

## PROYECTO 4 – 42 LICEOS Y 16 UTU



### **PARTE 1: Informe de Evaluación Financiera**

---

**Noviembre 2017**

**Supervisor del Estudio:**

- Ec. Adrián Risso, Gerente de Evaluación de Proyectos, Corporación Nacional para el Desarrollo.

**Equipo Supervisor:**

- Ing. Rodrigo Velasco, Gerente de Proyecto, Corporación Nacional para el Desarrollo.
- Ec. Franco De Crescenzo, Asistente, Corporación Nacional para el Desarrollo.
- Cra. Catherine Barzi, Auxiliar, Corporación Nacional para el Desarrollo.
- Ec. Martín Correa, Auxiliar, Corporación Nacional para el Desarrollo.

# Tabla de Contenido

<b>1</b>	<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>ESTIMACIÓN DEL PAGO POR DISPONIBILIDAD MÁXIMO</b>	<b>2</b>
<b>3</b>	<b>ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN PARA LA ESTIMACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA DEL INVERSIONISTA</b>	<b>4</b>
3.1	SUPUESTOS DE LAS DOS ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN DE LA DEUDA	4
3.2	PROYECCIÓN DEL SERVICIO DE DEUDA DEL PROYECTO PARA LAS DOS ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN	7
<b>4</b>	<b>PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA DEL INVERSIONISTA PARA ESTIMAR LOS PAGOS POR DISPONIBILIDAD</b>	<b>8</b>
4.1	SUPUESTOS PARA LAS PROYECCIONES DE LOS FLUJOS DE CAJA	9
4.1.1	Generales	9
4.1.2	Costos de Capital (CAPEX) y Equipamiento	9
4.1.3	Costos de Operación y Mantenimiento (OPEX)	11
4.2	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA DEL INVERSIONISTA	15
4.2.1	Metodología para estimar los Flujos de Caja del Inversionista	15
4.2.2	Utilidades netas del proyecto	16
4.2.3	Flujo de caja disponible antes de dividendos	18
4.2.4	Flujo de caja del inversionista	19
4.3	TASA PARA DESCONTAR LOS FLUJOS DE CAJA DEL INVERSIONISTA	20
4.3.1	Metodología de cálculo del Costo del Equity	21
4.3.2	Costo del Equity	23
<b>5</b>	<b>ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD</b>	<b>24</b>
5.1	VARIACIÓN DEL PPD ANUAL TOTAL	24

# Apéndices

Anexo A : Estados Financieros del Proyecto	27
--	----

## Tablas

Tabla 2.1: PPD Máximo	3
-----------------------	---

## Figuras

Figura 4.1: Proyección de los Costos de Capital (CAPEX) del Proyecto - Escenario Base (Steel Frame)	11
Figura 4.2: Proyección de los Costos de Operación y Mantenimiento (OPEX) – Escenario Base	14
Figura 4.3: Ingresos y Costos Operativos– Escenario Base	16
Figura 4.4: Utilidad antes de Depreciación, Intereses e Impuestos (EBITDA)– Escenario Base	17
Figura 4.5: Proyección de las Utilidades Netas del Proyecto – Escenario Base	17
Figura 4.6: Caja Disponible para Dividendos – Escenario Base	19
Figura 4.7: Flujo de Dividendos para los Inversionistas – Escenario Base	20

# 1 INTRODUCCIÓN

Este documento presenta los resultados de la evaluación financiera del proyecto de Participación Público Privada (PPP) para la construcción y mantenimiento de 33 liceos de 7 aulas, 9 liceos de 12 aulas, 11 UTU 7 aulas y 5 UTU de 12 aulas en Uruguay. El objetivo de la evaluación financiera es estimar el pago por disponibilidad (PPD) máximo que el Estado estaría dispuesto a pagar a la contraparte privada en el PPP para la construcción y operación de esta infraestructura educativa.

Para estimar el PPD, se desarrolla un modelo financiero que proyecta los flujos de caja del proyecto de infraestructura educativa y los flujos de caja que recibiría el inversionista privado. Como antecedente del modelo financiero desarrollado se encuentra el que fuera construido para los proyectos PPP educativos precedentes. Al igual que en estos proyectos, el PPD se estimó para dos alternativas de financiación y para dos métodos constructivos de los centros educativos involucrados en el proyecto. El modelo financiero generó como resultado un valor estimado máximo y un rango de valores del PPD anual que podría solicitar un privado para la construcción y operación del total de 58 centros educativos, durante un periodo de 22 años.

El presente documento está organizado de la siguiente manera:

- En la Sección 2 se presenta el rango de valores del PPD anual para el inversionista privado del proyecto. Estos valores son el principal resultado del modelo financiero construido para la evaluación financiera del proyecto.
- En la Sección 3 se describen las dos alternativas de financiamiento que fueron utilizadas para la evaluación financiera del proyecto. La primera alternativa consiste en financiar la deuda del proyecto mediante un crédito bancario comercial durante el periodo de construcción, que luego se refinancia con emisión de bonos de deuda. La segunda alternativa consiste en financiar la totalidad de la deuda del proyecto mediante la emisión de un bono al inicio de la construcción.
- En la sección 4, se describe la metodología y los supuestos utilizados para estimar los flujos de caja del proyecto. Para este proyecto se utiliza la metodología del flujo de caja del inversionista (o flujo de caja del *equity*) para estimar el PPD máximo que podría solicitar un inversionista del proyecto.
- En la sección 5 se presenta un análisis de sensibilidad del PPD anual, realizando una variación de las principales variables que afectan el flujo de caja del proyecto y del inversionista. Este análisis permite encontrar un rango de valores del PPD ante cambios en los valores de los principales supuestos.
- Por último, en el Anexo A, se presentan los estados financieros proyectados para el periodo 2019 – 2040.

## 2 ESTIMACIÓN DEL PAGO POR DISPONIBILIDAD MÁXIMO

El objetivo de la evaluación financiera del proyecto es estimar cual sería el valor del PPD máximo que podría solicitar un inversionista para invertir en el proyecto de construcción y mantenimiento de 33 liceos de 7 aulas, 9 liceos de 12 aulas, 11 UTU 7 aulas y 5 UTU de 12 aulas en Uruguay en un periodo de 22 años. En esta sección se presentan los resultados del PPD estimado.

### Metodología de Estimación del PPD

Para estimar el PPD, se siguió la siguiente metodología utilizando un modelo financiero desarrollado en Excel:

- Estimar el flujo de caja que recibiría un inversionista privado por el proyecto, utilizando la metodología del flujo de caja del *equity* o flujo de caja del inversionista (ver detalle en sección 4.2).
- Estimar el costo de capital del inversionista para descontar el flujo de caja del inversionista (ver detalle en sección 4.3).
- Mediante el uso de una macro en Excel, estimar el PPD necesario para que el valor presente de los flujos de caja del inversionista sea igual a cero (utilizando el costo de capital del *equity* como tasa de descuento). Mediante esta metodología, se asegura que el PPD estimado es el necesario para que el inversionista reciba un retorno igual a su costo de capital por invertir en el proyecto.

