/77.7 millones a S/81.4 millones entre el 2016 y 2017, como resultado de la mayor recaudación de peajes. El nivel actual de EBITDA permite cubrir los intereses pagados (considera gastos financieros e intereses capitalizados) en 2.85 veces y en 1.54 veces al servicio de deuda al cierre del ejercicio 2017. En tanto, el EBITDA anualizado al primer trimestre de 2018 asciende a S/38.4 millones, cubriendo los intereses pagados en 2.95 veces y el servicio de deuda en 1.62 veces.



**NORVIAL S.A.****Estado de Situación Financiera**

(S/ miles)

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Mar.17	Dic.17	Mar.18
<b>ACTIVOS</b>						
Efectivo y equivalente de efectivo	5,500	38,276	95,418	95,763	72,449	61,676
Cuentas por cobrar comerciales	-	3,530	10,513	10,319	7,394	13,778
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	-	-	-	11,771	6,405	4,710
Otras cuentas por cobrar	26	743	950	744	953	494
Gastos contratados por anticipado	566	618	957	-	875	535
Costo diferido	346	346	-	551	-	-
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>6,438</b>	<b>43,513</b>	<b>107,838</b>	<b>119,148</b>	<b>88,076</b>	<b>81,194</b>
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	408	408	408	408	836	836
Otras cuentas por cobrar	3,826	15,454	16,604	15,033	5,839	8,341
Gastos contratados por anticipado	2,416	6,763	12,236	15,583	16,647	33,427
Mobiliario y equipo	839	620	432	391	318	304
Activos intangibles	214,155	347,680	434,305	440,355	466,046	460,836
Activos por impuestos diferidos	4,254	2,656	-	-	-	-
Costo diferido	4,157	3,811	3,465	3,724	3,118	3,378
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>230,055</b>	<b>377,392</b>	<b>467,450</b>	<b>475,493</b>	<b>492,804</b>	<b>507,122</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>236,493</b>	<b>420,905</b>	<b>575,288</b>	<b>594,641</b>	<b>580,880</b>	<b>588,316</b>

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Mar.17	Dic.17	Mar.18
<b>PASIVOS</b>						
Otros pasivos financieros	89,615	55,428	-	-	-	-
Bonos	-	5,537	25,541	27,600	24,361	23,146
Cuentas por pagar comerciales	691	833	672	927	2,736	1,690
Cuentas por pagar a partes relacionadas	17,608	16,684	14,423	23,184	11,014	20,958
Otras cuentas por pagar	1,219	1,152	9,086	9,002	7,502	5,631
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>109,133</b>	<b>79,634</b>	<b>49,722</b>	<b>60,714</b>	<b>45,613</b>	<b>51,425</b>
Otros pasivos financieros	634	180,686	338,143	332,660	319,549	315,182
Pasivos por impuestos diferidos	-	-	1,518	3,467	8,387	9,999
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>634</b>	<b>180,686</b>	<b>339,661</b>	<b>336,127</b>	<b>327,936</b>	<b>325,181</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>109,767</b>	<b>260,320</b>	<b>389,383</b>	<b>396,841</b>	<b>373,549</b>	<b>376,606</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital social	55,136	55,136	55,136	55,136	55,136	55,136
Otras reservas	11,027	11,027	11,027	11,027	11,027	11,027
Resultados acumulados	29,473	53,563	72,422	119,742	91,742	140,168
Resultado del ejercicio	31,090	40,859	47,320	11,895	49,426	5,379
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>126,726</b>	<b>160,585</b>	<b>185,905</b>	<b>197,801</b>	<b>207,331</b>	<b>211,711</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>236,493</b>	<b>420,905</b>	<b>575,288</b>	<b>594,641</b>	<b>580,880</b>	<b>588,316</b>

**Estado de Resultados Integrales**

(S/ miles)

