



Equilibrium  
Clasificadora de Riesgo S.A.

# SCOTIA SOCIEDAD TITULIZADORA S.A. PATRIMONIO EN FIDEICOMISO SCOTIABANK – REDESUR Y TESUR – D. LEG N°861, TÍTULO XI

Lima, Perú

## Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 24 de noviembre de 2017

### Contacto:

(511) 616 0400

Maria Luisa Tejada  
Analista Senior  
[mtejada@equilibrium.com.pe](mailto:mtejada@equilibrium.com.pe)

Gabriela Bedregal  
Analista  
[gbedregal@equilibrium.com.pe](mailto:gbedregal@equilibrium.com.pe)

\* Para ver el resumen de la estructura remitirse al Anexo I.

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

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 de Red Eléctrica del Sur – Redesur, Transmisora Eléctrica del Sur – Tesur y del Patrimonio Fideicometido, además de Estados Financieros Intermedios al 30 de setiembre de 2016 y 2017. 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:** Después del respectivo análisis, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la categoría AAA.pe otorgada al Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización de Red Eléctrica del Sur – REDESUR y Transmisora Eléctrica del Sur – TESUR (en adelante los Originadores) hasta por un importe máximo en circulación de US\$110.0 millones.

Dicha decisión considera la solidez de la estructura de la titulización, la misma que incluye un Patrimonio Fideicometido (PF) al cual se ceden los todos los ingresos, derechos y bienes de las concesiones. Asimismo, se contempla la constitución de una cuenta reserva equivalente al siguiente servicio de deuda total, así como el establecimiento de un resguardo financiero asociado a la cobertura del mismo y aplicable al PF. Aporta también a la clasificación, las principales características y el marco regulatorio del sector en el cual se desenvuelven los Originadores, factores que confieren predictibilidad y estabilidad a los flujos cedidos, al ser el subsector de transmisión altamente regulado y considerado un monopolio natural. Además, resulta relevante el conocimiento y experiencia del operador técnico –Red Eléctrica Internacional– en la operación y mantenimiento de las líneas de transmisión, y el respaldo patrimonial que otorga el Grupo Económico de los Originadores: Red Eléctrica Corporación, holding de la única empresa de transmisión de España; Red Eléctrica de España, empresa que ostenta una clasificación de largo plazo de Baa1 otorgada por *Moody's Investors Service* con perspec-

## Instrumento\*

Bonos Titulizados

## Clasificación\*\*

AAA.pe

tivas estables basada en la posición estratégica que le otorga ser el único dueño y operador de las líneas de transmisión en dicho país.

Red Eléctrica del Sur maneja la concesión para el diseño, suministro de bienes y servicios, construcción y explotación del sistema de transmisión del Proyecto del Reforzamiento de los Sistemas Eléctricos de Transmisión del Sur L.T. Socabaya-Moquegua y L.T. Puno-Moquegua-Tacna, habiendo firmado un contrato de concesión BOOT por 30 años desde la puesta en operación comercial. Por su parte, Transmisora Eléctrica del Sur cuenta con la concesión para el diseño, financiamiento, suministro de bienes y servicios requeridos, construcción, operación y mantenimiento de la L.T. Socabaya-Tintaya, firmado a través de un contrato SGT (Sistema Garantizado de Transmisión) a un plazo de concesión de 30 años desde la puesta en operación. En este sentido, cabe señalar que los plazos de las concesiones calzan con los plazos de la Primera y la Segunda Emisión de Bonos Titulizados (15 y 28 años, respectivamente).

En línea con la estructura de titulización, Redesur y Tesur transfirieron en dominio fiduciario los derechos de cobro, los derechos y obligaciones de las concesiones BOOT y SGT, la hipoteca de las concesiones y los bienes de las mismas, incluyendo las concesiones definitivas, los flujos dinerarios, los contratos de fibra óptica, los contratos de conexión y el crédito fiscal relacionado con los bienes de las concesiones en dominio fiduciario al PF. La transferencia antes mencionada es con retorno, por lo que los activos

regresarán a los Originadores al momento de extinguir y liquidar el PF.

Considerando que el pago de los bonos titulizados es respaldado por la generación de los Originadores, destaca la estabilidad de sus flujos en el periodo analizado, característica del sector en cual se desempeñan. Es así que los ingresos son determinados por el regulador y los gastos –que son fijos– se indexan al índice de precios *Finished Goods less Foods and Energy*; lo cual permite proyectar una cobertura suficiente a lo largo de la vida de los bonos titulizados. Contribuye además la incorporación de nuevos contratos de servicio de fibra óptica, lo que agrega flujos adicionales al PF, incrementando así la cobertura del servicio de deuda. En esa línea, cabe indicar que el PF debe cumplir un *covenant* denominado ratio de cobertura del servicio de deuda (RCSD), medido como el flujo de caja para el servicio de deuda sobre el servicio de deuda total, inclu-

yendo posibles emisiones o deudas bancarias adicionales, el cual debe ser superior a 1.30 veces en cada fecha de medición, siendo el indicador equivalente a 5.03 veces a setiembre de 2017 (3.95 veces al cierre 2016). Cabe resaltar que este supera ampliamente las proyecciones realizadas en un inicio, por la inclusión de ingresos adicionales derivados de los nuevos contratos de fibra óptica.

Finalmente, Equilibrium considera que el cumplimiento de las obligaciones financieras derivadas de los Bonos Titulizados clasificados se ve favorecido por la solidez de la estructura de la titulización y la estabilidad que otorga a los Originadores el contar con la calidad de monopolio natural; sin embargo, la Clasificadora continuará monitoreando los niveles de deuda y las coberturas previstas en el modelo financiero económico base, comunicando oportunamente al mercado cualquier cambio en la percepción de riesgo del mismo.

**Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la clasificación:**

- Debido a que la clasificación es la más alta posible, no se consideran factores que puedan mejorar la clasificación.

**Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la clasificación:**

- Cambios en el marco regulatorio del sector eléctrico.
- Desastres naturales o eventos ajenos que deterioren las líneas de transmisión.
- Levantamiento de garantías y/o resguardos que debiliten la estructura de la titulización.
- Contingencias legales.

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

- Ninguna.

## DESCRIPCIÓN DE LA TITULIZACIÓN

### Antecedentes

En enero de 1999, Red Eléctrica del Sur S.A. – Redesur junto con Empresa de Transmisión Eléctrica Centro Norte (ETECEN), Abengoa Perú S.A., Cobra Perú S.A. y el Banco Central Hispanoamericano se adjudicaron la buena pro en la licitación para el diseño, suministro de bienes y servicios, construcción y explotación del sistema de transmisión del Proyecto del Reforzamiento de los Sistemas Eléctricos de Transmisión del Sur en las líneas de transmisión Socabaya-Moquegua y Puno-Moquegua-Tacna a través de un contrato BOOT.

El plazo de la concesión es de 30 años contados a partir de la puesta en operación comercial, momento en el cual Redesur deberá cumplir con devolver la totalidad de las líneas de transmisión al Estado Peruano, quien actúa como concedente a través del Ministerio de Energía y Minas.

Las líneas de transmisión de la Concesión abarcan cuatro departamentos (Tacna, Moquegua, Arequipa y Puno) a través de 3 tramos:

- i) Socabaya-Moquegua de 300MW doble terna,
- ii) Moquegua-Puno de 120 MW simple terna, y
- iii) Moquegua-Tacna de 150 MW simple terna.