### Valores estimados del PPD Anual Máximo

Se realizó la estimación del pago total del PPD anual para el proyecto para dos escenarios de financiación. En el primer escenario (Alternativa 1 en adelante), la deuda del proyecto se financia con un crédito comercial durante el periodo de construcción, que luego se refinancia con emisión de bonos de deuda. En el escenario 2 (Alternativa 2 en adelante), la deuda del proyecto se financia desde el inicio de la construcción con la emisión de un bono de deuda. En la sección 3 se describe en detalle los supuestos y características de cada alternativa.

En la Tabla 2.1 se presenta la estimación del PPD anual máximo para un escenario base. El escenario base se define como: construcción con método constructivo *Steel Frame*, asumiendo que el periodo de construcción total es de 3 años, y que la financiación se realiza a través de una emisión de bonos al inicio del proyecto.

**Tabla 2.1: PPD Máximo en el escenario en Steelframe por alternativa de financiación**

Alternativa de Financiación	Variable	USD <sup>1</sup>	UI
<i>Alternativa 1. Crédito y Bono</i>	PPD máximo anual	27.739.244	217.402.698
<i>Alternativa 2. Emisión Bono (escenario base)</i>	PPD máximo anual	27.925.065	218.859.046
<i>Alternativa 1. Crédito y Bono</i>	Costo Total Deuda (anual)	5,14%	
	TIR Flujo Caja Libre del <i>Equity</i>	12,89%	
<i>Alternativa 2. Emisión Bono</i>	Costo Total Deuda (anual)	5,27%	
	TIR Flujo Caja Libre del <i>Equity</i>	12,89%	

**Fuente:** Elaboración propia

Como se puede apreciar en la tabla anterior, para la alternativa en *Steel Frame*, que es la más económica, se cuenta con un pago por disponibilidad máximo anual de UI 218,86 millones (USD 27,93 millones) en el caso que el financiamiento sea por medio de la emisión de un bono. Considerando que en los primeros dos años el pago es menor, el PPD promedio anual es de UI 207,17 millones (USD 26,43 millones). En el caso que el financiamiento se realice a través de un crédito puente (banco + bono), el pago por disponibilidad máximo anual asciende a los UI 217,4 millones (USD 27,74 millones) y el PPD promedio anual es de UI 205,78 millones (USD 26,26 millones).

A continuación, en la sección 3 se explica el detalle de cada una de las alternativas de financiamiento para estimar el PPD anual. Luego, en la sección 4 se presenta la metodología utilizada para estimar los flujos de caja del inversionista utilizados en el cálculo del PPD. Además, en la sección 5 se presentan los resultados del análisis de sensibilidad del PPD ante cambios en los principales supuestos utilizados en la evaluación financiera.

<sup>1</sup> Tipo de cambio del 30 de Junio de 2017 (\$ 28,48).

### **3 ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN PARA LA ESTIMACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA DEL INVERSIONISTA**

Al igual que en los proyectos PPP educativos precedentes, para la evaluación financiera del presente proyecto se analizan dos alternativas de financiación de la deuda del proyecto:

- Alternativa 1—Crédito comercial y emisión de bono de deuda sin riesgo de construcción. En esta alternativa, en el primer año del proyecto se financia la deuda mediante un crédito comercial por el valor total de las necesidades de financiamiento del proyecto. Luego, en el cuarto año del proyecto, cuando se haya terminado la construcción, se refinancia el crédito comercial mediante la emisión de un bono de deuda. El valor de la emisión es por la totalidad de las necesidades de refinanciamiento de la deuda del proyecto.
- Alternativa 2—Emisión de bono de deuda al inicio del proyecto. En esta alternativa se hace una emisión de un bono de deuda para cubrir las necesidades de financiación de deuda total desde el inicio del proyecto.

A continuación, presentamos los principales supuestos utilizados para cada una de las alternativas de financiación. Luego, presentamos la proyección del servicio de la deuda y el costo total de la deuda para cada una de las alternativas. El escenario base usa la alternativa 2.

#### **3.1 SUPUESTOS DE LAS DOS ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN DE LA DEUDA**

Para definir los supuestos para cada alternativa de financiación se utilizaron las siguientes fuentes de información:

- Entrevistas con representantes de diferentes instituciones financieras en Uruguay que fueron realizadas por la empresa Castalia en el marco del Llamado 1.
- Supuestos utilizados por el Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay (MEF) para la estimación de costos de proyectos de inversión<sup>2</sup>
- Información sobre costos financieros de emisiones recientes de bonos de deuda para proyectos de PPP en Uruguay.

Para hacer la proyección del flujo de caja de la deuda, se utilizaron los siguientes supuestos:

---

<sup>2</sup> Guía Metodológica del Comparador Público-Privado para esquemas de Participación Público-Privada en Uruguay. Agosto 2012

### Spread entre las tasas de interés<sup>3</sup>:

- Para la alternativa 1, se asume que la tasa de interés efectiva anual del crédito bancario es superior a la tasa del bono de deuda.
- Para la alternativa 2, se asume que la tasa de interés del bono emitido al inicio del proyecto es inferior a la tasa del crédito comercial, pero es superior a la tasa del bono emitido para refinanciar el crédito en la alternativa 1. El spread entre la tasa de la emisión del bono de la alternativa 1 y de la alternativa 2 se explica por la diferencia en el momento de la emisión. En la alternativa 2, el bono es emitido al inicio del proyecto y por lo tanto la tasa refleja el riesgo de construcción y el de operación. En la alternativa 1, la emisión se hace a 4 años de iniciado el proyecto, por lo tanto, la tasa de interés no incorpora el riesgo de construcción. Se supone que la tasa del crédito bancario sería mayor a la del bono, pues la tasa del crédito incorpora el riesgo de construcción y el riesgo de refinanciación con el bono.

### Valores de las tasas de interés:

En la Tabla 3.1 se presentan los valores utilizados de las tasas de interés para cada alternativa.

**Tabla 3.1: Tasas de Interés para las dos Alternativas de Financiación (Escenario Base)**

Alternativa de Financiación	Tipo de Financiación	Tasa de Interés Efectiva Anual (EA) en UI	Supuesto
Alternativa 1 Crédito + Bono	Crédito Bancario	5,550%	CUI <sup>4</sup> a 5 años más 200 puntos básicos
	Bono emitido al 4 año del proyecto	5,016%	CUI a 20 años más 175 puntos básicos
Alternativa 2 Emisión de Bonos de Deuda	Bono emitido al inicio del Proyecto	5,266%	CUI a 20 años más 200 puntos básicos, con un promedio de 30 días Se utilizó el supuesto de que la tasa del bono emitido al inicio del proyecto debe ser mayor a la tasa del bono de la alternativa 1 porque incluye el riesgo de construcción

Fuente: Elaboración propia. Actualizado al 30 de Junio de 2017.

### Desembolsos de capital de deuda:

Tanto para la alternativa 1 como para la alternativa 2, asumimos que los desembolsos del crédito comercial se realizan de acuerdo a las necesidades de inversión del proyecto.

<sup>3</sup> CASTALIA validó este supuesto mediante encuestas a representantes del sector financiero en Uruguay. Fabian Ibarburu de CAF y Martín Larzabal de AFAP Republica en la semana del 15 de agosto de 2016.

