



Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

NORVIAL S.A.

Lima, Perú

Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 27 de noviembre de 2017

Contacto:

(511) 616 0400

Maria Luisa Tejada
Analista Senior
mtejada@equilibrium.com.pe

Claudia Pérez
Analista
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 2013, 2014, 2015 y 2016, así como Estados Financieros Intermedios al 30 de setiembre de 2016 y 2017, 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: Tras el análisis efectuado, el Comité de Clasificación de Equilibrium resolvió mantener la categoría AA.pe otorgada a la Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Norvial (en adelante Norvial o el Concesionario) son las siguientes:

La estabilidad y predictibilidad en los ingresos por recaudación de peajes derivado del Contrato de Concesión del tramo Ancón – Huacho – Pativilca de la carretera Panamericana Norte, el cual posee la característica de monopolio natural al ser la única salida hacia el norte de Lima. Tal es así que los ingresos por recaudación de peajes presentan una tendencia creciente en los últimos ejercicios analizados, siendo la tasa de crecimiento compuesta anual de la recaudación para el periodo de 2003 a 2016 de 10.29%. Cabe mencionar que el incremento señalado recoge no sólo el mayor número de ejes, sino también el incremento sostenido de la tarifa, el cual pasó en julio de 2017 de S/6.27 a S/6.36 (sin incluir IGV).

La categoría de riesgo asignada recoge además la correcta operación y mantenimiento de la Concesión por más de 14 años y el grado de avance de la Segunda Etapa de la Concesión, el cual se encuentra en aproximadamente 91.58%. Sobre este punto es de mencionar que las obras pendientes están relacionadas principalmente a la construcción de los Pasos a Dnivel de las Avenidas Centenario, Perú y San Martín, estructuras que tuvieron que ser modificadas como consecuencia de la dificultad de liberar predios, siendo esto último, obligación del Concedente. No menos importante resulta la experiencia de los accionistas, Graña y Montero S.A.A. y JJC Contratistas Generales S.A., en la ejecución de proyectos de infraestructura.

Respecto a la Segunda Etapa de la Concesión, es de indicar que, según el último cronograma de avances enviado

Instrumento

Bonos Corporativos

Clasificación*

AA.pe

por la Compañía, la entrega final de las obras sería el 31 de julio de 2018, siendo importante destacar que la construcción de las mismas no afecta el tránsito y, por ende, la recaudación de los peajes, preservando la estabilidad de los ingresos. A pesar de lo anterior, debe señalarse que la inversión en la Segunda Etapa no genera ingresos adicionales para el Concesionario. Por otro lado, es de mencionar que 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 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. De acuerdo a lo señalado por la Compañía vía Hecho de Importancia, el 27 de setiembre de 2017, el Directorio de Norvial aprobó la suscripción de la Adenda N°5, celebrado entre la Compañía y el Estado Peruano.

La clasificación considera además 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, la Cesión de Derechos del Contrato de Construcción y el Convenio de Respaldo Financiero de los accionistas para cubrir potenciales sobrecostos. Asimismo, aporta favorablemente 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 poder alcanzar una mayor clasificación la extensiva política de dividendos que mantiene la cual 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 una falta de fondos (esto sólo para el Periodo de Restricción); 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. Si bien a la fecha de corte no se ha repartido el porcentaje máximo permitido, la distribución de la totalidad de las utilidades podría resultar en un alto nivel de apalancamiento contable, dado que el pasivo de Norvial recoge la emisión de bonos corporativos realizada por un monto de S/365.0 millones.

En ese sentido, la Compañía presenta un ratio de deuda financiera sobre patrimonio de 1.72 veces a la fecha de corte de análisis, siendo la palanca contable (pasivo / patrimonio) de 1.81 veces y el apalancamiento financiero (deuda financiera / EBITDA) de 4.31 veces.

En cuanto a los efectos del Fenómeno El Niño Costero (FEN) sobre la infraestructura de la Concesión, la Compañía indica que no ha habido daños significativos y que, de acuerdo a lo estipulado en el Contrato de Concesión, cuenta con pólizas de seguro que cubren tanto las obras en curso como las obras terminadas. Por su parte, los efectos del FEN sobre el tráfico lograron reducir el número de ejes en los primeros meses del año habiéndose recuperado al tercer trimestre de 2017.

Es relevante mencionar que un grupo de empresas vinculadas a Graña y Montero, accionista principal de Norvial, participaron en proyectos (tres concesiones y dos obras públicas contratadas con el Estado Peruano) junto con empresas del Grupo Odebrecht, el cual viene siendo investigado en Perú. 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. Por lo anterior, se aprobó la terminación del contrato de auditoría celebrado con Gaveglione Aparicio y Asociados S. Civil de R. L., miembro de Price Waterhouse Coopers International Ltd., para la auditoría del ejercicio 2016, designando la tarea a Moore Stephens Perú – Vizcarra y Asociados S. Civil de R. L. Si bien Norvial no es una de las concesiones que están siendo investigadas, los Estados Financieros Auditados 2016 del Concesionario presentan una opinión calificada de los auditores dado que no se pudo estimar un potencial impacto de la investigación. 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 tendrá un impacto en los estados financieros de la Concesionaria.

Equilibrium seguirá la evolución de los resultados del Concesionario a fin de que su generación sea suficiente para cumplir con sus obligaciones y de los indicadores de endeudamiento a fin de que los mismos estén alineados con las clasificaciones de riesgo asignadas. Adicionalmente, continuará con el monitoreo del avance de obra y con el cronograma de plazos establecido.

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.

Cambios en normas técnicas

Las obras comprendidas en la Segunda Etapa de la Concesión se iniciaron el 1 de abril de 2014. Dichas obras, al igual que las incluidas en la Primera Etapa, consideran un Expediente Técnico aprobado en el año 1999, el mismo que fue elaborado bajo las normas técnicas vigentes a esa fecha. No obstante lo anterior, el 1 de febrero de 2013 la Dirección General de Caminos y Ferrocarriles, por medio de la Resolución Directoral N°031-2013-MTC/14, aprobó el “Manual de Diseño Geométrico de Carreteras DG2013”. Dicho documento modificó la norma para el diseño de carreteras y, entre otros puntos, incrementó el ancho de la calzada de los puentes, al incluir el carril auxiliar o de emergencia en las dos calzadas.

En tal sentido, el cambio normativo establece parámetros y condiciones distintas a las obligaciones asumidas por el Concesionario al momento de la firma del Contrato de Concesión, afectando el diseño previsto de las siguientes obras en el Expediente Técnico:

- Los puentes de los intercambios viales de Huaura, Medio Mundo, San Nicolás y Barranca.
- Los puentes sobre los ríos Huaura, Supe y Pativilca.