Fuente: Redesur

Las etapas de construcción finalizaron entre los años 2000 y 2001, siendo acreditada por el MINEM la puesta en operación comercial en las siguientes fechas:

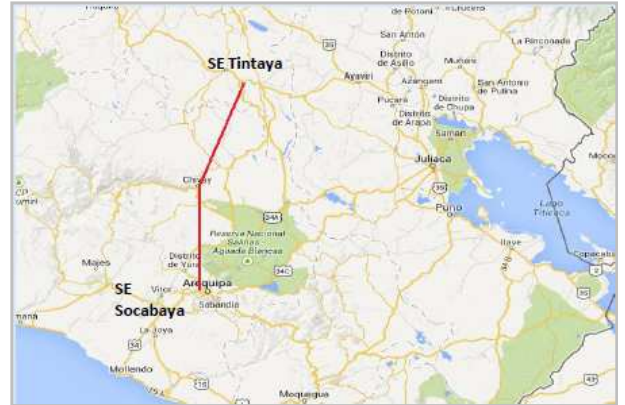
- Línea 1: 26 de octubre de 2000
- Línea 2: 20 de marzo de 2001
- Línea 3: 14 de marzo de 2001

Por su parte, en julio de 2010 Transmisora Eléctrica del Sur S.A.C. – Tesur se adjudicó la buena pro de la licitación para el diseño, financiamiento, suministro de bienes y servicios requeridos, construcción, operación y mantenimiento de la línea de transmisión Tesur Socabaya-Tintaya mediante un contrato SGT (Sistema Garantizado de Transmisión).

La concesión tiene un plazo de 30 años desde la puesta en operación comercial, ocurrida en junio de 2014. Al igual que en Redesur, en la fecha que concluya el contrato de concesión de Tesur, este deberá devolver la totalidad de las

líneas de transmisión al Estado Peruano, quien actúa como concedente a través del MINEM.

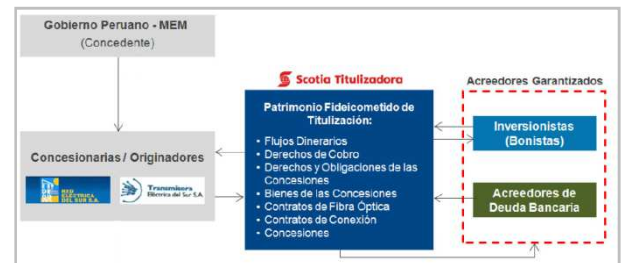
La línea de transmisión de Tesur tiene una capacidad de 200 MW a través de 2 tramos Tintaya-Socabaya, en doble terna, y Tintaya Nueva-Socabaya, que transcurre a lo largo de los departamentos de Arequipa y Cusco.



Fuente: Tesur

### Estructura

Redesur y Tesur acordaron en Junta General de Accionistas aprobar operación de titulización de activos, por la que los activos, los derechos y bienes y los flujos dinerarios de cada una de las concesiones sean transferidos en dominio fiduciario a un fideicomiso de titulización, el cual sirve de respaldo para la emisión de valores mobiliarios, así como para la deuda bancaria que pueda tomar en un futuro el patrimonio.



Fuente: Redesur y Tesur

### Componentes

Entre los activos cedidos al patrimonio fideicometido se encuentran:

1. Los derechos de cobro,
2. Los derechos y obligaciones de las concesiones BOOT y SGT,
3. Las concesiones,
4. Los bienes de las concesiones, incluyendo las concesiones definitivas,
5. Los flujos dinerarios,
6. Los contratos de fibra óptica,
7. Los contratos de conexión, y
8. El crédito fiscal relacionado con los bienes de las concesiones.

En su calidad de Originadores, Redesur y Tesur transfirieron en dominio fiduciario los activos previamente indicados al Fiduciario con el objeto que este último los integre al Patrimonio Fideicometido (PF). La transferencia fiduciaria de los activos es una transferencia con retorno, ya

que una vez que el PF se liquide y extinga, los activos regresarán a los Originadores.

La cesión en dominio fiduciario de los activos a favor del Fiduciario, incluye todos y cada uno de los derechos y obligaciones derivados del contrato BOOT de Redesur y del contrato SGT de Tesur. Para efectos de la operación, mantenimiento y administración de las líneas de transmisión que correspondan y demás bienes de las concesiones y la prestación del servicio, el fiduciario celebró los contratos AOM en la fecha de firma del acto constitutivo.

Adicionalmente, las sociedades concesionarias informaron de la transferencia en dominio fiduciario de la concesión BOOT y SGT a favor del Patrimonio Fideicometido y de la consecuente cesión de derechos de cobro y de flujos dinerarios al Concedente, al COES y a sus clientes de transmisión antes de la fecha de efectividad, comunicando esto a través de una carta debidamente suscrita y dirigida a cada uno de ellos.

La transferencia fiduciaria de los activos implicó que, a partir de la fecha de efectividad, el Fiduciario adquiera automáticamente los derechos de cobro, los flujos dinerarios y los derechos e ingresos presentes y futuros que se deriven de estos. Asimismo, por medio de los contratos de cesión de posición contractual, el respectivo Originador realizó la transferencia en dominio fiduciario de su posición contractual en los contratos de fibra óptica y en los contratos de conexión suscritos con anterioridad a la fecha de efectividad.

#### Administración de los Flujos

Con la finalidad de contar con una adecuada gestión y cobertura sobre el pago de intereses y principal, la estructura de titulización constituyó las siguientes cuentas para atender el pago de las obligaciones:

- (i) Cuentas Recaudadoras
- (ii) Cuentas Centralizadoras de Flujos
- (iii) Cuenta Tributos y Gastos del Fideicomiso
- (iv) Cuenta Servicio de Deuda
- (v) Cuenta Reserva
- (vi) Cuenta Refuerzos
- (vii) Cuenta Seguros
- (viii) Cuenta Ejecución
- (ix) Cuentas Originadores
- (x) Cuenta Colocación

#### Mecanismo de Asignación de Flujos

Si es que se diera alguna causal de liquidación y/o disolución del Patrimonio Fideicometido, todos los saldos de las diferentes cuentas serán transferidas a la Cuenta Ejecución y se aplicarán en el siguiente orden:

- (i) Pago de tributos.
- (ii) Gastos de liquidación.
- (iii) Pago del importe desembolsado pendiente de amortización e intereses a prorrata.
- (iv) Pago de los demás pasivos del Patrimonio Fideicometido a prorrata de su importe.
- (v) Finalmente, si hubiese algún excedente será distribuido a los Originadores.

#### Destino de los Recursos

Lo recaudado a través de la emisión y colocación de los bonos titulizados se utilizará para:

- (i) El financiamiento de capital de trabajo para la explotación de los bienes de las concesiones,
- (ii) El pago de créditos puente y otros endeudamientos utilizados para la adquisición de bienes de las concesiones, o para la provisión de capital de trabajo destinado a la conducción de las actividades de los Originadores,
- (iii) La sustitución de préstamos de accionistas o de empresas vinculadas a los Originadores,
- (iv) Otros usos corporativos -que incluyen sin limitarse a la inversión en otras compañías de transmisión eléctrica en el Perú, al pago de deuda subordinada a accionistas u otras distribuciones similares- en beneficio de los Originadores y/o de empresas vinculadas de los Originadores,
- (v) El pago íntegro de los costos y gastos de la colocación de los bonos,
- (vi) Fondar la cuenta reserva, y
- (vii) Cancelar los préstamos puente pendientes de pago.