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Mar.17	Dic.17	Mar.18
Recaudación de peajes	98,178	110,909	126,025	31,496	133,685	35,647
Ingresos por construcción segunda calzada	79,992	133,167	72,754	2,087	12,563	1,164
Ingreso por obras complementarias	-	2,155	17,479	58	3,218	7,719
<b>Ingresos brutos</b>	<b>178,170</b>	<b>246,231</b>	<b>216,258</b>	<b>33,641</b>	<b>149,466</b>	<b>44,530</b>
Total costo de los servicios	(123,134)	(182,927)	(143,856)	(15,805)	(73,745)	(30,106)
Costo de los servicios	(41,784)	(45,781)	(54,011)	(12,747)	(56,935)	(20,106)
Costos por construcción segunda calzada	(79,183)	(131,848)	(72,034)	(2,066)	(12,439)	(1,154)
Otros costos de operación	(2,167)	(2,407)	-	(710)	-	(1,107)
Costo por obras complementarias	-	(2,891)	(17,811)	(282)	(4,371)	(7,739)
<b>Resultado bruto</b>	<b>55,036</b>	<b>63,304</b>	<b>72,402</b>	<b>17,836</b>	<b>75,721</b>	<b>14,424</b>
Gastos administrativos	(3,729)	(5,137)	(5,707)	(1,156)	(5,390)	(1,500)
Otros ingresos y gastos	2	-	125	10	325	(45)
<b>Resultado operativo</b>	<b>51,309</b>	<b>58,167</b>	<b>66,820</b>	<b>16,691</b>	<b>70,656</b>	<b>12,879</b>
Gastos financieros	(8,922)	(3,705)	(3,818)	(857)	(3,133)	(5,839)
Ingresos financieros	110	186	686	197	710	159
Diferencia por tipo de cambio	(499)	(178)	(106)	(53)	(129)	(5)
<b>Resultado antes del impuesto a la renta</b>	<b>41,998</b>	<b>54,470</b>	<b>63,582</b>	<b>15,977</b>	<b>68,104</b>	<b>7,194</b>
Impuesto a la renta	(10,908)	(13,611)	(16,262)	(4,082)	(18,678)	(1,816)
<b>Resultados integrales</b>	<b>31,090</b>	<b>40,859</b>	<b>47,320</b>	<b>11,895</b>	<b>49,426</b>	<b>5,379</b>



**NORVIAL S.A.****Principales Indicadores**

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Mar.17	Dic.17	Mar.18
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	0.87	1.62	2.09	2.01	1.80	1.78
Deuda financiera / Pasivo	0.82	0.93	0.93	0.91	0.92	0.90
Deuda financiera / Patrimonio	0.71	1.50	1.96	1.82	1.66	1.60
Pasivo / Activo	0.46	0.62	0.68	0.67	0.64	0.64
Pasivo corriente / Pasivo	0.99	0.31	0.13	0.15	0.12	0.14
Pasivo no corriente / Pasivo	0.01	0.69	0.87	0.85	0.88	0.86
Deuda financiera total / EBITDA *	1.45	3.51	4.68	4.65	4.22	4.06
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez corriente	0.06	0.55	2.17	1.96	1.93	1.58
Prueba ácida	0.05	0.52	2.13	1.75	1.75	1.47
Liquidez absoluta	0.05	0.48	1.92	1.58	1.59	1.20
Capital de trabajo (S/ miles)	-102,695	-36,121	58,116	58,434	42,463	29,769
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos operativos / Ingresos	3.80%	4.63%	4.53%	3.67%	4.03%	4.21%
Gastos financieros / Ingresos	9.09%	3.34%	3.03%	2.72%	2.34%	16.38%
Días promedio de cuentas por cobrar	0	3	12	21	22	24
Días promedio de cuentas por pagar	-4	-6	-5	-5	-11	-6
Días promedio de inventario	0	0	0	0	0	0
Ciclo de conversión de efectivo	-4	-3	7	16	11	18
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen bruto	56.06%	57.08%	57.45%	56.63%	56.64%	40.46%
Margen operativo	52.26%	52.45%	53.02%	52.99%	52.85%	36.13%
Margen neto	31.67%	36.84%	37.55%	37.77%	36.97%	15.09%
ROAA *	15.21%	12.43%	9.50%	8.90%	8.55%	7.25%
ROAE*	25.14%	28.44%	27.31%	25.67%	25.14%	20.96%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO (S/ miles)	-30,220	-111,834	-42,051	11,895	25,041	5,379
FCO anualizado (S/ miles)	-30,220	-111,834	-42,051	-41,873	25,041	18,525
EBITDA (S/ miles)	62,347	68,920	77,685	19,405	81,436	21,328
EBITDA anualizado (S/ miles)	62,347	68,920	77,685	77,393	81,436	83,359
Margen EBITDA	63.50%	62.14%	61.64%	61.61%	60.92%	59.83%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA / Gastos financieros*	11.16	5.67	3.32	2.94	2.85	2.95
EBITDA / Servicio de deuda*	9.98	3.74	1.59	1.44	1.54	1.62
FCO ajustado **/ Gastos financieros*	10.21	2.69	2.06	1.07	2.36	1.93
FCO ajustado **/ Servicio de deuda*	9.14	1.77	0.98	0.52	1.27	1.06