Dado que el Contrato de Concesión inicialmente no contemplaba que el MTC pueda solicitar cambios al Expediente Técnico por cambios normativos, este presentó a OSITRAN el Proyecto de Adenda N°4 al Contrato de Concesión, solicitando lo siguiente:

- (i) Permitir que el Concedente, actuando a través del MTC, solicite cambios a las obras previstas en el Expediente Técnico bajo la figura de Obras Complementarias¹.
- (ii) Reconocer a Norvial los mayores costos que surgieran como consecuencia de los cambios normativos.

¹ Son aquellas Obras Complementarias que el Concedente, con la opinión favorable del SUPERVISOR, considere indispensables para el cumplimiento del objeto de la Concesión y que no se encuentren contempladas por el Expediente Técnico.

En relación al punto (i), OSITRAN opinó que el mecanismo no debe ser el de considerar la modificación al diseño de los puentes e intercambios viales como Obras Complementarias sino que se deberá otorgar al MTC el derecho de solicitar cambios al Expediente Técnico por cambios normativos. Más aún, OSITRAN opinó que la figura de Obras Complementarias se refiere a aquellas que no se encuentran contempladas en el Expediente Técnico, situación que de acuerdo al Supervisor no es el presente caso debido a que los puentes e intercambios viales si fueron inicialmente previstos en dicho expediente.

Respecto al punto (ii), OSITRAN opinó que los mayores costos que podrían surgir por los cambios normativos deberán resolverse de conformidad con la cláusula de equilibrio económico-financiero contemplada en el Contrato de Concesión. En tal sentido, OSITRAN opinó que el cambio en las normas técnicas (anchos de calzadas) se considera un cambio en las Leyes Aplicables, haciendo la aplicación de la cláusula de equilibrio económico-financiero factible para el presente caso.

Producto de la opinión desfavorable de OSITRAN y con el objetivo de viabilizar la construcción de las obras afectadas por los cambios normativos, Norvial y el MTC iniciaron la etapa de “Trato Directo”, situación contemplada como mecanismo de solución de controversias en el Contrato de Concesión, y acordaron lo siguiente:

- (a) Establecer el procedimiento, el mismo que deberá tener una opinión previa favorable de OSITRAN, para la aprobación de las modificaciones al diseño original que consta en el Expediente Técnico de los puentes sobre ríos y de los puentes de los intercambios viales afectados por el cambio de normas técnicas.
- (b) Ampliar el plazo para la ejecución de las obras referidas, siendo de 11 meses para el caso de los puentes de los intercambios viales y de 13 meses para los puentes sobre los ríos, plazo que comenzará a los 15 días de aprobadas las modificaciones al Expediente Técnico.

Respecto al punto (a), mediante Resolución Directoral N°562-2015-MTC/20 del 3 de julio de 2015, el Concedente aprobó los Expedientes Técnicos Definitivos de Ingeniería de los puentes sobre los ríos Huaura, Supe y Pativilca. De acuerdo a lo manifestado por el Concesionario, las obras relacionadas a los puentes sobre los ríos se iniciaron el 17 de julio de 2015. El plazo acordado para la construcción, tal como se indica en el punto (b), es de 13 meses desde el inicio de la misma. De acuerdo a lo manifestado por el Concesionario, este ya finalizó la construcción de los puentes afectados por el cambio en las normas técnicas.

En el caso de los puentes de los intercambios viales, mediante Resolución Directoral N°228-2016-MTC/20 del 14 de abril de 2016, el MTC aprobó los expedientes técnicos actualizados para la ejecución de las obras relacionadas a los puentes sobre intercambios viales (Huaura, Medio Mundo, San Nicolás y Barranca), dándose inicio a las obras el 18 de abril de dicho ejercicio. En cuanto al plazo de construcción, este se acordó en 11 meses a partir del inicio de la ejecución de las obras relacionadas. De acuerdo a lo manifestado por el Concesionario, la construcción de los

intercambios viales de Huara, Medio Mundo, San Nicolás y Barranca ha finalizado.

El costo adicional generado por los cambios normativos a la estructura de los puentes sobre ríos e intercambios viales, el cual fue estimado en S/24.2 millones (incluido IGV), fue asumido por el Concesionario.

Falta de entrega de predios

De acuerdo al Contrato de Concesión, el Concedente está obligado a entregar todos los bienes (incluyendo pero sin estar limitados a los terrenos, predios, unidades catastrales y demás inmuebles) necesarios para la construcción de obras al Concesionario libre de cargas y gravámenes, libre de personas u otros ocupantes, así como de cualquier otro tipo de afectación. A la fecha del presente informe está pendiente la entrega de:

- (i) Un número indeterminado de predios que dificultan la ejecución de las obras de los pasos a desnivel de las avenidas Centenario, Perú y San Martín (equivalente al 5.23% de la obra).
- (ii) Predios que afectan distintas obras de la Segunda Etapa.

Pasos a desnivel

El diseño original previsto en el Expediente Técnico consideraba un número de predios que actualmente se encuentran ocupados por un alto número de viviendas y locales comerciales, dificultando su expropiación. Dado que la adquisición de los predios requeridos para la construcción de los pasos a desnivel resultaría en un alto costo social y económico, PROVIAS Nacional² recomendó que se busquen soluciones alternas que no afecten dichos predios.

En tal sentido, la Adenda N°4 al Contrato de Concesión, cuyo texto fue aprobado mediante la Resolución Ministerial N°740-2015 MTC/01 el 18 de diciembre de 2015, le otorga el derecho al Concedente a solicitar modificaciones al Expediente Técnico ante la dificultad de liberar predios para la ejecución de las obras relacionadas a los pasos a desnivel. De acuerdo a dicha adenda, el costo presupuestado asciende a S/32.3 millones, el cual será asumido por el Concedente dada la opinión favorable de OSITRAN. En caso el costo del cambio en el expediente técnico de los pasos a desnivel resulte ser mayor a la cifra mencionada líneas atrás, la diferencia será de cargo del Concedente y en ningún caso dicha diferencia será asumida por el Concesionario. De igual manera, los mayores costos de supervisión y de la tasa de regulación, de ser el caso, así como los costos de elaboración de estudios generados por la solicitud de modificación al Expediente Técnico deberán ser asumidos por el Concedente. La Adenda N°4 indica, además, que las obras relacionadas a los pasos a desnivel deberán ser evaluadas en el marco del Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP).