Los fondos provenientes de la colocación de los bonos serán depositados en la Cuenta Colocación del PF y serán destinados en la siguiente prelación para:

- a. Pagar el íntegro de los costos y gastos de la colocación de los bonos,
- b. Depositar en la Cuenta Reserva el monto señalado en la 8va cláusula del Acto Constitutivo,
- c. Con la primera Emisión, transferir el importe indicado por los Originadores para cancelar los Préstamos Puente a Scotiabank Perú, y,
- d. El remanente, si lo hubiere, será depositado a los Originadores en las Cuentas Originadores.

#### Eventos de Incumplimiento

Según el Prospecto Marco de Emisión, los factores que desencadenarían en un evento de incumplimiento son, entre otros, los siguientes:

1. Incumplimiento en el pago del principal y/o de los intereses correspondientes a los bonos o cualquier otra deuda que mantenga, salvo que dicho incumplimiento obedezca a causas imputables al Fiduciario o al agente de pago.
2. Cualquier incumplimiento en los Contratos de Concesión BOOT y SGT que no sea subsanado en los plazos establecidos en dichos contratos.
3. El incumplimiento en el destino de los fondos captados mediante la colocación.
4. Que el PF o los Originadores incumplan con las obligaciones detalladas en los documentos de la transacción.
5. La existencia de cualquier fallo judicial, resolución administrativa o laudo arbitral en última instancia, que imponga, respecto del PF una obligación de pago por una suma que, individual o conjuntamente, sea mayor a US\$500 mil o su equivalente en cualquier moneda.

6. Si, por cualquier motivo, los bonos no son o dejan de ser considerados como “Deuda Garantizada” en los términos establecidos en el contrato SGT o en el contrato BOOT.
7. Que, antes del vencimiento de los 10 años desde la operación comercial de la concesión SGT, Red Eléctrica Internacional S.A.U. en su condición de operador técnico, deje de contar con la participación mínima de 25%, salvo que hubiera sido autorizado por el Ministerio de Energía y Minas a transferir la condición de operador técnico a otro operador.
8. Si los Originadores no cumplen con mantener vigente la póliza de seguro global.
9. Si alguno de los contratos AOM son resueltos antes de la disolución y extinción del PF.
10. Que el ratio de cobertura del servicio de deuda esté por debajo de 1.30 veces y que los Originadores hayan optado por no subsanar dicha circunstancia.

### ENTIDADES PARTICIPANTES

#### Scotia Sociedad Titulizadora S.A. - Fiduciario

Subsidiaria de Scotiabank Perú S.A.A. constituida el 29 de enero de 1999 y autorizada mediante Resolución CONASEV No.042-99-EF/94.10 de fecha 23 de marzo de 1999. La sociedad tiene por objeto desempeñar la función de Fiduciario en procesos de titulización, así como adquirir activos con la finalidad de constituir patrimonios fideicometidos que respalden la emisión de valores mobiliarios.

El Fiduciario cuenta con el soporte técnico y administrativo de personal especializado que le brinda su matriz, Scotiabank Perú S.A.A., de conformidad con lo establecido en el Contrato de Soporte Global suscrito entre ambas partes el 01 de febrero de 1999, lo que le permite realizar las obligaciones y responsabilidades a las que se ha comprometido en virtud del Acto Constitutivo.

Scotia Sociedad Titulizadora tiene como objeto social dedicarse exclusivamente a la función de fiduciario en operaciones de fideicomiso en titulización, pudiendo además adquirir toda clase de bienes muebles o inmuebles, con la finalidad de constituir patrimonios fideicometidos que respalden la emisión de valores mobiliarios a ser colocados por oferta pública y/o privada.

A continuación, se presentan los resultados financieros de la titulizadora:

(miles de S/)	2014	2015	2016	Set.17
Activos	3,605	4,047	4,393	4,973
Pasivo	44	41	881	1,651
Patrimonio	3,561	4,006	3,512	3,322
Utilidad	488	766	632	442
ROAA	14.16%	20.25%	16.81%	20.62%
ROAE	13.96%	20.02%	14.98%	15.18%

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

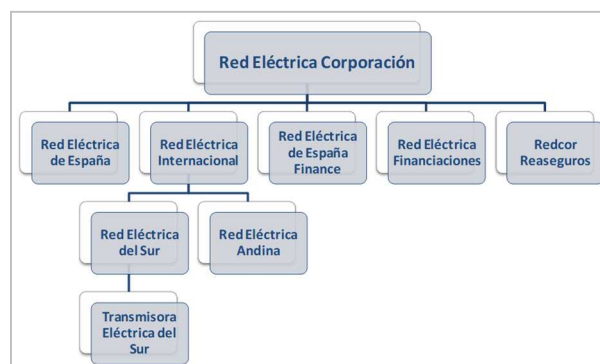
#### Redesur y Tesur – Sociedades Concesionarias, Originadores y Servidores

Redesur fue constituida como sociedad anónima el 16 de febrero de 1999 con la finalidad de cumplir con el contrato de concesión firmado con el Estado Peruano para el diseño, suministro de bienes y servicios, construcción y explotación de las líneas de transmisión de electricidad del sur. La puesta en operación de las líneas de transmisión de Redesur procedió en dos etapas, siendo la primera las dos tramos de la línea Socabaya-Moquegua y la segunda las L.T. de Moquegua-Puno con las subestaciones de Tacna, Puno y la ampliación de la subestación Moquegua.

Cabe mencionar que los precios de venta de los servicios que presta Redesur son establecidos por el ente regulador OSINERGMIN, el mismo que es determinado de forma anual en un proceso de fijación tarifaria que incluye la base del valor nuevo de reemplazo de los bienes de la concesión el cual asciende a US\$5.1 millones al cierre del 2016.

Por su parte, Tesur se constituyó el 05 de agosto de 2010 al ganar la buena pro de la concesión para el diseño, suministro de bienes y servicios, construcción y explotación de la línea de transmisión de Tintaya-Socabaya y subestaciones asociadas. El inicio de operaciones comerciales se dio en junio de 2014.

Ambas concesionarias pertenecen al grupo económico de capitales españoles Red Eléctrica Corporación, la cual tiene representación en Latinoamérica a través de Red Eléctrica Internacional, accionista mayoritario de Redesur.



Fuente: Red Eléctrica de España / Elaboración: Equilibrium

Red Eléctrica España (REE) se creó en el año 1985, siendo la primera empresa en el mundo en dedicarse de forma exclusiva al transporte de energía eléctrica en un país. En tal sentido, REE es el único operador de líneas de transmisión en dicho país contando, con más de 40 mil kilómetros tendidos.

La clasificación actual de deuda de largo plazo otorgada a REE por Moody's es de Baa1, la misma que fue modificada el 16 de abril de 2016 desde Baa2 manteniendo perspectivas estables. Dicha mejora se basa en la posición estratégica que le confiere ser el único dueño y operador de las líneas de transmisión de España, el enfoque del negocio regulado, el importante rol que cumple en la ejecución del plan de energía español, su perfil financiero y, los adecuados niveles de liquidez exhibidos, siendo así la categoría de riesgo asignada superior a la presentada por el Gobierno Español (Baa2).

### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de Redesur y Tesur son presentados en el Anexo III.

Cabe mencionar que, en enero de 2017, Red Eléctrica Internacional compró el 45% de las acciones de Redesur que eran de propiedad del Fondo de Infraestructura, Servicios Públicos y Recursos Naturales de AC Capitales SAFI.

### ANÁLISIS DE RIESGO DE LA ESTRUCTURA

**Riesgo cambiario:** el mismo se encuentra parcialmente mitigado toda vez que los contratos de concesión incorporan el concepto de base tarifaria establecida en Dólares. Dicha base tarifaria no puede ser modificada durante la vigencia del contrato de concesión, únicamente podrá actualizarse anualmente de acuerdo al índice de precios *Finished Goods Less Food and Energy*. En tal sentido, sólo una apreciación sustancial en el tipo de cambio podría afectar negativamente los gastos operativos en las líneas de transmisión.

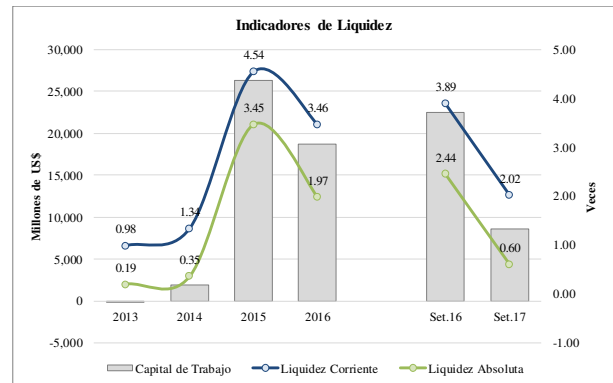
**Riesgo asociado al sector eléctrico:** Los activos y operaciones transferidos en dominio fiduciario al PF se encuentran sometidas a lo estipulado en los contratos de concesión, las normas establecidas en el marco regulatorio del sector eléctrico y la interpretación y supervisión del cumplimiento de las mismas que realicen las autoridades gubernamentales competentes. En tal sentido, la regulación de dicho sector se mantiene estable desde 1992, año en que entró en vigencia el D.L. N°25844, Ley de Concesiones Eléctricas.

No obstante, de ocurrir cambios en la regulación o en la tarifa de transmisión tanto Redesur como Tesur podrán recurrir al mecanismo de equilibrio económico financiero establecido en los contratos BOOT y SGT, respectivamente, a través de los cuales serían económicamente compensados.

### ANÁLISIS FINANCIERO DE REDESUR

#### Activos y Liquidez

Al 30 de setiembre de 2017, los activos de Redesur se situaron en US\$112.2 millones, incrementando ligeramente respecto a diciembre de 2016. El nivel actual de activos recoge el incremento de US\$11.0 millones en las inversiones no corrientes, así como la reducción de US\$9.9 millones en el efectivo y equivalentes, las cuales están asociadas a los aportes realizados por Redesur a Tesur 2, empresa que ganó la licitación de la línea de transmisión Azángaro-Juliaca-Puno.



Fuente: Redesur / Elaboración: Equilibrium

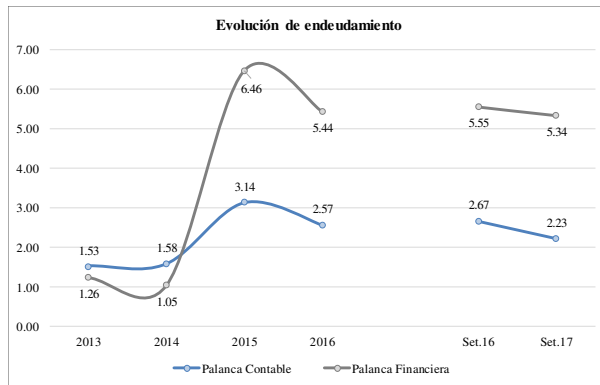
Lo detallado en el párrafo anterior, acompañado del incremento del pasivo circulante conllevó a que los indicadores de liquidez se ajusten. De este modo, la liquidez corriente pasó de 3.46 veces a 2.02 veces entre el cierre del año pasado y setiembre de 2017, mientras que el ratio de liquidez absoluta se redujo de 1.97 veces a 0.60 veces. Asimismo, el capital de trabajo retrocedió de US\$18.7 millones a US\$8.6 millones en el periodo antes señalado.

#### Estructura Financiera y Solvencia

El pasivo ascendió a US\$77.4 millones al tercer trimestre de este año, siendo 3.85% menor que el registrado al cierre del ejercicio previo, en línea con el cronograma de amortización de los bonos titulizados, los mismos que registraron un saldo en circulación de US\$62.6 millones al corte de evaluación y que representaron el 51.77% del total de activos (54.88% al cierre del 2016).

Completando las fuentes de fondeo, el patrimonio se ubicó en US\$34.8 millones, aumentando en 10.79% en los nueve meses evaluados producto de la capitalización de los resultados del 2016, los cuales adicionaron US\$4.4 millones a las reservas adicionales. Por lo expuesto, la participación del patrimonio neto pasó de 28.04% a 30.98% en el periodo antes señalado.

La disminución de los pasivos, sumada al fortalecimiento del patrimonio, resultó en un menor apalancamiento contable (pasivo / patrimonio), el cual pasa de 2.57 veces a 2.23 veces entre el 2016 y setiembre de 2017. Por su parte, la palanca financiera (deuda financiera / EBITDA) mostró una ligera contracción al pasar de 5.44 veces a 5.34 veces en el periodo analizado. Estos indicadores irán disminuyendo en la medida que se realicen los pagos de los cupones de los bonos, cuyo ritmo de amortización puede incrementar de continuar implementando nuevos contratos de fibra óptica.



Fuente: Redesur / Elaboración: *Equilibrium*

### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Los ingresos por transmisión de energía de Redesur se situaron en US\$13.6 millones a setiembre de 2017, con un incremento de 4.51% respecto al mismo periodo del año anterior. Dicha variación responde a las fluctuaciones de la fijación anual de tarifas que realiza OSINERGMIN, el cual toma en consideración el valor nuevo de reemplazo, así como las condiciones previamente detalladas del contrato BOOT.

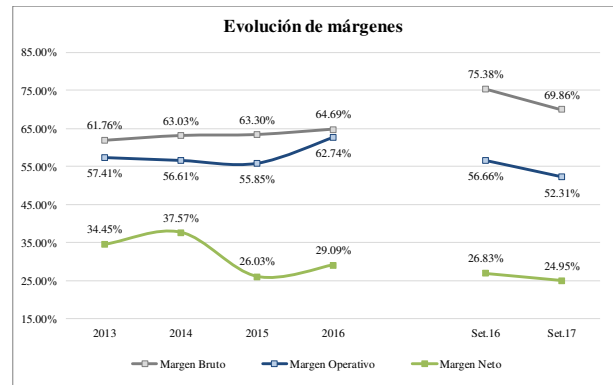
A la fecha de análisis el costo del servicio incrementa en 27.94% de manera interanual, como producto de un mayor gasto en mantenimiento de las líneas de transmisión ante el Fenómeno El Niño Costero de inicios de este año. Adicionalmente, se registró un incremento de 1.74% del índice *Finished Goods less Foods and Energy (WPSSOP3500, hoy WPUFD4131)*, al que están indexados los costos fijos.