\* Indicadores anualizados

\*\* Flujo de caja operativo ajustado incluye los intereses capitalizables anualizados y el pago por construcción de la segunda calzada

Resguardos financieros	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Mar.17	Dic.17	Mar.18
Deuda financiera total / Patrimonio < 4.0x	0.71	1.50	1.96	1.82	1.66	1.60
FCSD / Servicio de deuda* > 1.3x	-	5.00	3.03	1.86	1.57	1.59

**ANEXO I**  
**HISTORIA DE CLASIFICACIÓN\*\* – NORVIAL**

Instrumento	Clasificación Anterior (Al 30.09.17) *	Clasificación Actual	Definición de Categoría Actual
Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Norvial (hasta por S/80.00 millones)	AA.pe	AA.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta clasificación y la inmediata superior son mínimas.
Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Norvial (hasta por S/285.00 millones)	AA.pe	AA.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta clasificación y la inmediata superior son mínimas.

\* Sesión de Comité del 27 de noviembre de 2017

\*\* El historial de las clasificaciones otorgadas en las últimas 05 evaluaciones se encuentra disponible en: <http://www.equilibrium.com.pe/clasificacionhistorica.pdf>

**ANEXO II**  
**ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL – NORVIAL**

**Accionistas al 31.03.2018**

Accionistas	Participación
Graña y Montero S.A.A.	67.00%
JJC Contratistas Generales S.A.	33.00%
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

**Directorio al 31.03.2018**

Directorio	
Antonio Alberto Cueto Saco	Director
Luis Martín Fukunaga Mendoza	Director
Manuel Wu Rocha	Director
Juan Pedro Portaro Camet	Director
Fernando Alonso Cerdeña Stromsdorfer	Director
Gonzalo Martín José Buse Ayulo	Director
Luis Francisco Díaz Olivero	Director Alterno
Mónica María Miloslavich Hart	Director Alterno
Johnny Oswaldo Villanueva Chavarry	Director Alterno
Álvaro Rafael Salazar Cotrina	Director Alterno

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

**Plana Gerencial al 31.03.2018**

Plana Gerencial	
Rafael Haneda Hueda	Gerente General
Augusto Gamarra Estrella	Gerente Técnico
Santiago Abanto Aguilar	Jefe de Administración y Finanzas

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

**ANEXO III**  
**DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CLASIFICADOS – NORVIAL S.A.**

**Primer Programa de Bonos Corporativos Norvial S.A.**

En Junta General de Accionistas del 12 de setiembre de 2014, se aprobó el Primer Programa de Bonos Corporativos Norvial hasta por un monto máximo de emisión de S/380.00 millones o su equivalente en Dólares de los Estados Unidos de América por un plazo de 6 años, prorrogable en tanto sea permitido por las Normas Aplicables. Los bonos son considerados Obligaciones Garantizadas, incondicionadas y no subordinadas del Concesionario, cuyo pago será a prorrata.