Cabe señalar que mediante Acta de Acuerdo para la Elaboración de los Estudios Definitivos de Ingeniería para la Ejecución de los Pasos a Desnivel de las Avenidas Cente-

nario, Perú y San Martín (en adelante los Estudios), firmada el 23 de marzo de 2016, el Concedente encarga al Concesionario la elaboración de los Estudios. Posteriormente, el 13 de enero de 2017, el Concesionario remitió al Concedente los Expedientes Técnicos de los Pasos a Desnivel de las Avenidas Centenario, Perú y San Martín, cuyos diseños conceptuales cuentan con conformidad del Supervisor y el Concedente.

Predios restantes

Respecto a los predios restantes, estos afectan zonas específicas de la construcción (calzadas, intercambios viales, puentes, pasos a desnivel y empalmes) de la Segunda Etapa, dificultando en cierta medida la construcción de la Segunda Etapa. El Concesionario indica que su falta de entrega no afectaría el tránsito de la carretera.

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 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. De acuerdo a lo señalado por la Compañía vía Hecho de Importancia, el 27 de setiembre de 2017, el Directorio aprobó la suscripción de la Adenda N°5, celebrado entre Norvial y el Estado Peruano.

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.

² Proyecto Especial del MTC, creado mediante Decreto Supremo N° 033-2002-MTC del 12.07.2002. PROVIAS NACIONAL cuenta con autonomía técnica, administrativa y financiera. Asimismo, está encargado de la ejecución de proyectos de construcción, mejoramiento, rehabilitación y mantenimiento de la Red Vial Nacional.

MARCO REGULATORIO DE LA CONCESIÓN

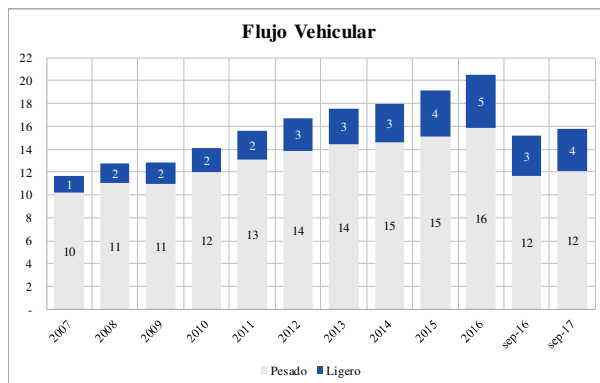
Para mayor información sobre los antecedentes y la explotación de la Concesión, la resolución del Contrato, el financiamiento del Proyecto y las garantías de la emisión de bonos corporativos, referirse al Anexo V del presente informe.

PERIODO DE OPERACIÓN

Desempeño Histórico de la Carretera

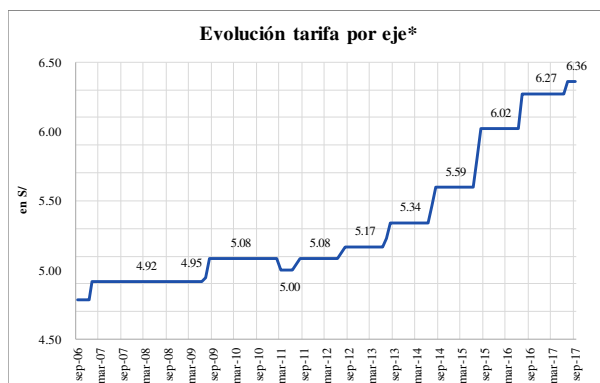
Tras la firma del Contrato de Concesión el 15 de enero de 2003, la Compañía quedó facultada a exigir el cobro del peaje a los usuarios de la carretera.

Desde ese momento, el flujo vehicular, medido a través del número de ejes, ha presentado un crecimiento sostenido, siendo el CAGR³ desde el inicio de la Concesión hasta el 2016 de 10.29%. La tendencia positiva se mantiene al 30 de setiembre de 2017, tras pasar el flujo vehicular de 15.15 millones de ejes a 15.74 millones en los últimos 12 meses (+3.92%). Es de indicar que el menor dinamismo en el crecimiento del flujo vehicular se encuentra asociado a los efectos del Fenómeno El Niño.



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

Con respecto a la tarifa por eje, esta presenta un incremento sostenido desde el inicio de la Concesión. A la fecha de análisis, la tarifa se ubica en S/6.36 sin IGV por eje, siendo el último incremento realizado en julio de 2017, cuando pasó desde S/6.27 sin IGV por eje.



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

En términos de recaudación por peaje (sin considerar el IGV) se puede observar la misma tendencia creciente que el número de ejes y que la tarifa. En tal sentido, la recaudación totalizó S/99.1 millones a la fecha de corte, cifra que supera en 7.41% lo registrado en similar periodo del ejercicio previo.



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

(* No incluye IGV ni pagos realizados por adelantado por la venta de vales prepago)

Contratos de Operación y Mantenimiento

Para realizar las actividades de operación de la infraestructura vial e instalaciones del tramo vial 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 a través del cual Concar se encarga de lo siguiente:

- Realizar el mantenimiento rutinario del tramo vial.
- Conservar y mantener la infraestructura vial de la carretera.
- Recaudar el peaje, incluyendo el IGV y cualquier otro aporte de ley a través de las estaciones de peaje.
- Responder por los actos, omisiones y/o negligencia de su personal o de los contratistas que decida contratar.
- Proporcionar informes y/o información relacionada al desarrollo de la operación de la carretera al Concesionario.
- Contar con las debidas autorizaciones y derechos.

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

³ Tasa Anual Compuesta de Crecimiento, de las siglas en inglés de Compound Annual Growth Rate.

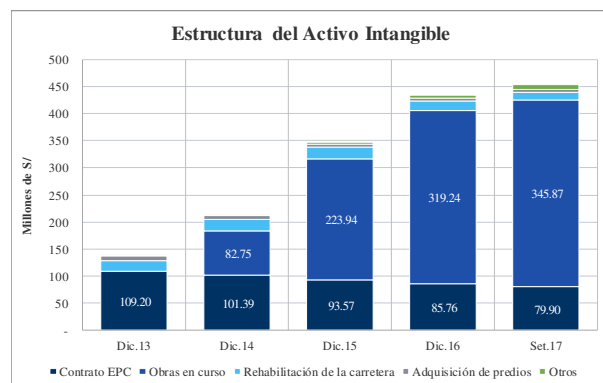
la finalización del plazo de vigencia de la Concesión, es decir, hasta el 15 de enero de 2028.