En línea con lo anterior, la utilidad bruta de Redesur disminuyó en 3.15% en los 12 meses evaluados, pasando de US\$9.8 millones a US\$9.5 millones.

Por otro lado, la carga administrativa se redujo ligeramente de US\$2.5 millones a setiembre de 2016 a US\$2.4 millones a setiembre de 2017, reflejando el comportamiento de los gastos de personal y los servicios prestados por terceros.

Los otros ingresos operativos derivan de los contratos de fibra óptica con los que cuenta Redesur; dichos ingresos, por distorsiones contables, registran pesos menores al 1.00% en los cortes intermedios pero superiores a 8.00% en los cierres de año, totalizando US\$59 mil al tercer trimestre de 2017.

De ese modo, el resultado operativo se ubicó en US\$7.1 millones a setiembre de 2017, monto que representa una disminución interanual de 3.52%. La evolución de este margen se puede encontrar en el siguiente gráfico:

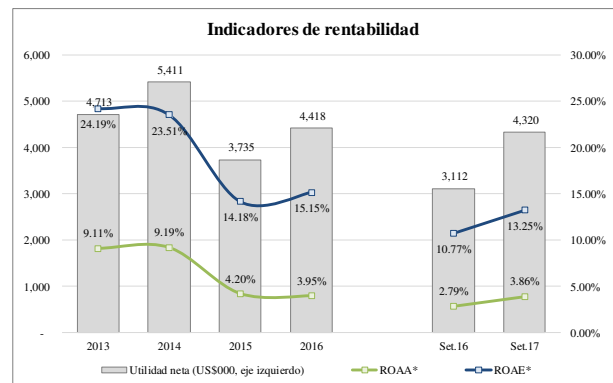


Fuente: REDESUR / Elaboración: *Equilibrium*

Respecto al resultado financiero de Redesur, éste está compuesto principalmente por el pago de intereses del bono titulado, los mismos que se redujeron en 5.05% en los meses analizados.

Tras considerar el pago de impuestos, el resultado neto a la fecha de análisis se situó en US\$3.4 millones, con una reducción de 2.81% que parte del incremento del costo de servicios. Esta utilidad significó un margen de 24.95% al corte analizado, indicador menor al de setiembre de 2016 (26.83%).

La utilidad neta registrada al 30 de setiembre de 2017, permite a Redesur presentar un rendimiento anualizado sobre los activos (ROAA) y para sus accionistas (ROAE) de 3.86% y 13.25%, respectivamente, rentabilidades que se encuentran por encima de lo registrado 12 meses atrás, en línea con el mayor activo y pasivo registrado a la fecha de análisis.



\*Indicadores anualizados.

Fuente: Redesur / Elaboración: *Equilibrium*

La generación financiera medida a través del EBITDA (utilidad operativa más depreciación y amortización), totalizó US\$9.0 millones al 30 de setiembre de 2017, con una reducción respecto al mismo periodo del año anterior, en línea con el incremento del costo de los servicios. Por su parte, el EBITDA Anualizado ascendió a US\$11.8 millones, otorgando una cobertura de 3.68 veces a los gastos financieros y de 1.46 veces al servicio de deuda.

Por su parte, el Flujo de Caja Operativo ascendió a US\$4.1 millones a la fecha de evaluación (US\$3.7 en caso se anuale el indicador), nivel que no resultaría suficiente para hacer frente al servicio de deuda asociado a los bonos titulados. Si embargo, es de mencionar que este no conside-

ra los flujos que aún se mantienen dentro del PF y que deben ser devueltos a Redesur.

## ANÁLISIS FINANCIERO DE TESUR

### Activos y Liquidez

Los activos de Tesur totalizaron US\$80.0 millones a la fecha de evaluación, registrando un ligero aumento respecto al cierre del 2016 (US\$79.6 millones). Esta variación parte del incremento de US\$2.5 millones del activo corriente, que a su vez incorpora mayores cuentas por cobrar al Patrimonio Fideicomitido (+US\$1.4 millones) y una mayor posición de efectivo y equivalentes (+US\$2.1 millones). Esto compensa la reducción de US\$2.2 millones de los activos no circulantes, dada la amortización del intangible de la concesión (-US\$1.9 millones).

El incremento del activo circulante, que supera el aumento del pasivo corriente, implicó una mejora en los ratios de liquidez. De este modo, entre diciembre de 2016 y setiembre de 2017 la liquidez corriente aumentó de 1.77 a 2.18 veces, mientras que la prueba absoluta varió de 0.92 a 1.28 veces.

### Estructura Financiera y Solvencia

El pasivo se situó en US\$43.2 millones, exhibiendo una reducción de 0.70% en los nueve meses analizados. Esto responde a la amortización de los bonos titulizados de acuerdo al cronograma establecido, cuyo valor en libros fue de US\$37.8 millones al tercer trimestre de este ejercicio, pasando a representar el 47.24% del activo (48.10% a diciembre de 2016).

Por su parte, el patrimonio ascendió a US\$36.8 millones, y representó el 46.01% de los activos, con un ligero incremento de 1.90%. Lo anterior se sustenta en la reducción de las pérdidas acumuladas, las mismas que se originaron en la etapa pre-operativa y que pasaron de US\$3.4 millones a US\$2.7 millones entre diciembre de 2016 y setiembre de 2017.

Es así que la palanca contable mejoró al pasar de 1.20 a 1.17 veces de manera interanual, mientras que la palanca financiera, al incorporar la variación del EBITDA, aumentó ligeramente de 6.34 a 6.52 veces en los meses analizados.

### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Los ingresos por los servicios de transmisión de energía de Tesur totalizaron US\$5.7 millones, monto que representa una ligera reducción de 1.46% respecto al mismo periodo del año anterior. Por su parte, los costos pasaron de US\$3.0 millones a US\$3.1 millones, lo que implicó una reducción de 6.50% de la utilidad bruta del periodo. En esa línea, el margen bruto se redujo de 47.49% a 45.06% en los meses analizados.

En cuanto a los otros ingresos operativos, estos son generados en el marco de los contratos de fibra óptica, los mismos que se firmaron hasta noviembre de 2015, por lo que se registra un impacto positivo en los estados financieros de Tesur a partir del ejercicio 2016. Así, el margen operativo fue de 45.17%, menor al 48.64% de setiembre del año pasado.

Al incorporar una menor carga financiera por los bonos titulizados (-8.51%), así como un menor pago por impuesto a la renta (-42.32%), la utilidad neta de Tesur se ubicó en US\$685 mil, mostrando un incremento interanual de 21.11%.

Lo anterior, aunado a la evolución de los activos, implicó que se registrara un mayor retorno promedio de sus activos (ROAA), el mismo que pasó de 0.16% a 1.04%. Del mismo modo, se encuentra que el retorno promedio para sus accionistas (ROAE) aumentó de 0.37% a 2.28%.