Las principales características de las dos emisiones del Primer Programa se detallan a continuación:

	Primera Emisión	Segunda Emisión
<b>Monto colocado</b>	S/80.0 millones	S/285.0 millones
<b>Monto en circulación</b>	S/51.6 millones	S/285.0 millones
<b>Moneda</b>	Soles	
<b>Plazo</b>	5 años	11 años 6 meses
<b>Pagos diferidos</b>	Fondeado 100% en fecha de emisión	Fecha de emisión: - S/105.02 MM Pagos diferidos: - Enc.16: S/100.01 MM - Jul.16:79.97 MM
<b>Tasa</b>	6.750%	8.375%
<b>Fecha de emisión</b>	22 de julio de 2015	
<b>Vencimiento</b>	22 de julio 2020	22 de enero 2027
<b>Periodo de gracia</b>	1 año	5 años
<b>Amortización</b>	Trimestral, desde octubre 2016	Trimestral, desde octubre 2020
<b>Resguardos</b>	Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	
<b>Garantías</b>	Hipoteca sobre la Concesión, el Fideicomiso de Flujos, Garantías Mobiliarias sobre las acciones del Concesionario, Cesión de Derechos del Contrato de Construcción, Convenio de Respaldo Financiero, Endeudamiento Garantizado Permitido	

Como parte del presente programa, el Concesionario tiene como responsabilidad cumplir trimestralmente con resguardos financieros de cobertura y apalancamiento. En tal sentido, debe cumplir con un ratio de cobertura de servicio de deuda (Flujo de Caja de Servicio de Deuda / Servicio de Deuda) no menor a 1.30 veces, siendo el mismo al 31 de diciembre de 2017 de 1.57 veces y de 1.59 veces al 31 de marzo de 2018, cumpliendo con lo requerido en el Contrato Marco de Emisión. Sin embargo, debe señalarse que se esperaría un ajuste en este indicador en la medida que se dé la recepción de las obras de la Segunda Etapa dado que se reconocería un mayor gasto financiero a nivel del Estado de Resultados.

Adicionalmente, el Concesionario no podrá pagar intereses o principal de cualquier deuda subordinada o distribuir dividendos o cualquier otra forma de distribución a los Accionistas, incluyendo, pero sin limitarse a reducciones de capital, hasta que no se produzca la conclusión del Periodo de Restricción<sup>2</sup> salvo que:

- No se haya producido un Evento de Incumplimiento, un Efecto Sustancialmente Adverso o Evento de Falta de Fondos
- Dicho pago o distribución no genere un Evento de Incumplimiento o Efecto Sustancialmente Adverso
- El Ratio de apalancamiento (deuda financiera / Patrimonio) proforma de Norvial, calculado sobre los últimos estados financieros trimestrales presentados y considerando dicho pago o distribución, sea menor a 4.00 veces.

Una vez concluido el Periodo de Restricción, se aplicarán los mismos condicionantes a excepción del evento de falta de fondos, ya que éste no será aplicable. En esa línea, el ratio de apalancamiento se situó en 1.66 veces al cierre del ejercicio 2017 y en 1.60 veces al primer trimestre de 2018.

<sup>2</sup> De acuerdo al Contrato Marco de Emisión, es el periodo en el cual el Ingeniero Independiente certifique que el Concesionario ha ejecutado el íntegro de las obras de la Segunda Etapa conforme al expediente técnico y sus modificaciones en caso las hubiera, tras el pago de las obligaciones relacionadas a la Línea Revolvente.

## ANEXO IV LA CONCESIÓN - RED VIAL N° 5

La Concesión, ubicada en el norte del departamento de Lima, abarca el tramo de Ancón – Huacho – Pativilca (182.7 km) e incluye:

- El serpentin de Pasamayo (22.4 km)<sup>3</sup>
- La autopista Ancón – Huacho (103.0 km)<sup>4</sup>
- La carretera Huacho – Pativilca (57.3 km)<sup>5</sup>

Además, el tramo Huacho – Pativilca reemplaza al antiguo tramo que pasaba a través de Huacho, Huaura, Supe, Barranca y Pativilca, mejorando la seguridad y disminuyendo el tiempo de viaje.



Fuente: MTC

La Red Vial N° 5 fue otorgada en concesión por el Estado de la República del Perú (el Concedente), actuando a través del Ministerio de Transportes y Comunicaciones (MTC), al consorcio vial Norvial, integrado por Graña y Montero S.A.A. y JJC Contratistas Generales S.A., y comprende la ejecución de las obras en dos etapas.