ANÁLISIS FINANCIERO

Activos y Liquidez

Al 30 de setiembre de 2017, los activos de la Compañía totalizan S/572.5 millones, exhibiendo un retroceso de 0.48% respecto al ejercicio anterior. Dicha disminución responde al menor nivel en efectivo y equivalentes registrado en las cuentas del Fideicomiso, tras la utilización parcial de los fondos de la cuenta capex para las obras de la Segunda Etapa. Lo anterior logra contrarrestar los mayores gastos contratados por anticipado asociado al mantenimiento periódico, así como el mayor activo intangible (+S/13.0 millones y +S/19.8 millones, respectivamente). Respecto a este último, se aprecia un incremento al pasar de S/434.3 millones en el 2016 a S/454.1 millones en la fecha de corte, en línea con el avance de obra de la Segunda Etapa de la Concesión. Asimismo, su participación respecto al total de activos se incrementa de 75.49% a 79.32% en el lapso de tiempo antes señalado.

En cuanto a la composición del activo intangible, se observa que el mismo está compuesto principalmente por las obras en curso relacionadas a la Segunda Etapa. Otro componente de importancia es el Contrato EPC, el cual comprende las obras realizadas en la Primera Etapa de la Concesión. Al haber finalizado dicha etapa, se viene amortizando el intangible asociado siguiendo el método de línea recta por lo que su participación dentro de la estructura retrocede entre periodos analizados. En tal sentido, es de mencionar que una vez que finalice la construcción 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.

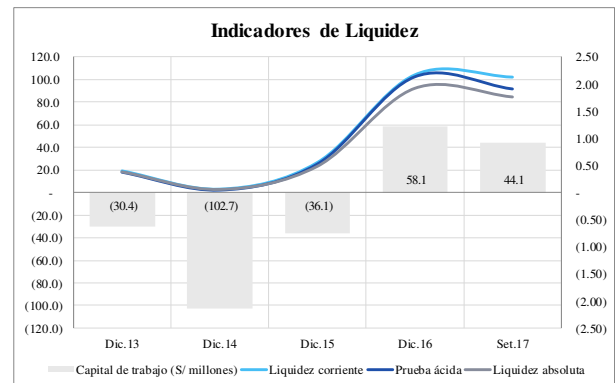


Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

De acuerdo a información proporcionada por el Concesionario, el avance de ejecución de obras al tercer trimestre de 2017 fue de 91.58% (90.49% al cierre de 2016), estimando como fecha de conclusión de las obras el 31 de julio de 2018. En esa línea, es de indicar que la fecha indicada podría atrasarse en la medida que el Concedente demore en la entrega de los predios. No obstante, lo anterior no afecta el flujo vehicular, por lo que no se afectarían los ingresos.

La disminución señalada en párrafos previos respecto al saldo de efectivo y equivalentes, conllevó a que el total de activos circulantes retroceda en 22.85% entre el 2016 y el tercer trimestre de 2017. A pesar de lo anterior, los indica-

dores de liquidez se mantienen relativamente estables, presentando ligeros ajustes dado que los pasivos de corto plazo también disminuyen. De lo expuesto, la liquidez corriente pasa de 2.17 a 2.13 veces entre diciembre de 2016 y setiembre de 2017, mientras que la prueba ácida lo hace de 2.13 a 1.91 veces. Por su parte, el capital de trabajo retrocede de S/58.1 millones a S/44.1 millones, tal como se aprecia en el gráfico a continuación:

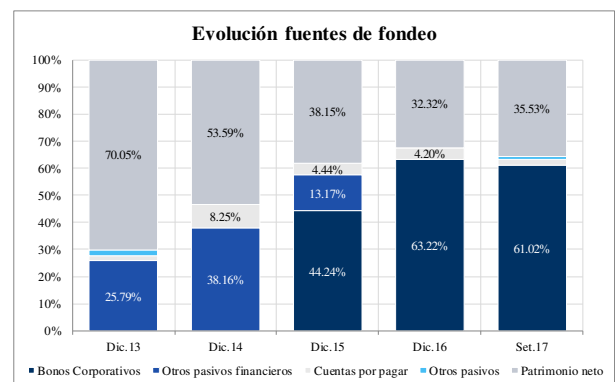


Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

Estructura Financiera y Solvencia

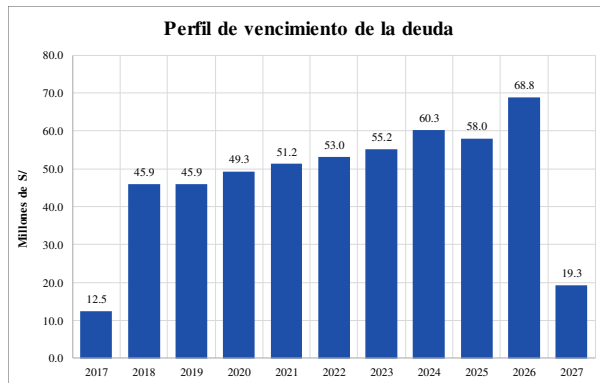
Al tercer trimestre de 2017, la Compañía presenta pasivos por S/369.1 millones, cifra que disminuye en 5.21% en relación a lo observado al periodo previo. Lo anterior se asocia al retroceso en las obligaciones financieras, toda vez que, al haberse cumplido el periodo de gracia de la primera emisión, se viene realizando la amortización trimestral de la misma desde octubre de 2016.

Respecto al financiamiento del activo, son los bonos corporativos los que presentan la mayor participación, aunque la misma retrocede de 63.22% a 61.02% en los primeros nueve meses del año. En tanto, la contribución del patrimonio incrementa de 32.32% a 35.53% en el periodo señalado.



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

A la fecha de corte, las obligaciones financieras de la Compañía alcanzan S/349.3 millones y 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.

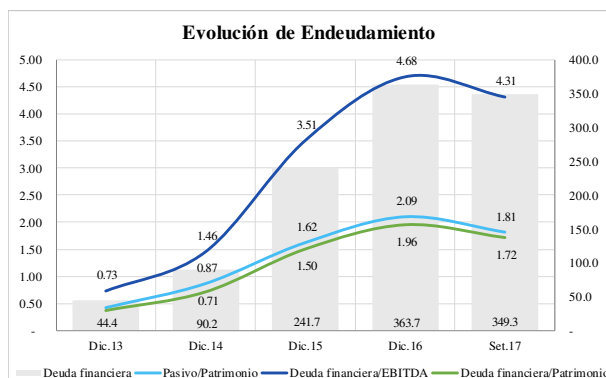


Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

El patrimonio neto de la Compañía asciende a S/203.4 millones al 30 de setiembre de 2017, registrando un incremento de 9.42% respecto a lo registrado al 2016, producto de la acumulación de resultados (+S/27.3 millones). Asimismo, el patrimonio neto recoge las reparticiones de dividendos realizadas a lo largo del ejercicio 2017, las mismas que ascienden a S/20.0 millones. Dicho monto fue distribuido en dos partes de S/10.0 millones aprobadas en JGA del 31 de mayo y del 18 de julio de 2017, respectivamente.