<sup>4</sup> Curva Uruguay en Unidades Indexadas (CUI-BEVSA), consultada en <https://web.bevsa.com.uy/BEVSAIntranet2008/inicio/default.aspx> , Página consultada al 30 Junio 2017

### Razón de cobertura del servicio de deuda (RCSD):

Para las dos alternativas, se asume que la razón de cobertura de deuda es como mínimo 1,16. Este es el valor utilizado para el proyecto de PPP<sup>5</sup> de la Unidad de Punta Rieles en Uruguay.

### Comisiones y otros gastos de financiación:

A partir de entrevistas a representantes del sector financiero en Uruguay y de la información sobre otros proyectos de infraestructura en Uruguay se utilizaron los supuestos presentados en la Tabla 3.2.

**Tabla 3.2: Comisiones y otros gastos para las dos alternativas de financiación (Escenario Base)**

Alternativa de Financiación	Tipo de Financiación	%	Comisiones y Otros
Alternativa 1 Crédito + Bono	Crédito Bancario	0,1%	Comisión de estructuración
		0,25%	Comisión de compromiso. Se asume que se contrata un crédito senior el cual se desembolsa a medida que el proyecto requiere capital para la construcción de los edificios.
	Bono emitido al 4º año del proyecto	0,75%	Comisión de estructuración
Alternativa 2 Emisión de Bonos de Deuda	Bono emitido al inicio del Proyecto	1%	Comisión de estructuración

**Fuente:** Costos para el PPP de Unidad Punta de Rieles S.A.<sup>6</sup> en Uruguay, información de entrevistas con representantes del sector financiero en Uruguay, e información de costos de emisión de títulos de deuda del Fideicomiso Financiero Florida I

### Otros supuestos de financiación:

Para las dos alternativas de financiación se asume que el repago de la deuda es igual en todos los años. En la alternativa 1 se asume que hay un periodo de gracia de 3 años para el pago del crédito comercial, y que no hay periodo de gracia para el pago del bono. En la alternativa 2, se asume que hay un periodo de gracia de 3 años en el que no se hacen repagos a la deuda, pero se generan los intereses.

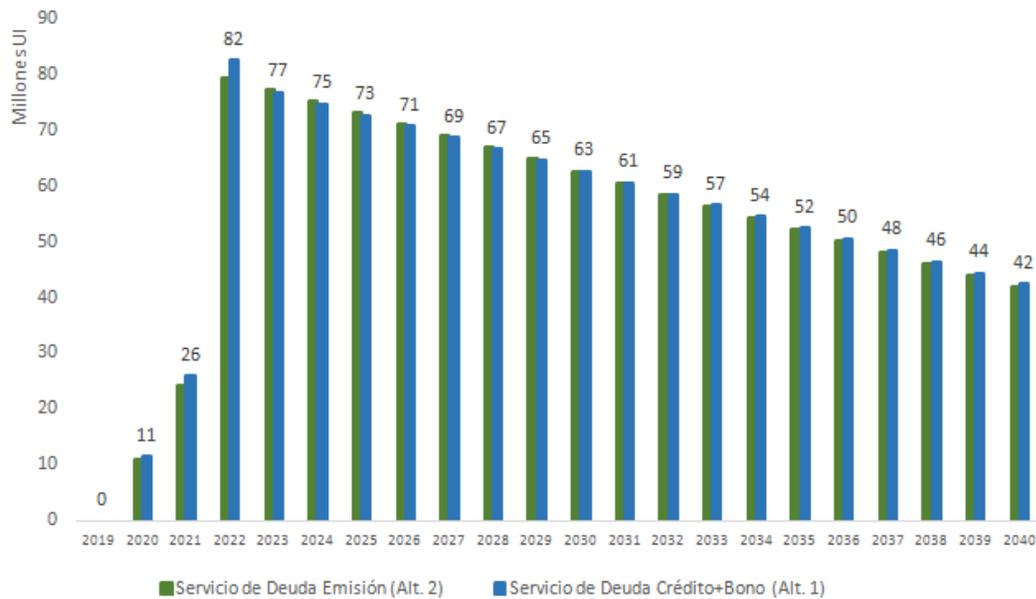
<sup>5</sup> [https://web.bevsa.com.uy/BEVSAIntranet2008/Publicaciones/Unidad%20Punta%20de%20Rieles%20\(firmado\).pdf](https://web.bevsa.com.uy/BEVSAIntranet2008/Publicaciones/Unidad%20Punta%20de%20Rieles%20(firmado).pdf),  
Página consultada en Diciembre, 2016

<sup>6</sup> Fitch Ratings <http://www.fixscr.com/informe/23745> consultado el 30 de Julio de 2016

### 3.2 PROYECCIÓN DEL SERVICIO DE DEUDA DEL PROYECTO PARA LAS DOS ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN

A partir de los supuestos de financiación utilizados para cada alternativa, y teniendo en cuenta el plan de inversiones del proyecto (CAPEX), proyectamos el servicio de deuda para cada alternativa (Figura 3.1).

Figura 3.1: Servicio de Deuda de las dos Alternativas de Financiación para el Escenario Base de Construcción *Steel Frame* (Millones UI)

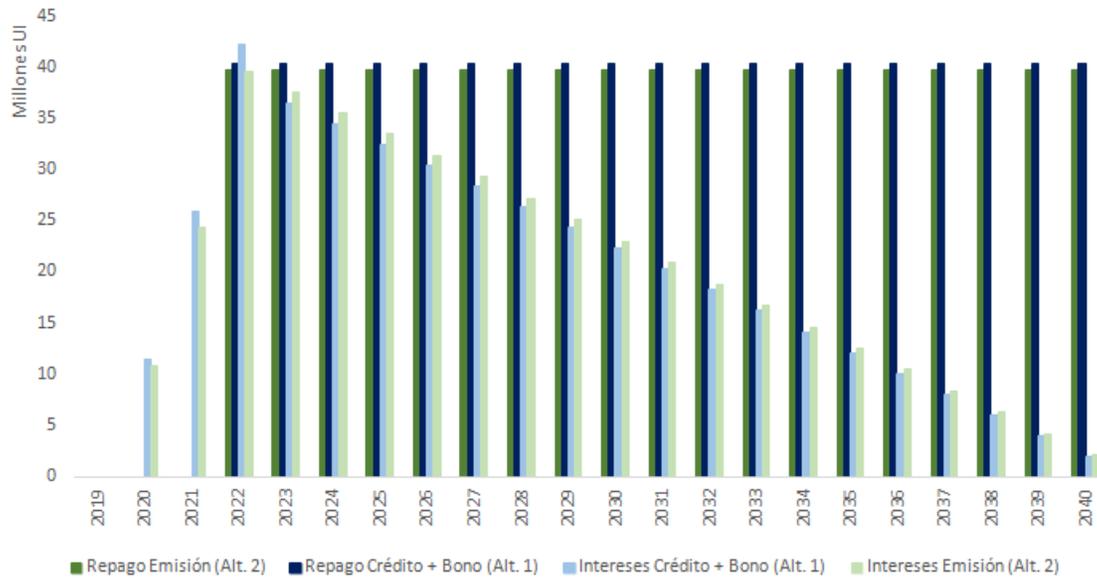


Utilizando los supuestos de financiación descritos en la sección 3.1, se encontró que el costo de la deuda anual para la alternativa 1 (crédito comercial y bono) es levemente superior que para la alternativa 2 (emisión de bono al inicio del proyecto).