Al analizar la generación financiera, se encuentra que el EBITDA anualizado de Tesur ascendió a US\$6.0 millones (US\$4.5 millones en el periodo), monto menor al de setiembre de 2016 en línea con la contracción del resultado bruto. Este indicador permitió una cobertura de 2.47 veces al gasto financiero y de 1.68 veces al servicio de deuda. Por su parte, el FCO anualizado totalizó US\$3.9 millones (US\$2.6 millones en el periodo), lo que implicó una cobertura de 1.62 veces a los gastos financieros y de 1.10 veces al servicio de deuda. Cabe recalcar que estos indicadores se redujeron debido al registro de mayores cargas operativas.

## PATRIMONIO EN FIDEICOMISO SCOTIABANK – REDESUR Y TESUR – D. LEG N°861, TÍTULO XI

Los activos del PF totalizaron US\$129.1 millones a la fecha de análisis, observándose un incremento de 10.05% que parte del crecimiento de los fondos estimados por servicios de transmisión, registrados como gastos contratados por anticipado. Asimismo, entre las fuentes de fondeo se registran continuos incrementos de los resultados obtenidos, a la vez que el nivel de deuda por los bonos titulizados se reduce.

La estructura de titulización contempla el cumplimiento de un resguardo financiero por parte del PF, el mismo que está configurado como un Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda (RCS D) que debe ser mayor a 1.3 veces en cada cierre de los ejercicios intermedios trimestrales de cada año. Este RCS D resulta de dividir el flujo de caja para el servicio de deuda, -calculado como los flujos dinerarios sin contar los flujos de pólizas menos los gastos de concesión y titulización-, sobre el servicio de deuda total, y es medido por el fiduciario (Scotia Sociedad Titulizadora) de manera trimestral.

De esta manera, los flujos que ingresan de Redesur y Tesur al PF, descontados de los gastos de concesión y titulización, cubrieron en 5.03 veces el servicio de deuda de los bonos titulizados a setiembre 2017, superando largamente lo inicialmente proyectado (1.55 veces) y manteniendo una tendencia creciente. La diferencia entre la proyección y lo registrado en los indicadores de cobertura se alcanza debido a los nuevos contratos de fibra óptica negociados tanto por Redesur como por Tesur.



**RED ELÉCTRICA DEL SUR S.A. - REDESUR****ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA**

En miles de Dólares Americanos

ACTIVOS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
Efectivo y equivalentes	1,069	1,986	25,672	19,014	15,023	5,115
Cuentas por cobrar comerciales	1,365	1,437	1,575	1,664	1,673	1,857
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	31	50	158	-	110	37
Otras cuentas por cobrar, neto	2,535	3,516	5,879	9,101	9,116	9,694
Suministros	285	339	306	299	298	387
Gastos pagados por anticipado	123	151	136	190	129	7
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>5,407</b>	<b>7,479</b>	<b>33,727</b>	<b>30,268</b>	<b>26,350</b>	<b>17,097</b>
Propiedades, planta y equipo, neto	886	802	748	677	823	747
Inversiones	-	-	39,472	48,098	52,729	63,768
Activos intangibles, neto	39,515	36,992	34,463	32,625	32,013	30,591
Partes relacionadas largo plazo	5,555	21,135	3,228	-	-	-
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>45,957</b>	<b>58,928</b>	<b>77,911</b>	<b>81,400</b>	<b>85,565</b>	<b>95,106</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>51,364</b>	<b>66,407</b>	<b>111,638</b>	<b>111,668</b>	<b>111,915</b>	<b>112,203</b>

PASIVOS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
Cuentas por pagar comerciales	371	132	326	-	350	1,397
Cuentas por pagar a partes relacionadas	185	142	546	-	257	-
Otras cuentas por pagar	3,043	3,404	2,409	2,949	2,717	2,077
Parte corriente de anticipo de clientes	161	161	161	161	161	161
Parte corriente de obligaciones	1,753	1,759	3,990	4,680	4,124	4,849
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>5,512</b>	<b>5,598</b>	<b>7,432</b>	<b>7,790</b>	<b>7,609</b>	<b>8,484</b>
Anticipo de clientes	2,629	2,452	2,291	2,170	2,130	2,009
Obligaciones financieras	11,399	9,640	64,864	61,702	61,414	58,090
Cuentas por pagar a partes relacionadas	-	12,205	-	-	-	-
Impuesto a la renta diferido	11,512	10,788	10,094	9,565	9,386	8,858
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>25,540</b>	<b>35,085</b>	<b>77,248</b>	<b>73,437</b>	<b>72,929</b>	<b>68,957</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>31,052</b>	<b>40,684</b>	<b>84,680</b>	<b>81,227</b>	<b>80,538</b>	<b>77,441</b>
Capital social	12,995	12,995	12,995	12,995	12,995	12,995
Capital adicional	4	4	4	4	4	4
Reserva legal	2,600	7,313	10,224	13,959	13,959	18,378
Resultados acumulados	-	-	-	-	-	-
Resultado del ejercicio	4,713	5,411	3,735	3,483	4,418	3,385
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>20,312</b>	<b>25,723</b>	<b>26,958</b>	<b>30,441</b>	<b>31,377</b>	<b>34,762</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>51,364</b>	<b>66,407</b>	<b>111,638</b>	<b>111,668</b>	<b>111,915</b>	<b>112,203</b>

**ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES**

En miles de Dólares Americanos

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
Servicio de transmisión de energía	13,682	14,402	14,352	12,980	15,186	13,565
Costo de servicios	-5,232	-5,325	-5,268	-3,196	-5,363	-4,089
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>8,450</b>	<b>9,077</b>	<b>9,084</b>	<b>9,784</b>	<b>9,823</b>	<b>9,476</b>
Gastos de Administración	-2,467	-2,053	-2,322	-2,474	-2,431	-2,439
Otros ingresos operativos	1,872	1,129	1,254	45	2,136	59
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>7,855</b>	<b>8,153</b>	<b>8,016</b>	<b>7,355</b>	<b>9,528</b>	<b>7,096</b>
Ingresos financieros	118	1,173	816	154	177	72
Gastos Financieros	-845	-1,368	-2,988	-2,514	-3,331	-2,387
Diferencia de cambio, neta	-325	-203	-498	-9	-43	83
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>6,804</b>	<b>7,755</b>	<b>5,346</b>	<b>4,986</b>	<b>6,331</b>	<b>4,864</b>
Impuesto a las ganancias	-2,090	-2,343	-1,611	-1,503	-1,912	-1,479
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>4,713</b>	<b>5,411</b>	<b>3,735</b>	<b>3,483</b>	<b>4,418</b>	<b>3,385</b>