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 (1.72 veces).

En cuanto a otros indicadores de endeudamiento, se puede apreciar que el apalancamiento contable (pasivo en relación al patrimonio) disminuye de 2.09 a 1.81 veces entre el cierre de 2016 y setiembre de 2017, mientras que la palanca financiera (deuda financiera respecto a EBITDA) lo hace de 4.68 a 4.31 veces.



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

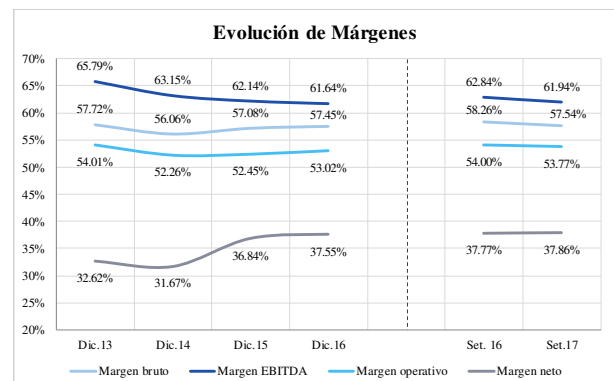
Generación y Rentabilidad

A setiembre de 2017, los ingresos por recaudación de peajes totalizan S/99.1 millones, superando en 7.42% lo registrado 12 meses atrás, en línea con el mayor tráfico vehicular (+3.92%) y con el incremento de la tarifa realizado en julio de 2017 (de S/6.27 a S/6.36 sin incluir IGV). En tanto, el costo por la prestación del servicio asciende a S/39.4 millones luego de incrementarse interanualmente en

6.08%. El costo por servicio recoge el costo de mantenimiento periódico (S/15.7 millones), el costo de operación (S/9.1 millones), la amortización del intangible (S/8.1 millones), la retribución al MTC - Fondo Vial (S/5.4 millones) y el Aporte por Regulación a OSITRAN (S/1.0 millones), entre otros. Respecto a la amortización de intangibles, debe mencionarse que el mismo debería de incrementarse una vez que se apruebe la Adenda N°5 y se vayan entregando las obras realizadas.

Respecto a los ingresos y costos por la construcción de la segunda calzada, se observa que estos disminuyen considerablemente dado que la construcción de las obras comprendidas en la Segunda Etapa está finalizando, además de considerar el retraso en la construcción de ciertas estructuras tales como los pasos a desnivel.

El crecimiento observado en los ingresos por recaudación de peajes impulsa el resultado bruto en 6.10% hasta alcanzar S/57.0 millones al tercer trimestre de 2017. No obstante, el margen bruto se ajusta entre setiembre de 2016 y 2017 de 58.26% a 57.54% como resultado de los menores ingresos por construcción y por obras complementarias. Luego de considerar el menor gasto administrativo, derivado de menores servicios de terceros, la utilidad operativa asciende a S/53.3 millones (+6.96% respecto a similar periodo del ejercicio previo) y el margen operativo a 53.77% (54.00% en setiembre de 2016).

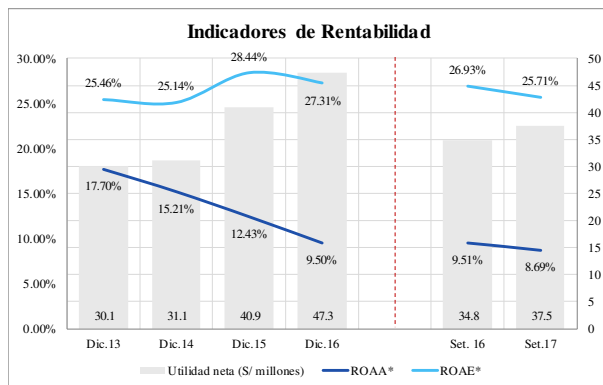


Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

En relación a la carga financiera de la Compañía, la misma resulta baja en comparación al nivel de deuda que mantiene en línea con el tratamiento contable que se le da. Tal es así que 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. En ese sentido, es de resaltar que, con la recepción de las obras, el gasto financiero a nivel de resultados se incrementaría, siendo el interés capitalizado a la fecha de corte de S/19.5 millones.

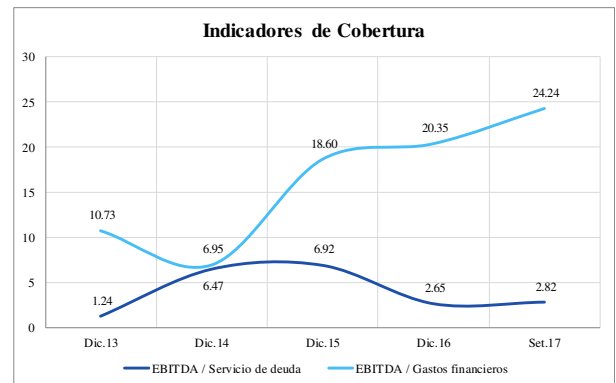
Luego de considerar el pago de impuesto a la renta, la utilidad neta de Norvial alcanza S/37.5 millones al 30 de setiembre de 2017, revelando un crecimiento de 7.67% interanual y un margen neto de 37.86%, por encima de lo registrado en similar periodo del ejercicio previo. A pesar de lo anterior, la rentabilidad anualizada para el nivel promedio de activos (ROAA) continúa retrocediendo dado el avance de las obras de la Segunda Etapa, pasando de 9.51% a 8.69% entre setiembre de 2016 y 2016. Del mismo modo, el rendimiento anualizado para los accionistas

(ROAE) disminuye interanualmente de 26.93% a 25.71% durante el mismo periodo, en línea con el mayor patrimonio del Concesionario.



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

En términos de generación, el EBITDA presenta un crecimiento interanual de 5.88% al pasar de S/58.0 millones a S/61.4 millones, producto de la mayor recaudación de peajes. El nivel actual de EBITDA anualizado permite cubrir los gastos financieros en 20.35 veces a la fecha de corte y en 2.82 veces al servicio de deuda (2.75 y 1.83 veces, respectivamente, de considerar los intereses capitalizados).



Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

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

(S/ miles)

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set. 16	Dic.16	Set. 17
ACTIVOS						
Efectivo y equivalente de efectivo	19,128	5,500	38,276	97,966	95,418	68,939
Cuentas por cobrar comerciales	-	-	3,530	11,240	10,513	5,661
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	296	-	-	-	-	6,803
Otras cuentas por cobrar	7	26	743	2,643	950	678
Gastos contratados por anticipado	546	566	618	-	-	-
Costo diferido	-	346	346	1,236	957	1,118
Total Activo Corriente	19,977	6,438	43,513	113,085	107,838	83,199
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	-	408	408	408	408	408
Otras cuentas por cobrar	-	3,826	15,454	17,089	16,604	9,244
Gastos contratados por anticipado	-	2,416	6,763	18,814	12,236	25,199
Mobiliario y equipo	2,937	839	620	503	432	335
Activos intangibles	145,091	214,155	347,680	423,083	434,305	454,128
Activos por impuestos diferidos	4,200	4,254	2,656	1,197	-	-
Costo diferido	-	4,157	3,811	3,898	3,465	-
Total Activo No Corriente	152,228	230,055	377,392	464,992	467,450	489,314
TOTAL ACTIVOS	172,205	236,493	420,905	578,077	575,288	572,513
PASIVOS						
Otros pasivos financieros	43,209	89,615	55,428	67	-	-
Bonos	-	-	5,537	22,796	25,541	25,424
Cuentas por pagar comerciales	268	691	833	452	672	716
Cuentas por pagar a partes relacionadas	1,156	17,608	16,684	14,460	14,423	5,524
Otras cuentas por pagar	1,883	1,219	1,152	10,720	9,086	7,451
Otras provisiones	3,846	-	-	0	-	-
Total Pasivo Corriente	50,362	109,133	79,634	48,494	49,722	39,115
Otros pasivos financieros	1,207	634	180,686	344,149	338,143	323,914
Préstamos a largo plazo	1,207	634	-	0	-	-
Bonos a largo plazo	-	-	180,686	344,149	338,143	323,914
Pasivos por impuestos diferidos	-	-	-	0	1,518	6,058
Total Pasivo No Corriente	1,207	634	180,686	344,149	339,661	329,972
TOTAL PASIVO	51,569	109,767	260,320	392,643	389,383	369,087
PATRIMONIO						
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	24,377	29,473	53,563	84,422	72,422	99,742
Resultado del ejercicio	30,096	31,090	40,859	34,848	47,320	37,521
TOTAL PATRIMONIO NETO	120,636	126,726	160,585	185,433	185,905	203,426
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	172,205	236,493	420,905	578,077	575,288	572,513

Estado de Resultados Integrales

(S/ miles)

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set. 16	Dic.16	Set. 17
Recaudación de peajes	92,252	98,178	110,909	92,254	126,025	99,104
Ingresos por construcción segunda calzada	-	79,992	133,167	67,055	72,754	7,115
Ingreso por obras complementarias	-	-	2,155	17,590	17,479	1,230
Ingresos brutos	92,252	178,170	246,231	176,899	216,258	107,449
Total costo de los servicios	(39,000)	(123,134)	(182,927)	(123,152)	(143,856)	(50,423)
Costo de los servicios	(37,040)	(41,784)	(45,781)	(37,154)	(50,873)	(39,414)
Costos por construcción segunda calzada	-	(79,183)	(131,848)	(66,391)	(72,034)	(7,047)
Otros costos de operación	(1,960)	(2,167)	(2,407)	(2,101)	(3,138)	(2,210)
Costo por obras complementarias	-	-	(2,891)	(17,506)	(17,811)	(1,752)
Resultado bruto	53,252	55,036	63,304	53,747	72,402	57,026
Gastos administrativos	(3,495)	(3,729)	(5,137)	(4,039)	(5,707)	(3,870)
Otros ingresos y gastos	64	2	-	110	125	130
Resultado operativo	49,821	51,309	58,167	49,818	66,820	53,286
Gastos financieros	(5,657)	(8,922)	(3,705)	(2,903)	(3,818)	(2,431)
Ingresos financieros	368	110	186	488	686	561
Diferencia por tipo de cambio	(4,191)	(499)	(178)	(74)	(106)	(113)
Resultado antes del impuesto a la renta	40,341	41,998	54,470	47,328	63,582	51,303
Impuesto a la renta	(10,245)	(10,908)	(13,611)	(12,481)	(16,262)	(13,782)
Resultados integrales	30,096	31,090	40,859	34,847	47,320	37,521

NORVIAL S.A.**Principales Indicadores**

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set. 16	Dic.16	Set. 17
Solvencia y Endeudamiento						
Pasivo / Patrimonio	0.43	0.87	1.62	2.12	2.09	1.81
Pasivo / Activo	0.30	0.46	0.62	0.68	0.68	0.64
Deuda financiera total / Pasivo	0.86	0.82	0.93	0.93	0.93	0.95
Pasivo corriente / Pasivo	0.98	0.99	0.31	0.12	0.13	0.11
Deuda financiera total / EBITDA*	0.73	1.46	3.51	4.83	4.68	4.31
Liquidez						
Liquidez corriente	0.40	0.06	0.55	2.33	2.17	2.13
Prueba ácida	0.38	0.05	0.52	2.25	2.13	1.91
Liquidez absoluta	0.38	0.05	0.48	2.02	1.92	1.76
Capital de trabajo (S/ miles)	-30,385	-102,695	-36,121	64,591	58,116	44,084
Gestión						
Gastos operativos / Ingresos	3.79%	3.80%	4.63%	4.38%	4.53%	3.90%
Gastos financieros / Ingresos	6.13%	9.09%	3.34%	3.15%	3.03%	2.45%
Generación y Rentabilidad						
Margen bruto	57.72%	56.06%	57.08%	58.26%	57.45%	57.54%
Margen EBITDA	65.79%	63.15%	62.14%	62.84%	61.64%	61.94%
Margen operativo	54.01%	52.26%	52.45%	54.00%	53.02%	53.77%
Margen neto	32.62%	31.67%	36.84%	37.77%	37.55%	37.86%
ROAE*	25.46%	25.14%	28.44%	26.93%	27.31%	25.71%
ROAA*	17.70%	15.21%	12.43%	9.51%	9.50%	8.69%
EBITDA (S/ miles)	60,688	62,000	68,920	57,972	77,685	61,382
EBITDA anualizado (S/ miles)	60,688	62,000	68,920	76,054	77,685	81,095
FCO (S/ miles)	37,124	-30,220	-111,834	-53,106	-42,051	7,998
FCO anualizado (S/ miles)	37,124	-30,220	-111,834	-164,940	-42,051	19,053
Gastos financieros (S/ miles)	5,657	8,922	3,705	2,903	3,818	2,431
Gastos financieros anualizados (S/ miles)	5,657	8,922	3,705	3,853	3,818	3,346
Coberturas						
EBITDA / Gastos financieros*	10.73	6.95	18.60	19.74	20.35	24.24
EBITDA / Servicio de deuda*	1.24	6.47	6.92	2.85	2.65	2.82
FCO / Gastos financieros*	6.56	-3.39	-30.18	-18.29	-11.01	3.29
FCO / Servicio de deuda*	5.92	-3.15	-11.22	-3.58	-1.43	0.66
Deuda financiera total / Patrimonio	-	-	1.50	1.98	1.96	1.72
FCSD / Servicio de deuda*	-	-	5.00	3.67	3.03	1.63