El desembolso de la deuda, tanto para la alternativa 1 como para la alternativa 2, se realiza de acuerdo a las necesidades de inversión del proyecto, por lo tanto, solo se adquiere deuda para financiar los costos de la construcción del año correspondiente.

La Figura 3.2 muestra el repago de la deuda y el pago de intereses para las dos alternativas de financiación.

Figura 3.2: Repago de Capital y Pago de Intereses de las dos Alternativas de Financiación para el Escenario Base de construcción *Steel Frame* (Millones de UI)



## 4 PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA DEL INVERSIONISTA PARA ESTIMAR LOS PAGOS POR DISPONIBILIDAD

Para estimar el flujo de caja del inversionista y el PPD del proyecto, se utiliza una macro en Excel. La macro calcula el PPD que hace que el valor presente de los flujos de caja del inversionista (o el flujo de caja del *equity*) sea igual a cero. Es decir, el PPD necesario para que el inversionista reciba un retorno igual a su costo de capital (costo del *equity*) por invertir en el proyecto—después de haber cubierto con el PPD todos los costos de operación, mantenimiento, y repago de deuda del proyecto. Para esta estimación se tiene en cuenta las siguientes consideraciones:

- Para estimar los flujos de caja del proyecto y del inversionista, se necesita estimar el ingreso operativo del proyecto. El ingreso operativo del proyecto es la suma del PPD que se recibe por el total de centros educativos disponibles.
- Por lo tanto, se debe calcular de manera simultánea tanto el PPD como los flujos del proyecto y del inversionista. Al ser un proceso iterativo, se utiliza una macro en Excel que calcula el PPD que genera el ingreso operativo total necesario para que el valor presente de los flujos de caja del inversionista sea igual a cero.

En la sección 4.1 se presentan los supuestos utilizados para estimar los flujos de caja del inversionista y el PPD para el escenario base. El escenario base asume que se utiliza el tipo de construcción *Steel Frame* y que el proyecto se financia a través de la alternativa 2 (emisión de

deuda). En la sección 4.2 se explica la metodología utilizada para la estimación del flujo de caja del inversionista, que a su vez permite estimar el PPD. Las proyecciones empiezan a partir del año 2019 y se realizaron en UI.

#### 4.1 SUPUESTOS PARA LAS PROYECCIONES DE LOS FLUJOS DE CAJA

A continuación, presentamos los supuestos utilizados para estimar los resultados del escenario base (Tabla 2.1).

##### 4.1.1 Generales

El año de inicio del proyecto es 2019 y se asume que el proyecto tiene una duración de 22 años. La construcción inicia en el año 2019 y se asume que se completa la construcción de los 42 liceos y 16 UTU en el tercer año del proyecto. Este supuesto se puede modificar en el modelo si se quiere ver los resultados de otros escenarios.

##### 4.1.2 Costos de Capital (CAPEX) y Equipamiento

Para realizar la proyección del CAPEX del proyecto se consideró la información de los costos de construcción de liceos y UTU de 7 y 12 aulas. Se utilizó información de dos tipos de construcción: Tradicional y *Steel Frame*. En el escenario base se utiliza el método de construcción *Steel Frame*, que es aquel que corresponde al proyecto que generó un menor valor actual del total costos (VAC) del proyecto de acuerdo al análisis costo eficiencia desarrollado en el estudio de prefactibilidad socioeconómica. Además, se utilizan los siguientes supuestos:

**Tabla 4.1: Supuestos para la Proyección de CAPEX – Escenario Base**

Supuesto	Año
Año inicio construcción	2019
Entrada operación del primer Liceo/UTU	2020
Tiempo máximo de construcción de cada unidad	16 meses
Periodo de Construcción de todas las unidades	36 meses
Imprevistos como porcentaje del costo total de las obras	5% <sup>7</sup>

**Fuente:** Elaboración propia

<sup>7</sup> Monto utilizado para contratos de construcción de infraestructura pública mediante obra tradicional en Uruguay

Además de los costos de construcción, dentro del CAPEX se incluyen los costos de sillas y muebles tanto para liceos como UTU (Tabla 4.2).

**Tabla 4.2: Supuestos Costos de Equipamiento para el total de Centros Educativos – Escenario Base**

Supuesto	Unidad	Valor
Periodo reemplazo muebles	años	10
Periodo de reemplazo sillas	años	8
Costo de mueble por Liceo/UTU 7 aulas	UI	335.613
Costo de mueble por Liceo/UTU 12 aulas	UI	517.861
Costo de Sillas por Liceo/UTU 7 aulas	UI	165.852
Costo de Sillas por Liceo/UTU 12 aulas	UI	328.687

**Fuente:** Elaboración propia

También se incluyó dentro del valor total del CAPEX, los costos de supervisión de las obras del contrato. El costo anual de supervisión es de 1.658.286 UI por año durante los cuatro primeros años (Tabla 4.3).

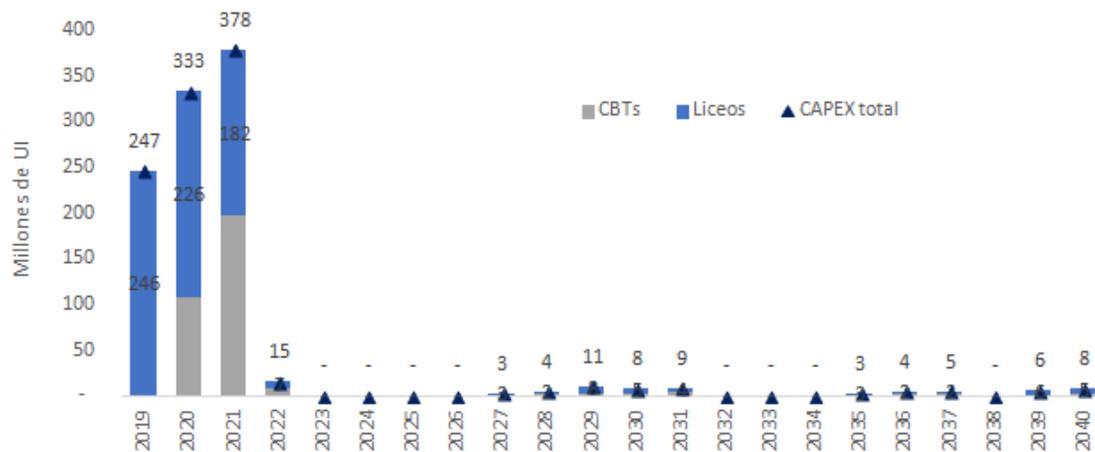
**Tabla 4.3: Supuestos de los Costos de Supervisión de las Obras– Escenario Base**

Supuesto	Unidad	Valor
Costo anual de la supervisión del contrato	UI	1.658.286.
Número de años de supervisión	años	4

**Fuente:** Elaboración propia

El CAPEX total corresponde a la suma de los costos de construcción, equipamiento y de supervisión del contrato. En la Figura 4.1 presentamos la proyección de CAPEX que resulta de los supuestos utilizados para el escenario base—que usa el método de construcción *steel frame*. La mayoría del CAPEX del proyecto se genera en los tres primeros años y los valores que se observan para los años restantes corresponden a los costos de reemplazo de las sillas y muebles.