**RED ELÉCTRICA DEL SUR S.A. - REDESUR**

<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>	<b>Dic.13</b>	<b>Dic.14</b>	<b>Dic.15</b>	<b>Set.16</b>	<b>Dic.16</b>	<b>Set.17</b>
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	1.53	1.58	3.14	2.67	2.57	2.23
Deuda Financiera / Pasivo	0.42	0.28	0.81	0.82	0.81	0.81
Deuda Financiera / Patrimonio	0.65	0.44	2.55	2.18	2.09	1.81
Pasivo / Activo	0.60	0.61	0.76	0.73	0.72	0.69
Pasivo Corriente / Pasivo total	0.18	0.14	0.09	0.10	0.09	0.11
Pasivo No Corriente / Pasivo total	0.82	0.86	0.91	0.90	0.91	0.89
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	0.98	1.34	4.54	3.89	3.46	2.02
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos Pagado)	0.91	1.25	4.48	3.82	3.41	1.97
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.19	0.35	3.45	2.44	1.97	0.60
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	-105	1,880	26,295	22,478	18,741	8,613
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos operativos / Ingresos	18.03%	14.25%	16.18%	19.06%	16.01%	17.98%
Gastos financieros / Ingresos	6.17%	9.50%	20.82%	19.37%	21.94%	17.60%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	36	36	40	35	40	37
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	26	9	22	0	24	90
Rotación de Inventarios (días)	20	23	21	25	20	26
Ciclo de conversión de efectivo	30	50	38	60	36	-28
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen bruto	61.76%	63.03%	63.30%	75.38%	64.69%	69.86%
Margen operativo	57.41%	56.61%	55.85%	56.66%	62.74%	52.31%
Margen neto	34.45%	37.57%	26.03%	26.83%	29.09%	24.95%
ROAA*	9.11%	9.19%	4.20%	2.79%	3.95%	3.86%
ROAE*	24.19%	23.51%	14.18%	10.77%	15.15%	13.25%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO	4,446	5,216	3,406	1,141	2,921	4,074
FCO*	4,446	5,216	3,406	1,993	2,921	5,854
FCO / Gastos financieros*	5.26	3.81	1.14	0.60	0.88	1.83
FCO / Servicio de deuda*	1.71	1.67	0.49	0.25	0.39	0.73
EBITDA	10,466	10,806	10,651	9,264	12,051	9,004
EBITDA*	10,466	10,806	10,651	11,953	12,051	11,792
Margen EBITDA	76.49%	75.03%	74.21%	71.37%	79.36%	66.38%
EBITDA / Gastos financieros*	12.39	7.90	3.56	3.58	3.62	3.68
EBITDA / Servicio de deuda*	4.03	3.46	1.53	1.49	1.62	1.46
Deuda Financiera / EBITDA*	1.26	1.05	6.46	5.55	5.44	5.34

(\*) Indicadores anualizados

**TRANSMISORA ELÉCTRICA DEL SUR S.A.C. - TESUR**  
**ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA**  
**En miles de Dólares Americanos**

ACTIVOS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
Efectivo y equivalentes	211	181	3,285	3,724	4,774	6,900
Cuentas por cobrar comerciales	-	1,112	930	721	686	798
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	-	-	18	-	0	-
Otras cuentas por cobrar, neto	4,259	2,345	4,209	3,288	2,860	3,125
Suministros	-	814	814	814	813	813
Gastos pagados por anticipado	57	106	88	134	84	131
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>4,527</b>	<b>4,558</b>	<b>9,343</b>	<b>8,680</b>	<b>9,218</b>	<b>11,767</b>
Propiedades, planta y equipo, neto	396	102	74	-	71	62
Inversiones	-	-	-	-	-	-
Activos intangibles, neto	56,300	74,283	72,200	70,374	69,763	67,856
Impuesto a la renta diferido	234	825	1,072	853	584	331
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>56,931</b>	<b>75,210</b>	<b>73,347</b>	<b>71,226</b>	<b>70,418</b>	<b>68,249</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>61,458</b>	<b>79,768</b>	<b>82,689</b>	<b>79,906</b>	<b>79,635</b>	<b>80,016</b>

PASIVOS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
Cuentas por pagar comerciales	2,007	2,393	2,126	2,405	2,218	2,493
Cuentas por pagar a partes relacionadas	98	1,899	187	-	89	-
Otras cuentas por pagar	115	20	1,775	1,771	1,781	1,774
Parte corriente de obligaciones	1,757	3,566	1,082	1,104	1,111	1,133
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>3,977</b>	<b>7,877</b>	<b>5,170</b>	<b>5,280</b>	<b>5,198</b>	<b>5,400</b>
Obligaciones financieras	31,608	28,352	38,946	38,468	38,304	37,797
Cuentas por pagar a partes relacionadas	5,500	20,000	3,150	170	-	-
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>37,108</b>	<b>48,352</b>	<b>42,096</b>	<b>38,638</b>	<b>38,304</b>	<b>37,797</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>41,085</b>	<b>56,229</b>	<b>47,266</b>	<b>43,918</b>	<b>43,502</b>	<b>43,197</b>
Capital social	21,702	25,802	38,802	38,802	38,802	38,802
Resultados acumulados	-750	-1,329	-2,263	-3,379	-3,379	-2,668
Resultado del ejercicio	-579	-934	-1,116	566	711	685
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>20,373</b>	<b>23,539</b>	<b>35,423</b>	<b>35,989</b>	<b>36,134</b>	<b>36,819</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>61,458</b>	<b>79,768</b>	<b>82,689</b>	<b>79,906</b>	<b>79,635</b>	<b>80,016</b>

**ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES**  
**En miles de Dólares Americanos**

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
Servicio de transmisión de energía	-	4,066	6,493	5,784	6,577	5,699
Costo de servicios	-	-1,706	-3,745	-3,037	-3,719	-3,131
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>-</b>	<b>2,360</b>	<b>2,747</b>	<b>2,747</b>	<b>2,858</b>	<b>2,568</b>
Otros ingresos operativos	-452	-1,797	-165	67	797	6
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>-452</b>	<b>563</b>	<b>2,582</b>	<b>2,813</b>	<b>3,654</b>	<b>2,574</b>
Ingresos financieros	32	146	33	-	183	-
Gastos Financieros	-159	-2,233	-3,978	-1,809	-2,589	-1,636
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>-579</b>	<b>-1,524</b>	<b>-1,363</b>	<b>1,004</b>	<b>1,248</b>	<b>938</b>
Impuesto a las ganancias	-	590	247	-439	-537	-253
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>-579</b>	<b>-934</b>	<b>-1,116</b>	<b>566</b>	<b>711</b>	<b>685</b>

**TRANSMISORA ELÉCTRICA DEL SUR S.A.C. - TESUR**

<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>	<b>Dic.13</b>	<b>Dic.14</b>	<b>Dic.15</b>	<b>Set.16</b>	<b>Dic.16</b>	<b>Set.17</b>
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	2.02	2.39	1.33	1.22	1.20	1.17
Deuda Financiera / Pasivo	0.81	0.57	0.85	0.90	0.91	0.90
Deuda Financiera / Patrimonio	1.64	1.36	1.13	1.10	1.09	1.06
Pasivo / Activo	0.67	0.70	0.57	0.55	0.55	0.54
Pasivo Corriente / Pasivo total	0.10	0.14	0.11	0.12	0.12	0.13
Pasivo No Corriente / Pasivo total	0.90	0.86	0.89	0.88	0.88	0.87
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	1.14	0.58	1.81	1.64	1.77	2.18
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos Pagado)	1.12	0.46	1.63	1.46	1.60	2.00
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.05	0.02	0.64	0.71	0.92	1.28
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	550	-3,319	4,172	3,400	4,019	6,367
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos operativos / Ingresos	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Gastos financieros / Ingresos	-	54.92%	61.27%	31.28%	39.37%	28.71%
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen bruto	-	58.04%	42.31%	47.49%	43.45%	45.06%
Margen operativo	-	13.84%	39.77%	48.64%	55.57%	45.17%
Margen neto	-	-22.96%	-17.19%	9.78%	10.81%	12.02%
ROAA*	-1.17%	-1.32%	-1.37%	0.16%	0.88%	1.04%
ROAE*	-3.49%	-4.25%	-3.79%	0.37%	1.99%	2.28%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO	-70	563	2,582	4,068	5,374	2,611
FCO*	-70	563	2,582	5,852	5,374	3,917
FCO / Gastos financieros*	-	0.25	0.65	1.95	2.08	1.62
FCO / Servicio de deuda*	-	0.10	0.51	1.42	1.45	1.10
EBITDA	-416	584	5,136	4,737	6,217	4,491
EBITDA*	-416	584	5,136	6,019	6,217	5,971
Margen EBITDA	-	14.36%	79.10%	81.90%	94.53%	78.80%
EBITDA / Gastos financieros*	-	0.26	1.29	2.00	2.40	2.47
EBITDA / Servicio de deuda*	-	0.10	1.01	1.46	1.68	1.68
Deuda Financiera / EBITDA*	-	54.65	7.79	6.57	6.34	6.52