(*) Indicadores anualizados

ANEXO I
HISTORIA DE CLASIFICACIÓN – NORVIAL

Instrumento	Clasificación Anterior (AI 31.03.17) *	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 5 de mayo 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 30.09.2017

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

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 30.09.2017

Directorio	
Gonzalo Ferraro Rey	Presidente
Gonzalo Buse Ayulo	Director
Carlos Garmendia Fossa	Director
Antonio Cueto Saco	Director
Luis Fukunaga Mendoza	Director
Juan Portaro Camet	Director
Fernando Cerdeña Stromsdorfer	Director Alterno
Fernando Camet Piccone	Director Alterno
Mónica Miloslavich Hart	Director Alterno

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 30.09.2017

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
Monto Colocado	S/80.0 millones	S/285.0 millones
Moneda		Soles
Plazo	5 años	11 años 6 meses
Pagos diferidos	Fondeado 100% en fecha de emisión	Fecha de emisión: - S/105.02 MM Pagos diferidos: - Ene.16: S/100.01 MM - Jul.16:79.97 MM
Tasa	6.750%	8.375%
Fecha de Emisión		22 de julio de 2015
Vencimiento	22 de julio 2020	22 de enero 2027
Periodo de gracia	1 año	5 años
Amortización	Trimestral, desde octubre 2016	Trimestral, desde octubre 2020
Resguardos	Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	
Garantías	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 mantener un ratio de cobertura de servicio de Deuda (Flujo de Caja de Servicio de Deuda / Servicio de Deuda) no menor a 1.30 veces. Al 31 de diciembre de 2016 dicho ratio se situó en 3.03 veces y al 31 de marzo de 2017 en 1.86 veces, 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 Restricción⁴ 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.

Al 31 de diciembre de 2016 el ratio de apalancamiento mencionado se situó en 1.96 veces y al 31 de marzo de 2017 en 1.82 veces (1.50 veces al 31 de diciembre de 2015).

⁴ 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 serpentín de Pasamayo (22.4 km)⁵
- La autopista Ancón – Huacho (103.0 km)⁶
- La carretera Huacho – Pativilca (57.3 km)⁷

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.

Primera Etapa

Luego de firmado el Contrato de Concesión el 15 de enero de 2003, se dio inicio a la construcción de las obras correspondientes a la Primera Etapa del proyecto, las cuales incluyeron:

- i. La construcción del evitamiento Huacho – Primavera (Tramo 1, Calzada Oeste) y desvío Ambar – Pativilca (Tramo 3, Calzada Este), construyéndose una sola calzada en dos sentidos
- ii. El reforzamiento de la calzada existente entre Primavera y el desvío Ambar a nivel de acabado
- iii. Los intercambios viales Huacho y Pativilca
- iv. Los empalmes necesarios con las vías existentes
- v. Las calzadas de los puentes Huaura y Pativilca
- vi. Reforzamiento del puente Supe

Luego de la finalización de dichas obras en mayo de 2008, el MTC, tras la firma de la Adenda N°3 al Contrato de Concesión⁸, solicitó la construcción de las siguientes Obras Complementarias:

- i. Empalme Huacho – Ramal 5.
- ii. Rampas de ingreso y salida urbanización Los Cipreses.
- iii. Vuelta en U en la salida norte de Huacho.
- iv. Rampas de ingreso y salida (N° 1 y 2) Asentamiento Humano Los Pinos.

⁵ Km 44 a Km 66.4 de la Panamericana Norte

⁶ Km 44 a Km 147 de la Panamericana Norte

⁷ Km 147 a Km 204.3 de la Panamericana Norte

⁸ La Adenda 3, firmada el 13 de agosto de 2008, estableció que el Concedente (MTC) podrá encargar directamente a la Compañía la ejecución de obras complementarias y/o nuevas para mejorar aspectos de seguridad vial, o que se ejecuten como solución al acceso y libre tránsito de los usuarios de las localidades afectadas por la construcción de la nueva autopista.

- v. Cuatro intersecciones con semáforos.
- vi. Cuatro pasos peatonales subterráneos: C.A. El Milagro, C.A. Irene Salvador, C.A. Independencia, C.A. El Carmen.

Segunda Etapa

De acuerdo al Contrato de Concesión, las obras de la Segunda Etapa debían iniciarse 11 años después de la puesta en servicio de la totalidad de las obras correspondientes a la Primera Etapa, o cuando se verifique que por cuatro años consecutivos el promedio anual de ejes cobrables, medidos en la estación de Paraíso (Huacho), sea igual o superior a 6.50 millones, lo que ocurra primero.

Tras cumplir con el requerimiento de promedio de ejes cobrables, se procedió a determinar la fecha de inicio de la Segunda Etapa. Para esto, según la interpretación del Contrato de Concesión por el MTC y el Concesionario, la construcción debía iniciarse en el año 2015; por otro lado, OSITRAN (el Supervisor) indicaba que debía ser en el año 2014. Consecuentemente, la controversia se trasladó a la Cámara de Comercio de Lima, donde se resolvió en contra del Concesionario, obligando a este último a iniciar las obras el 01 de abril de 2014.

Cabe mencionar que el Concesionario presentó la ingeniería de detalle del Expediente Técnico de esta etapa a OSITRAN el 04 de setiembre de 2013. Luego del levantamiento de las observaciones correspondientes por parte del Concesionario, el Supervisor aprobó la ingeniería de detalle del Expediente el 14 de febrero de 2014, con lo cual el Concesionario inició las obras el 01 de abril de 2014. La construcción de la segunda etapa de la Concesión está a cargo del Consorcio Huacho – Pativilca conformado por JJC Contratistas Generales S.A. y GyM S.A.