Figura 4.1: Proyección de los Costos de Capital (CAPEX) del Proyecto - Escenario Base (Steel Frame)



#### 4.1.3 Costos de Operación y Mantenimiento (OPEX)

Corresponden a los costos necesarios para el mantenimiento de los centros educativos y los costos de la administración de la sociedad de propósito especial (SPV por sus siglas en inglés, *Special Purpose Vehicle*) que formarían los inversionistas para este proyecto.

##### Supuestos de Costos de Mantenimiento

Para realizar la proyección de los costos de mantenimiento del proyecto se utilizó la información de los costos de mantenimiento de liceos y UTU de 7 y 12 aulas suministrados por arquitectos.

Para estimar los costos de mantenimiento, se asume que existen costos recurrentes para los siguientes rubros: azotea plana, cubierta ISODEC, sanitaria, eléctrica, pintura, obras exteriores, incendio, sistemas de alarma, instalación de gas, equipos de aire acondicionado y varios. En la Tabla 4.4 se presenta el supuesto de la periodicidad, en número de años, con la que se reemplazaría cada uno de los rubros de la construcción en los liceos y UTU de 7 y 12 aulas.

Tabla 4.4: Periodicidad de los costos de Mantenimiento Recurrente – Escenario Base

Rubro	Liceo 7 aulas	UTU 7 aulas	Liceo 12 aulas	UTU 12 aulas
	Periodicidad (Años)	Periodicidad (Años)	Periodicidad (Años)	Periodicidad (Años)
Azotea Plana			10	10
Cubierta ISODEC	5	5		
Sanitaria	5	5	5	5

Rubro	Liceo 7 aulas Periodicidad (Años)	UTU 7 aulas Periodicidad (Años)	Liceo 12 aulas Periodicidad (Años)	UTU 12 aulas Periodicidad (Años)
Eléctrica	10	10	10	10
Pintura	3 - 5	3 - 5	3 - 5	3 - 5
Obras exteriores	5	5	5	5
Incendio	2	2	2	2
Sistema de Alarma	6	6	6	6
Instalación de gas	5 - 10	5- 10	5 - 10	5 - 10
Equipos de Aire Acondicionado	10	10	10	10
Varios	5 - 10	5 - 10	5 - 10	5 - 10

**Fuente:** Elaboración propia

### **Supuestos de Costos de Operación del SPV**

Para la estimación de los costos de operación y administración del SPV se utilizaron los costos estimados por la empresa Castalia-Caledonian realizados en el marco del primer llamado de PPP de centros educativos y que corresponden a los costos de 10 PPPs de educación en el Reino Unido para realizar un *benchmark* de costos de operación de SPVs (Tabla 4.5).

Tabla 4.5: Costos de Operación y Administrativos de SPVs de PPPs de Educación

Project	C&O	WHS	ACC	EH	AH	SotC	B	OLSP	LH	BA
	2 APP de Secundarias	Secundaria, Primaria & Centros Comuntarios	Secundaria, Primaria & Centros Comuntarios	Secundaria						
<b>Fecha del Cierre Financiero</b>	2016	2014	2014	2016	2015	2016	2016	2016	2014	2016
<b>Capex £000</b>	56,178	47,558	26,189	27,406	40,430	4,462	23,266	25,910	37,190	27,284
<b>Meses en Construcción</b>	35	29	24	31	27	25	18	20	19	22
<b>Costos del SPV en el periodo de construcción £</b>	486,900	387,500	266,000	379,937	337,500	345,892	169,288	117,075	57,250	94,689
<b>Por mes £</b>	13,911	13,362	11,083	12,256	12,500	13,836	9,405	5,854	3,013	4,304
<b>Incluye:</b>										
<i>Auditoría/Impuestos</i>	30,000	34,000	12,000	33,000	30,000	30,000	-	-	10,000	20,000
<i>Operaciones/Costos de admin.</i>	434,500	282,200	190,000	322,287	288,600	298,392	131,038	68,775	47,250	54,689
<i>Fund monitor</i>	22,400	71,300	54,000	24,650	18,900	17,500	38,250	48,300	-	-
<i>Otros</i>	-	-	10,000	-	-	-	-	-	-	20,000
<b>Costos anuales de operaciones del SPV £</b>	121,000	100,000	100,000	105,810	102,000	111,685		108,560	49,133	51,017
<b>Fecha base</b>	4Q13	2Q14	4Q13	3Q15	1Q13	1Q16	2Q15	2Q15	3Q14	1Q16
<b>Incluye:</b>										
<i>Auditoría/Impuestos</i>	15,000	15,000	12,000	15,000	15,000	15,000	-	-	8,639	10,000
<i>Operaciones/Costos de admin.</i>	102,500	79,000	75,000	87,160	80,000	93,035	101,000	100,560	26,996	27,344
<i>Fund monitor</i>	2,500	6,000	10,000	2,650	5,000	2,650	-	-	10,798	10,938
<i>Comisiones Bancarias</i>	1,000	-	-	1,000	2,000	1,000	-	-	-	-
<i>Otros</i>	-	-	3,000	-	-	-	80,000	8,000	2,700	2,734

Fuente: Caledonian Economics. Información de PPPs estructurados en el Reino Unido

Como fue explicado en el informe del primer llamado de infraestructura educativa, a partir de la información de los 10 PPPs analizados, se calculó el promedio de los costos de auditoría, monitoreo, y seguros del SPV. Luego, se convirtieron los costos en libras esterlinas a UI y se los ajustó por la razón entre el PIB per cápita del Reino Unido y el PIB per cápita de Uruguay.

Para estimar los costos de personal administrativo y de operación del SPV, se tomó el promedio de los costos de operación y administración de cada SPV, ponderado por el número de edificios construidos en cada PPP. Se ajustó este valor por el tipo de cambio de la Libra Esterlina a UI y por la razón entre el salario por hora del Reino Unido y el salario por hora de Uruguay. A partir de este promedio ponderado se estimó un valor de los costos de personal administrativo y de operación para un rango de 40 a 50 edificios administrados por el SPV. Los resultados se presentan en la Tabla 4.6.