<sup>3</sup> Km 44 a Km 66.4 de la Panamericana Norte

<sup>4</sup> Km 44 a Km 147 de la Panamericana Norte

<sup>5</sup> Km 147 a Km 204.3 de la Panamericana Norte

## ANEXO V MARCO REGULATORIO DE LA CONCESIÓN

### Antecedentes

Tras la adjudicación de la Buena Pro de la Licitación Pública el 24 de mayo de 2002, la empresa Norvial fue nombrada Concesionario del tramo Ancón – Huacho – Pativilca, otorgándosele el derecho al aprovechamiento económico de los bienes de la Concesión por un plazo de 25 años contados a partir del 15 de enero de 2003, tras la firma del contrato, hasta enero de 2028.

### Explotación de la Concesión

La explotación del tramo Ancón – Huacho – Pativilca de la carretera Panamericana Norte constituye un derecho para Norvial en la medida que los ingresos generados servirán para recuperar la inversión que se realice en la construcción de la misma. De igual manera, la explotación representa una obligación para el Concesionario al verse obligado a mantener la operatividad del tramo mencionado y prestar los servicios a los usuarios de la manera que se especifican en el Expediente Técnico de la Concesión.

Respecto al cobro de la tarifa, esta se realizará en las estaciones de Peaje, las cuales estarán a cargo de Norvial y ubicadas únicamente en los siguientes lugares:

Ubicación	Sub-tramo
Serpentín de Pasamayo	Km. 48.26
Variante de Pasamayo	Km. 47.92
Paraíso (Huacho)	Km. 138.50

Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

La tarifa, compuesta por el Peaje más el Impuesto General a las Ventas (IGV) y cualquier otro aporte de ley, será cobrada por Norvial en contraprestación del servicio público materia del tramo Ancón – Huacho – Pativilca. Adicionalmente, la tarifa a ser cobrada dependerá de la categoría del vehículo:

- i. Cada vehículo ligero pagará una tarifa.
- ii. Cada vehículo pesado pagará una tarifa por cada eje.

Asimismo, Norvial podrá implementar descuentos, más no exoneración de pago, a usuarios frecuentes, previa aprobación del Supervisor, haciéndose responsable de variaciones en los ingresos como resultado de los descuentos realizados.

Desde el 15 de junio de 2007<sup>6</sup> los peajes son reajustados anualmente en el mes de julio, usando la siguiente fórmula:

$$\text{Tarifa} = [(\$1.50 \times 0.5) \times (\text{CPI}_I/\text{CPI}_O) \times \text{TC}_I] + [(\$1.50 \times 0.5) \times (\text{IPC}_I/\text{IPC}_O) \times \text{TC}_O]$$

donde

I: es el mes anterior al que se realiza el ajuste

O: es julio de 2006

CPI: es el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos de América (*Consumer Price Index*)

IPC: es el índice de precios al consumidor del Perú

TC: es el tipo de cambio del Perú

No obstante, de ocurrir una variación de 10% o más en relación al último ajuste ordinario, el Supervisor realizará un reajuste extraordinario utilizando la fórmula anterior y el tipo de cambio del día que se realice el reajuste extraordinario.

Cabe mencionar que el Contrato de Concesión considera una garantía tarifaria. En este sentido, si una entidad pública no permitiera el cobro de la tarifa de acuerdo a la fórmula anterior, el Concedente deberá retribuir al Concesionario la diferencia tarifaria entre el peaje vigente y el peaje contractual multiplicado por el flujo vehicular. De acuerdo al Contrato de Concesión, el Concesionario podrá descontar el valor de la diferencia de peajes del pago de la Retribución al Concedente.

Con respecto a la retribución al Concedente, Norvial debe pagar el 5.50% de los ingresos derivados del cobro de peaje (Fondo Vial). De igual manera, debe pagar el 1.00% de los ingresos brutos al Supervisor por el concepto de tasa de regulación.

### Resolución del Contrato

De acuerdo al Contrato de Concesión, la resolución del mismo se puede dar por:

- i. Decisión unilateral del Concedente.
- ii. Por algún incumplimiento imputable a alguna de las partes de acuerdo a las cláusulas 14.6 y 14.7 del Contrato de Concesión.

<sup>6</sup> Antes de la fecha indicada, la Tarifa se fijaba de acuerdo a lo estipulado en el Contrato de Concesión.



- iii. Hecho de Fuerza Mayor de conformidad con la Sección XVIII del Contrato o la cláusula 14.5.
- iv. Los demás casos expresamente previstos en el Contrato de Concesión.