(\*) Indicadores anualizados

**PATRIMONIO FIDEICOMETIDO SCOTIABANK - REDESUR Y TESUR****Estado de Situación Financiera**

En miles de Dólares Americanos

<b>ACTIVO</b>	<b>Dic.15</b>	<b>Set.16</b>	<b>Dic.16</b>	<b>Set.17</b>
Efectivo y equivalentes	5,437	5,933	5,411	5,834
Cuentas por cobrar	2,535	5,990	3,160	3,574
Gastos contratados por anticipado	1,366	217	12,197	19,376
<b>Total del Activo Corriente</b>	<b>9,338</b>	<b>12,140</b>	<b>20,768</b>	<b>28,784</b>
Activos en titulización	107,333	105,189	103,410	100,335
<b>Total del Activo No Corriente</b>	<b>107,333</b>	<b>105,189</b>	<b>103,410</b>	<b>100,335</b>
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>116,671</b>	<b>117,329</b>	<b>124,178</b>	<b>129,119</b>
Cuentas por pagar	256	64	9	13
Otras cuentas por pagar	3,526	151	5,639	5,085
Parte corriente bonos de titulización	3,922	-	4,126	5,391
<b>Total del Pasivo Corriente</b>	<b>7,704</b>	<b>215</b>	<b>9,774</b>	<b>10,489</b>
Obligaciones por titulización	104,190	105,189	100,064	95,724
<b>Total del Pasivo No Corriente</b>	<b>104,190</b>	<b>105,189</b>	<b>100,064</b>	<b>95,724</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>111,894</b>	<b>105,404</b>	<b>109,838</b>	<b>106,213</b>
Resultados acumulados	-	4,792	3,869	15,752
Resultado del ejercicio	4,777	7,133	10,471	7,154
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>4,777</b>	<b>11,925</b>	<b>14,340</b>	<b>22,906</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>116,671</b>	<b>117,329</b>	<b>124,178</b>	<b>129,119</b>

**Estado de Resultados**

En miles de Dólares Americanos

	<b>Dic.15</b>	<b>Set.16</b>	<b>Dic.16</b>	<b>Set.17</b>
Ingresos operacionales	16,123	18,196	26,828	20,555
Costo del servicio	-28	-27	-36	-27
Intereses por obligaciones emitidas	-4,070	-4,157	-5,596	-4,029
Otros costos operacionales	-3,980	-4,109	-5,614	-3,751
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>8,045</b>	<b>9,903</b>	<b>15,582</b>	<b>12,748</b>
Diferencia en cambio	-391	-	244	-
Otros ingresos (gastos)	-745	4	-2,799	-2,746
<b>RESULTADO ANTES DELR.</b>	<b>6,909</b>	<b>9,907</b>	<b>13,027</b>	<b>10,002</b>
Impuesto a la renta	-2,132	-2,774	-2,557	-2,848
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>4,777</b>	<b>7,133</b>	<b>10,471</b>	<b>7,154</b>

## ANEXO I

## RESUMEN DE LA ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

<b>Activos titulizados:</b>	Flujos dinerarios de Redesur y Tesur provenientes de los contratos de concesión, de conexión, de fibra óptica y de AOM. Bienes de las Concesiones y de las Concesionarias. Derechos de las Concesiones.
<b>Originadores y servidores:</b>	Red Eléctrica del Sur S.A. (Redesur) y Transmisora Eléctrica del Sur S.A.C. (Tesur).
<b>Emisor:</b>	Scotia Sociedad Titulizadora S.A.
<b>Deudor:</b>	Patrimonio en Fideicomiso Scotiabank – Redesur y Tesur, D. Leg N°861, Título XI.
<b>Garantías:</b>	Activos titulizados.
<b>Resguardos Financieros:</b>	Cobertura del Servicio de Deuda mínima de 1.3 veces.
<b>Fiduciario de titulación:</b>	Scotia Sociedad Titulizadora S.A.
<b>Monto del Programa:</b>	US\$150.0 millones o su equivalente en soles.

## DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CLASIFICADOS

	Primera Emisión	Segunda Emisión
<b>Monto colocado:</b>	US\$70.0 millones	US\$40.0 millones
<b>Saldo en circulación:</b>	US\$62.5 millones	US\$38.6 millones
<b>Plazo:</b>	15 años	28 años
<b>Tasa:</b>	4.96875%	5.75%
<b>Fecha de colocación:</b>	15 de abril de 2015	15 de abril de 2015
<b>Amortización:</b>	Trimestral	Trimestral

## ANEXO II

**HISTORIA DE LA CLASIFICACIÓN\***  
**PATRIMONIO EN FIDEICOMISO SCOTIABANK – REDESUR Y TESUR – D. LEG N°861, TÍTULO XI**

Instrumento	Clasificación Anterior (Al 31.03.17) **	Clasificación Actual	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Bonos de Titulización – Redesur y Tesur hasta por US\$110.0 millones	AAA.pe	AAA.pe	Refleja la capacidad más alta de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados.

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

\*\* Sesión de Comité del 9 de mayo de 2017.

**ANEXO III****Accionistas al 30.09.2017  
Red Eléctrica del Sur – REDESUR**

Accionistas	Participación
Red Eléctrica Internacional S.A.U.	100%

Fuente: Redesur / *Elaboración: Equilibrium***Accionistas al 30.09.2017  
Transmisora Eléctrica del Sur – TESUR**

Accionistas	Participación
Red Eléctrica del Sur – Redesur	100%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: Tesur / *Elaboración: Equilibrium***Directorio al 30.09.2017  
Redesur**

Directorio	
Juan Lasala Bernard	Director
Eva Pagán Díaz	Director
Roberto García Merino	Director
Juan Majada Tortosa	Director
Gianfranco Castagnola Zúñiga	Director
Mauricio Rivas Cavero	Director
Teresa Quiroz	Director
Juan García Beltrán	Director
Luis Velasco Bodega	Director

Fuente: Redesur / *Elaboración: Equilibrium***Plana Gerencial al 30.09.2017  
Redesur y Tesur**

Plana	Gerencia
Juan Majada Tortosa	Gerente General
Mauricio Rivas Cavero	Administración y Finanzas
Mario Venero Luna	Operación y Mantenimiento
José Luis Ayala	Apoderado

Fuente: Redesur y Tesur / *Elaboración: Equilibrium*



© 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, consecuenencial 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.