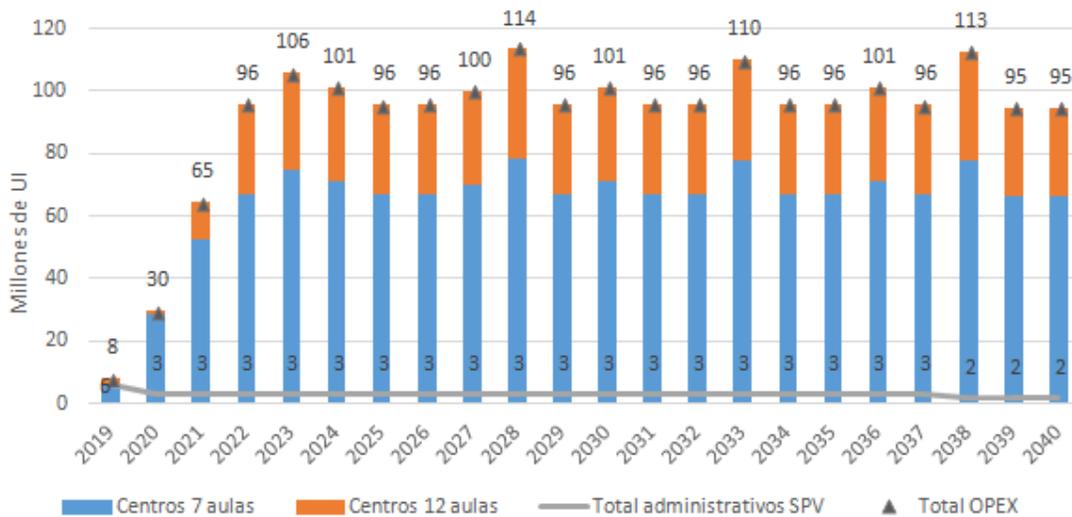
**Tabla 4.6: Gastos de Operación y Administración del SPV Escenario Base**

Gastos no recurrente	Unidad	Valor
Costos Formación Sociedad Concesionaria	UI	492.000
Gastos recurrentes		
Gastos de auditoría anual	UI	90.000
Monitoreo de Fondo de SPV	UI	12.000
Seguros (% de activos brutos)	%	0,40%
Costos Personal Administrativo y de Operación del SPV	UI	2.670.000

**Fuente:** Elaboración propia en base a datos de Caledonian Economics y Castalia

En la Figura 4.2 se presentan los resultados de la proyección de los costos totales de operación y mantenimiento del proyecto que resulta de los supuestos utilizados para el escenario base.

**Figura 4.2: Proyección de los Costos de Operación y Mantenimiento (OPEX) – Escenario Base**



Las fluctuaciones en el OPEX se explican por los supuestos utilizados para el mantenimiento.

## 4.2 PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA DEL INVERSIONISTA

Para encontrar el PPD anual, se construyeron los flujos de caja del inversionista y se los proyectó para los 22 años de duración del proyecto. Luego, descontamos a valor presente los flujos de caja del inversionista utilizando como tasa de descuento el costo del *equity*. El PPD anual es el valor necesario para que el valor presente de los flujos de caja del inversionista sea igual a cero.

### 4.2.1 Metodología para estimar los Flujos de Caja del Inversionista

El flujo de caja del inversionista lo calculamos como el flujo de dividendos, neto de aportes de capital del *equity*—como se explica a continuación.

Existen dos metodologías para estimar el flujo de caja del inversionista:

- El flujo de caja libre del *equity* (*Free cash flow to equity*, FCFE). El FCFE es una medida de los recursos que podrían ser pagados a los inversionistas de un proyecto, después de cubrir todos los gastos, hacer las inversiones, y servir la deuda.<sup>8</sup>
- El flujo de dividendos. Este flujo se basa en la premisa de que el único flujo que reciben los inversionistas de un proyecto son los dividendos.<sup>9</sup> Se estima como la caja disponible para pagar en dividendos, neto de los aportes de capital que realiza el inversionista al proyecto en el periodo.

Para estimar el flujo del inversionista utilizamos la metodología del flujo de los dividendos y no el FCFE. La razón para utilizar el flujo de caja de los dividendos, es que este representa la caja que los inversionistas realmente podrían recibir del proyecto. En la metodología del flujo de los dividendos se asume que el efectivo que genera el proyecto no se reinvierte en el proyecto, sino que se entregan como dividendos al inversionista. En el FCFE se supone que los flujos libres del *equity* se reinvierten a la misma tasa de rentabilidad de los fondos de *equity*.

Como política de dividendos se asume que el valor de los dividendos es igual al mínimo entre la caja generada por el proyecto y disponible para pagar dividendos, y las utilidades del periodo. Además, se verifica que los dividendos sean menores a las utilidades retenidas del proyecto en cada periodo (es decir, que las utilidades retenidas se conviertan en negativas por realizar un pago de dividendos). Además de los dividendos periódicos, para calcular el flujo de caja del inversionista del último año, también se suma el valor de la caja disponible al último año del proyecto. Esto debido a que el proyecto al final de su vida útil tendrá caja que no se ha entregado como dividendos. Esta caja es del inversionista, quién podrá disponer de ella cuando se acabe el contrato. El valor de la caja en el último año del proyecto es un valor pequeño.

---

<sup>8</sup> Damoradan Free Cash Flow to Equity Model <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/valn2ed/ch14.pdf>

<sup>9</sup> Damoradan Free Cash Flow to Equity Model <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/valn2ed/ch14.pdf>

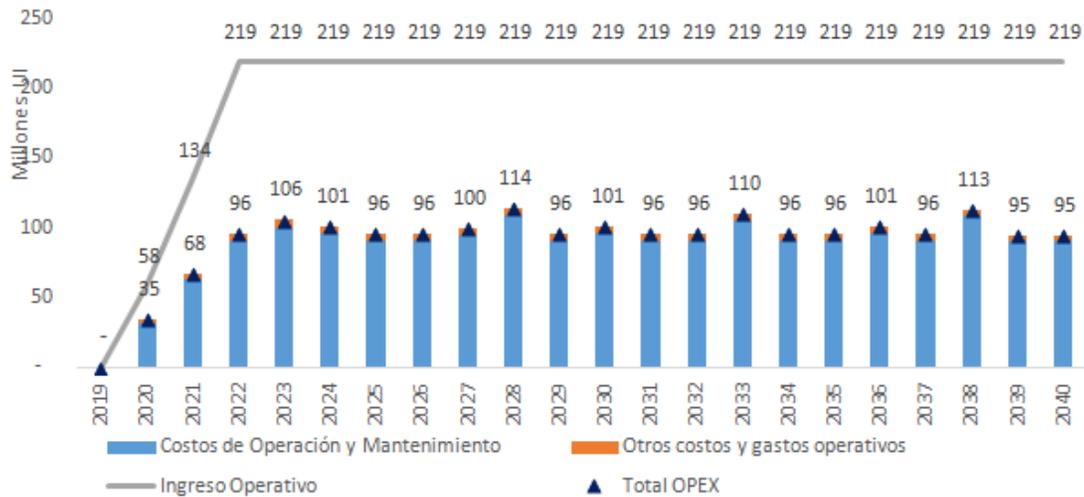
A continuación, se presenta el detalle de cómo se calculó los componentes de los flujos de caja del inversionista, utilizando la metodología del flujo de dividendos. Esto es, el cálculo de las utilidades netas del proyecto (Sección 4.2.2) y la caja disponible para dividendos (Sección 4.2.3).

#### 4.2.2 Utilidades netas del proyecto

Se calcularon las utilidades netas del proyecto como la utilidad operativa del proyecto (EBITDA, por sus siglas en inglés), menos los intereses, impuestos, y depreciación.