La resolución del Contrato de Concesión debe ser, simultáneamente, comunicada a los Acreedores Permitidos (únicamente los bonistas a la fecha del presente informe).

Cabe mencionar que de acuerdo a la cláusula 14.16 del Contrato, el Concedente, previa opinión del Supervisor, deberá pagar a los Acreedores Permitidos un monto igual a la suma que Norvial adeuda a los bonistas conforme a los términos del Endeudamiento Garantizado Permitido, informados o aprobados por el MTC, según sea el caso. Dicho pago es una obligación independiente y no está sujeta a condición o restricción alguna. Asimismo, el Concedente reconoce que cualquier suma que le adeude Norvial no podrá ser compensada, deducida o retenida del pago que en virtud de la presente cláusula el MTC se obliga a realizar en forma incondicional a favor de los Acreedores Permitidos. De acuerdo al Contrato de Concesión, el Concedente deberá realizar el pago dentro de los 12 meses siguientes de declarada la resolución del Contrato o la caducidad de la Concesión. Basta únicamente que se declare la resolución para que los 12 meses empiecen a computar.

Además, el Contrato señala que el Concedente reconoce que cualquier suma que le adeude el Concesionario no podrá ser compensada, deducida o retenida del pago que el Concedente se obliga a realizar en forma incondicional a favor de los Acreedores Permitidos. Mientras el Concedente no cumpla con efectuar el pago a favor de los Acreedores Permitidos, el Contrato, así como la garantía de la Hipoteca de la Concesión, mantendrán su plena vigencia, pudiendo los Acreedores Permitidos proceder a la ejecución de la Hipoteca en cualquier momento. En caso se proceda a la ejecución de la Hipoteca, el monto correspondiente de la misma deberá descontarse de las obligaciones del Concedente para con los Acreedores Permitidos.

#### **Endeudamiento Garantizado Permitido**

De acuerdo al Contrato de Concesión, consiste en el endeudamiento por concepto de operaciones de financiamiento, emisión de valores y/o de dinero tomado en préstamo de cualquier Acreedor Permitido para su inversión en el Tramo Ancón – Huacho – Pativilca de la carretera Panamericana Norte.

La construcción de las obras de la Segunda Etapa está siendo financiada a la fecha de análisis utilizando los fondos recaudados en la emisión de bonos corporativos, además del flujo de caja operativo de la Compañía, bonos que de acuerdo a lo estipulado en el Contrato de Concesión califican como Endeudamiento Garantizado Permitido. Cabe recordar que con fecha 12 de junio de 2015, el MTC, mediante oficio N°1869-2015-MTC/25, aprobó la solicitud de Endeudamiento Garantizado Permitido en la cual participan como Acreedores Permitidos el BCP mientras se utilizó la Línea Revolviente y los bonistas (conjuntamente) representados por el Representante de los Obligacionistas Scotiabank Perú S.A.A. Dicho documento aprobó además la solicitud de autorización de Constitución de Garantías presentadas por Norvial, las mismas que se detallan a continuación.

#### **Garantías**

Con la finalidad de mitigar los riesgos asociados a la construcción de la Segunda Etapa y el financiamiento a través de bonos corporativos, el Concesionario estructuró un grupo de garantías, las mismas que serán compartidas proporcionalmente y *pari passu* entre los Acreedores Permitidos:

##### Hipoteca

Para garantizar el fiel y oportuno cumplimiento de todas y cada una de las Obligaciones Garantizadas<sup>7</sup>, el Concesionario constituyó la primera y preferente hipoteca sobre la Concesión y los bienes que la conforman a favor de los Acreedores Permitidos. La vigencia de la Hipoteca se mantendrá hasta la fecha de cumplimiento total de todas y cada una de las Obligaciones Garantizadas, a satisfacción de los Acreedores Permitidos.

##### Garantías Mobiliarias sobre las Acciones del Emisor

Constituida a través de primer y preferente rango a favor del Agente de Garantías, quien actúa en interés, por cuenta y para beneficio exclusivo de los Acreedores Permitidos, a fin de garantizar el cumplimiento oportuno y total de todas las Obligaciones Garantizadas. Las garantías mobiliarias se otorgan por un plazo indeterminado y se mantendrán vigentes hasta la fecha en que se cumpla con todas y cada una de las Obligaciones Garantizadas.