Las obras comprendidas en la Segunda Etapa, a ser construidas en un periodo de 2 años de acuerdo al Contrato de Concesión, incluyen:

- i. La segunda calzada que complementa la plataforma del tramo Huacho – Pativilca.
- ii. Cuatro intercambios viales restantes del tramo Ancón – Huacho – Pativilca.
- iii. Calzadas y cimentación del puente Supe.
- iv. Las estructuras faltantes de los puentes Huaura, Supe y Pativilca.

De acuerdo a Norvial, las ventajas relacionadas a la construcción de la Segunda Etapa incluyen:

- i. Mayor seguridad por eliminarse posibilidad de choques frontales.
- ii. Se elimina el deslumbramiento en manejo nocturno.
- iii. Mejores condiciones de viaje, ahorro de costos de operación vehicular y mejor aprovechamiento del tiempo.

ANEXO V MARCO REGULATORIO DE LA CONCESIÓN

Antecedentes

El 22 de febrero de 2001, el Comité Especial Red Vial Nacional (hoy Comité de PROINVERSIÓN en Proyectos de Infraestructura y Servicios Públicos) aprobó las Bases de la Licitación Pública Especial Internacional para la entrega en concesión del tramo Ancón – Huacho – Pativilca al sector privado. Asimismo, la Comisión de Promoción de la Inversión Privada (COPRI) aprobó dichas bases el 5 de marzo de 2001. Con fecha 9 de mayo de 2002, el Consejo Directivo de PROINVERSIÓN aprobó el contrato a ser suscrito entre el Estado Peruano, representado por el MTC, y el concesionario. 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.

La explotación se inició con la toma de posesión de los bienes de la Concesión. No obstante, esta sólo podía iniciarse si el Concesionario había cumplido con presentar la Garantía de Fiel Cumplimiento por un monto inicial de US\$8.00 millones⁹, había constituido un fideicomiso de US\$3.50 millones a favor del MTC para la adquisición de predios y contaba con las siguientes pólizas de seguros exigidas por el Contrato: i) responsabilidad civil, ii) seguro de accidentes, iii) riesgos laborales, iv) siniestros de bienes afectados, v) póliza de obras civiles terminadas, vi) pólizas de operación y vii) pólizas 3D.

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 2007¹⁰ 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.

⁹ Carta Fianza obtenida de Interbank para cumplir con las obligaciones que asuma el Concesionario con la suscripción del Contrato de Concesión. El plazo de vigencia de la carta es de dos años renovables por periodos similares (próximo vencimiento es el 12 de enero de 2018).

¹⁰ Antes de la fecha indicada, la Tarifa se fijaba de acuerdo a lo estipulado en el Contrato de Concesión.

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.
- 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.

Financiamiento del Proyecto¹¹

La construcción de la infraestructura perteneciente a la Primera Etapa de la Concesión tuvo un costo de US\$49.90 millones, para lo cual en el año 2005 el Concesionario obtuvo un préstamo por US\$36.00 millones del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y del *International Finance Corporation* (IFC). Con el objetivo de pre-pagar el préstamo con el BID y el IFC e iniciar las obras de la Segunda Etapa, Norvial suscribió el 15 de enero de 2014 un Contrato de Préstamo Puente con el BCP. Dicho Préstamo Puente alcanzó un saldo de S/147.22 millones a junio de 2015 y fue cancelado con los fondos provenientes de la emisión de bonos corporativos realizada el 22 de julio de 2015. Se estima que la inversión total por la Segunda Etapa ascenderá a US\$95 millones.

A la fecha del presente informe, se ha realizado el desembolso del íntegro de los fondos de la Primera y Segunda Emisión de acuerdo al cronograma establecido, habiéndose cancelado la Línea Revolvente del BCP utilizada para financiar la construcción de la Segunda Etapa entre los pagos diferidos de la Segunda Emisión.

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.

Como se mencionó, 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 Revolvente 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.

¹¹ Proyecto: obras comprendidas en el Contrato de Concesión.

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 Garantizadas¹², 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.

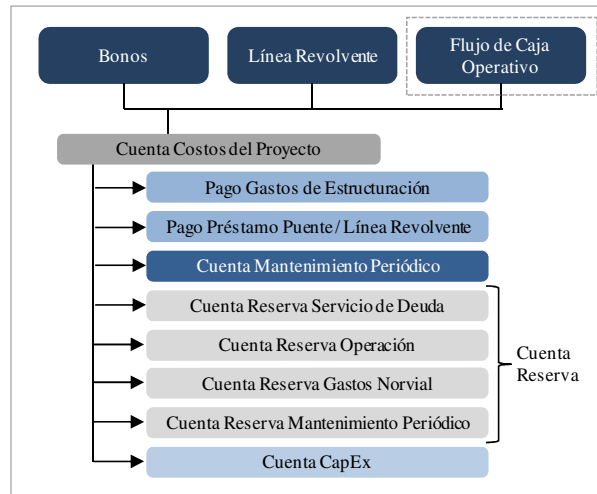
Garantías Mobiliarias sobre las Acciones del Emisor

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 A¹³ (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.

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.

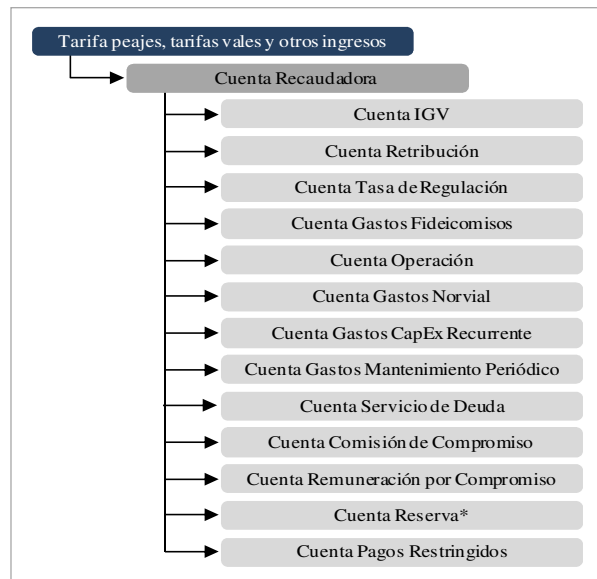


Fuente: Norvial / Elaboración: Equilibrium

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

¹² 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 Revolvente, y los anexos de cada uno de los anteriores, así como sus respectivas modificaciones.

¹³ 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).



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 Financiero¹⁴, 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.

¹⁴ De acuerdo al Convenio de Respaldo Financiero, es el evento en la 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).

© 2017 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, consecencial 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, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.