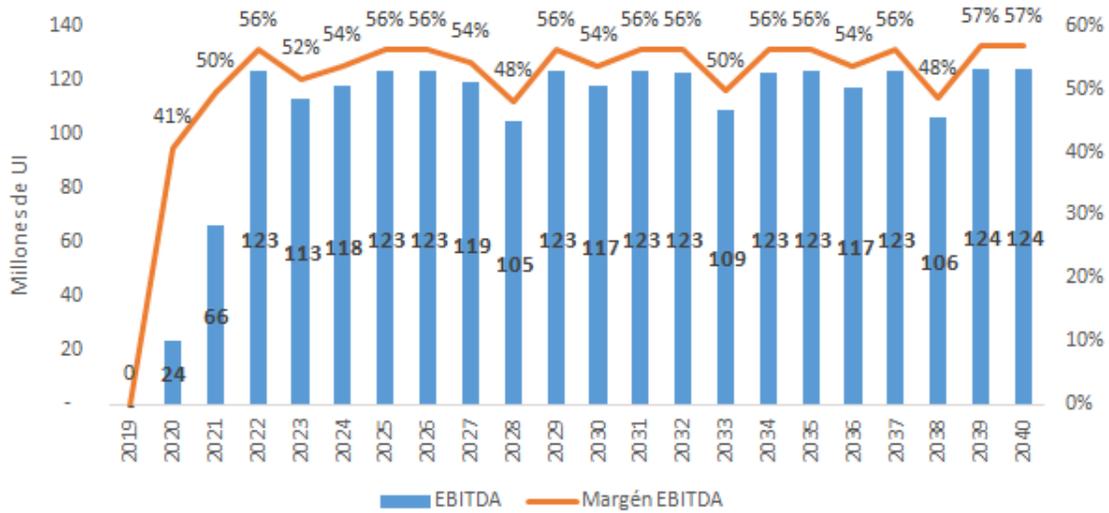
Para estimar el EBITDA del proyecto, primero se estiman los ingresos por la operación y los costos de operación y mantenimiento. Los ingresos operativos del proyecto corresponden a la suma del PPD anual recibido por cada centro educativo disponible en el año (Figura 4.3).

Figura 4.3: Ingresos y Costos Operativos– Escenario Base



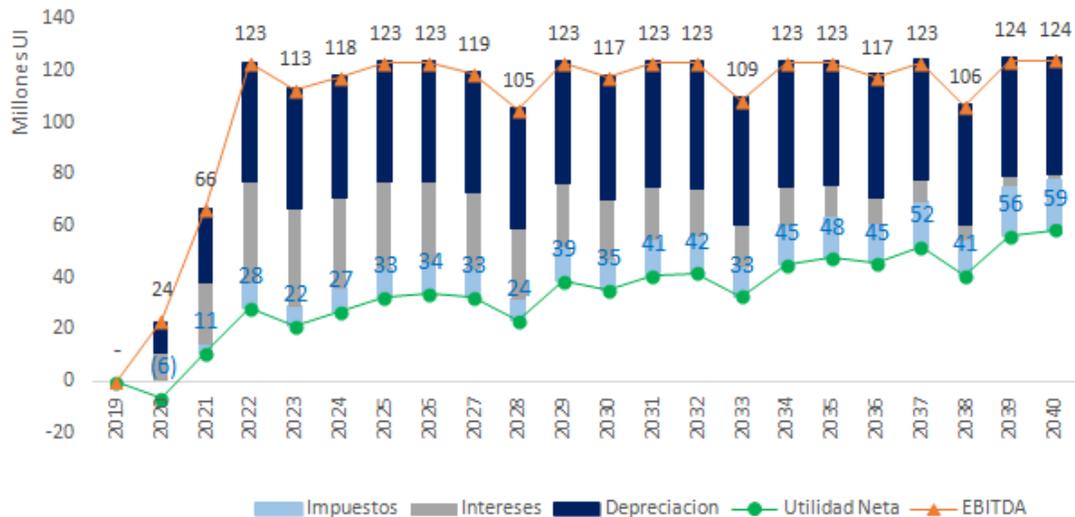
La utilidad operativa del proyecto es igual a los ingresos operativos menos los costos operativos (EBITDA). Esta es la utilidad antes de depreciación, intereses, e impuestos (Figura 4.4). La fluctuación en el EBITDA se explica por las variaciones en el gasto operativo asociadas a los costos de mantenimiento de la infraestructura y a reemplazos del equipamiento.

Figura 4.4: Utilidad antes de Depreciación, Intereses e Impuestos (EBITDA) – Escenario Base



Luego de estimar el EBITDA, se resta depreciación, intereses, e impuestos para llegar a la utilidad neta del proyecto. Se proyecta la depreciación utilizando el método de línea recta y una vida útil de los edificios de 21 años. El gasto por intereses corresponde a los pagos de intereses de la alternativa 2 (emisión de bono) de financiamiento para el escenario base, según los supuestos presentados en la Sección 3. Los impuestos se calculan multiplicando por una tasa impositiva del 25 por ciento el valor de la utilidad antes de impuestos (EBT, calculada como EBITDA menos depreciación, intereses, y otros gastos financieros). La Figura 4.5 representa el resultado de las utilidades netas del proyecto—resultado del Estado de Pérdidas y Ganancias.

Figura 4.5: Proyección de las Utilidades Netas del Proyecto – Escenario Base



### 4.2.3 Flujo de caja disponible antes de dividendos

La Tabla 4.7 muestra la metodología para estimar la caja generada por el proyecto, disponible para dividendos. En síntesis, la caja disponible para dividendos es igual a la suma del flujo de caja operativo, más el flujo de caja de inversiones, más el flujo de caja de la deuda.

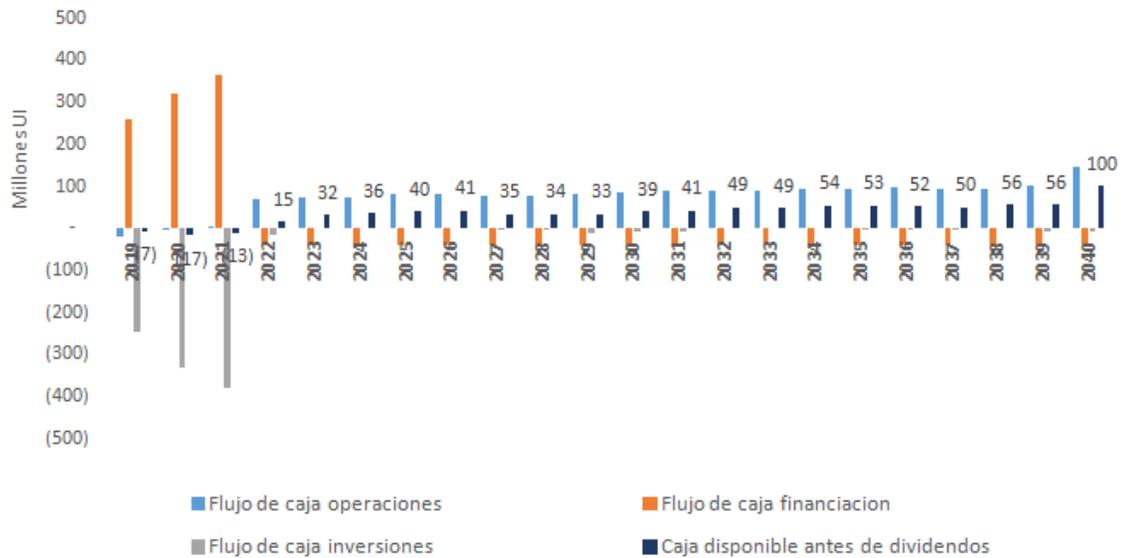
Tabla 4.7: Metodología de Estimación de la Caja Disponible para Dividendos

Componentes	Fórmula de estimación
<b>Flujo de caja operaciones</b>	
Utilidad neta del periodo	A
(más depreciación)	B
Cambio en capital de trabajo	C
Cambio en cuentas de reserva	D
Gastos diferidos	E
<i>Flujo de caja operaciones</i>	<b>FCO = A+B+C+D+E</b>
<b>Flujo de caja inversiones</b>	
CAPEX	G
<i>Flujo de caja inversiones</i>	<b>FCI = G</b>
<b>Flujo de caja financiación</b>	
Adiciones a deuda (desembolsos)	H
Repago de capital de la deuda	I
Adiciones equity	J
<i>Flujo de caja financiación</i>	<b>FCF = H+I+J</b>
<b>CAJA DISPONIBLE PARA DIVIDENDOS</b>	<b>FCO + FCI + FCF</b>

Fuente: Elaboración propia

A partir del cálculo de cada uno de los flujos del proyecto, se proyecta la caja disponible para dividendos (Figura 4.6).