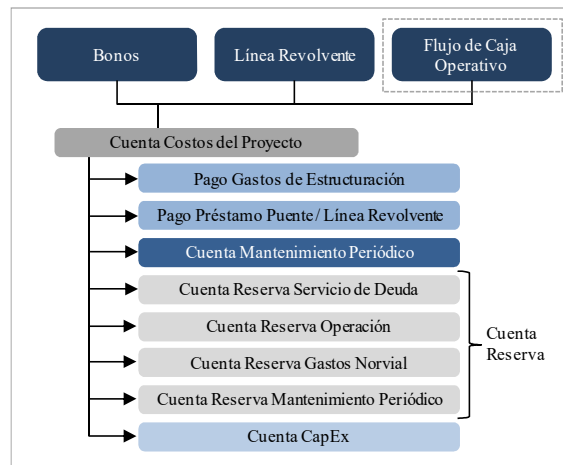
Cabe mencionar que el Concesionario posee dos clases de acciones: Clase A<sup>8</sup> (19,297,717 acciones) y Clase B (35,838,618 acciones). Ambas confieren a sus titulares los mismos derechos y obligaciones, no habiendo tratamiento diferenciado entre ellas, excepto por la restricción de transferir, disponer o gravar las acciones de la Clase A durante un plazo de cinco años a partir de la fecha de suscripción del Contrato de Concesión. Dicho periodo venció el 15 de enero de 2008. A partir de esta fecha, las acciones Clase A solo se podrán transferir, disponer o gravar previa aprobación del Concedente, con opinión del Supervisor.

<sup>7</sup> Son todas las obligaciones que pudieran ser adeudadas en cualquier momento por el Emisor frente a los Acreedores Garantizados (Permitidos) que tengan su origen en el Contrato Marco de Acreedores, los Contratos de Garantía, el Contrato Marco, los Contratos Complementarios, el Contrato de Préstamo Puente y el Contrato de Línea Revolviente, y los anexos de cada uno de los anteriores, así como sus respectivas modificaciones.

<sup>8</sup> Las acciones Clase A corresponden a la participación (mínima) del Socio Estratégico (participacioncitas que individualmente o conjuntamente si se trata de un Consorcio –Norvial- que cumplieron con los requisitos técnico-económicos y financieros necesarios).

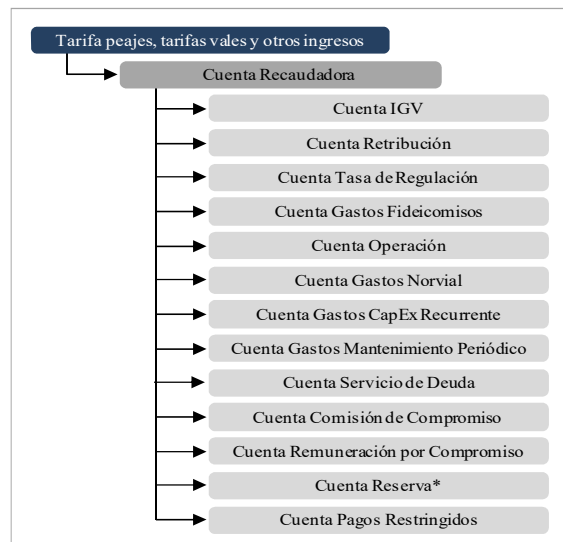
### Fideicomiso de Flujos en Administración y Garantía

Fideicomiso constituido para la administración de los recursos contenidos en las cuentas del fideicomiso, como mecanismo de pago de la retribución al Concedente, tasa de regulación y todas y cada una de las Obligaciones Garantizadas. El Fideicomiso servirá como garantía y medio de pago de las Obligaciones Garantizadas asumidas por el Fideicomitente (Norvial) en la oportunidad en que las mismas sean exigibles y hasta por el importe total de las mismas. Cabe mencionar que el Fideicomiso no considera los flujos correspondientes a la retribución, la tasa de regulación y los flujos de seguros como garantía ni medio de pago de las Obligaciones Garantizadas.



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

Los fondos recaudados en las estaciones de peaje y depositados en la cuenta recaudadora serán aplicados por el Fiduciario de acuerdo al siguiente orden:



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

\*Cuenta Reserva se refiere a la Cuenta Reserva Gastos Norvial, Cuenta Mantenimiento Periódico, Cuenta Reserva Operación y Cuenta Reserva Servicio de Deuda Bonos.

En caso se hayan utilizado fondos de la Cuenta Reserva Operación, posterior al fondeo de la Cuenta Servicio de Deuda se transferirán fondos suficientes hasta que el saldo en dicha cuenta alcance el monto suficiente para cubrir el Monto en Reserva Gastos de Operación, de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso. El Fideicomiso estará vigente hasta la cancelación total de las Obligaciones Garantizadas.

### Cesión de Derechos

Es el contrato mediante el cual el Concesionario cede a favor del Agente de Garantías en su carácter de representante de los Acreedores Permitidos Garantizados los derechos vinculados a la carta fianza y cualquier otra garantía otorgada en el Contrato de Construcción, firmado entre Norvial S.A. y el Consorcio Huacho – Pativilca conformado por GyM S.A. y JJC Contratistas Generales S.A. Este contrato quedará sin efecto una vez que se cumpla íntegramente con el pago de las Obligaciones Garantizadas.

Convenio de Respaldo Financiero de los Accionistas

Contrato suscrito entre Graña y Montero S.A.A. y JJC Contratistas Generales S.A., en su calidad de accionistas, y Scotiabank del Perú, en su calidad de Fiduciario del Patrimonio Fideicometido y en calidad de Agente de Garantías en interés, por cuenta y para beneficio exclusivo de los Acreedores Permitidos, mediante el cual los accionistas se obligan solidaria, incondicional e irrevocablemente a efectuar los desembolsos requeridos para cubrir potenciales sobrecostos y un eventual déficit de Capex por cambios normativos en la construcción de las obras de la Segunda Etapa de la Concesión, con sujeción a los siguientes límites:

- Graña y Montero S.A.A.: (i) hasta por S/38.73 millones, de los cuales S/16.19 millones corresponden a Capex por cambios normativos; y (ii) un importe equivalente a 67.00% del incremento del Capex por cambios normativos.
- JJC Contratistas Generales S.A.: (i) hasta por S/19.07 millones, de los cuales S/7.97 millones corresponden a Capex por cambios normativos; y (ii) un importe equivalente a 33.00% del incremento del Capex por cambios normativos.

En tal sentido, la obligación dispuesta es asumida de manera solidaria por ambos accionistas hasta por S/57.80 millones. En caso uno de los accionistas no cumpla con el pago requerido, el otro accionista estará obligado a asumir el pago que le corresponda al primero. Una vez verificado el Evento de Reducción de Respaldo Financiero<sup>9</sup>, los límites previstos se modificarán de acuerdo con lo siguiente:

- Graña y Montero S.A.A.: (i) hasta por S/21.83 millones, y (ii) un importe equivalente a 67.00% del incremento del Capex por cambios normativos.
- JJC Contratistas Generales S.A.: (i) hasta por S/10.75 millones, y (ii) un importe equivalente a 33.00% del incremento del Capex por cambios normativos.

Este convenio estará vigente hasta que se cumpla con las obligaciones asumidas en el Contrato de Construcción o se realice el pago íntegro de las Obligaciones Garantizadas, lo que ocurra primero.

---

<sup>9</sup> De acuerdo al Convenio de Respaldo Financiero, es el evento en el cual el Ingeniero Independiente certifique que el Concesionario ha ejecutado el íntegro de las obras de la Segunda Etapa de la Concesión conforme al Expediente Técnico (tal y como éste sea modificado, precisado o definido (según corresponda), salvo aquellas obras descritas en el Anexo V-A del Contrato Marco de Emisión (pasos a desnivel que podrían ser materia de cambios solicitados por el Concedente), se trate de obras cuya suspensión se base en la falta de entrega o liberación de predios, o se trate de las obras descritas en el Anexo V-B del Contrato Marco de Emisión (puentes e intercambios viales que podrían ser materia de cambio por la modificación de normas técnicas).

© 2018 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

**LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.**

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una clasificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de clasificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una clasificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.