Figura 4.6: Caja Disponible para Dividendos – Escenario Base

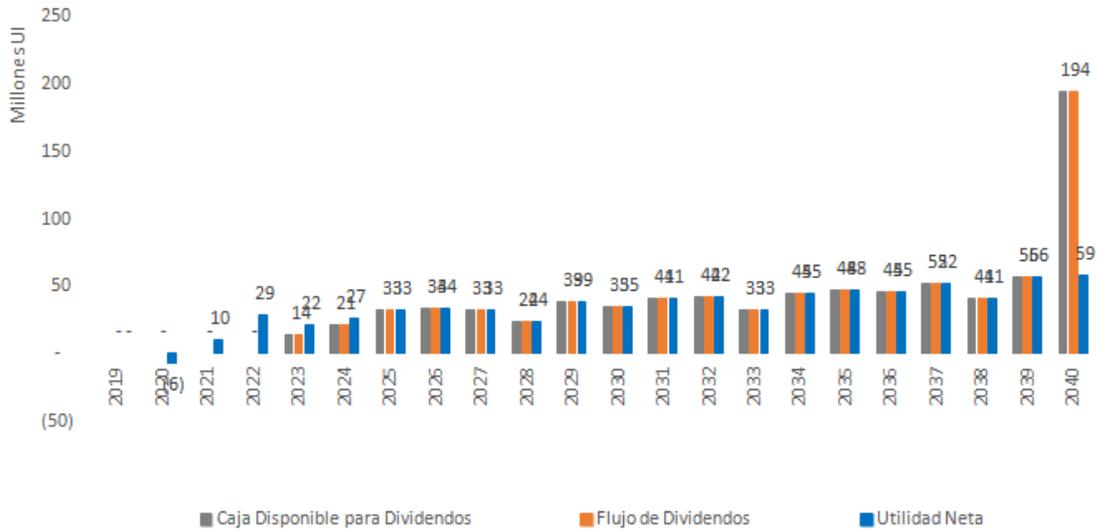


#### 4.2.4 Flujo de caja del inversionista

El flujo de caja del inversionista corresponde a la suma de los dividendos y los aportes de capital que hace el inversionista en el periodo. En el último año del contrato, también se suma el valor de la totalidad de la caja disponible en ese momento, que es caja que no se repartió durante la vigencia del contrato.

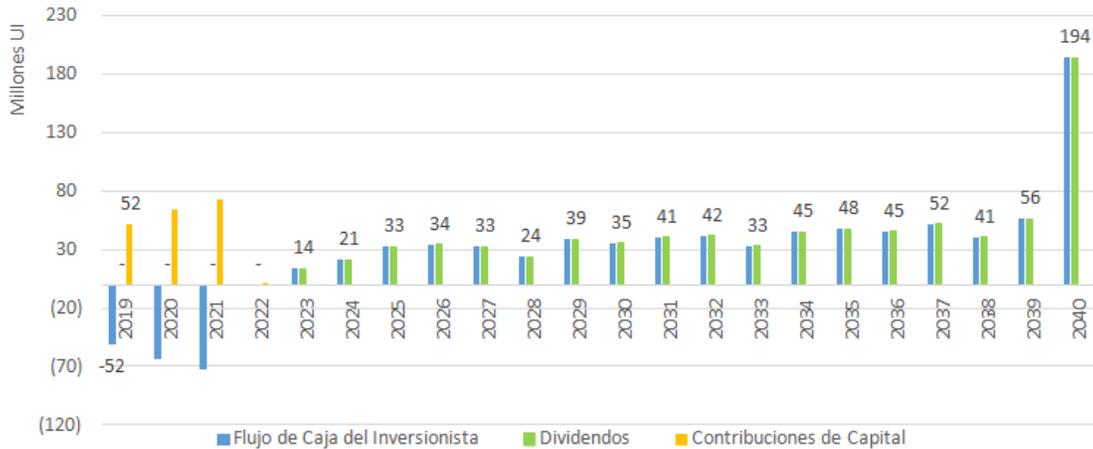
Como política de pago de dividendos, se asume que el valor de los dividendos es el mínimo entre la utilidad neta (calculado en Sección 4.2.2) y la caja disponible para dividendos (calculada en Sección 4.2.3). Se presenta el resultado de la proyección del flujo de dividendos en la Figura 4.7.

Figura 4.7: Flujo de Dividendos para los Inversionistas – Escenario Base



En la siguiente figura se presenta el flujo de caja del inversionista y el PPD que hace que el valor presente neto del flujo de caja del inversionista sea cero. Es decir, el valor del PPD que permite cubrir OPEX, hacer las inversiones, repagar la deuda, y generar un flujo para el inversionista que le asegure una rentabilidad razonable para el riesgo que asume.

Figura 4.8: Flujo de Caja del Inversionista – Escenario Base



### 4.3 TASA PARA DESCONTAR LOS FLUJOS DE CAJA DEL INVERSIONISTA

Como se ha mencionado, para estimar el PPD, se encuentra el monto para el cual el valor presente de los flujos de caja del inversionista es igual a cero. Para esto es necesario descontar los flujos a una tasa de descuento adecuada, que refleje el riesgo asumido por los inversionistas (*equity*) en el proyecto. Esta tasa es el costo del *equity*.

En la sección 4.3.1, se describe la metodología para estimar el costo del *equity* para descontar los flujos del inversionista. En la sección 4.3.2 se presentan los resultados.

### 4.3.1 Metodología de cálculo del Costo del Equity

Se utiliza el modelo de valoración de activos (CAPM por sus siglas en inglés de *Capital Asset Pricing Model*) para estimar el costo del *equity* para este proyecto. El CAPM es un modelo ampliamente utilizado para valorar activos.<sup>10</sup> Gobiernos e inversionistas en todo el mundo lo utilizan para determinar tasas de rentabilidad razonables para los inversionistas, de acuerdo al riesgo asumido.

Para la aplicación del CAPM, se tiene en cuenta los siguientes documentos y datos producidos por el Dr. Aswath Damodaran de la Universidad de Nueva York:

- Damodaran, Aswath. “*Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*,” Segunda Edición, John Wiley and Sons, 2006.
- Damodaran, Aswath. “*Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications—The 2011 Edition*,” February 2011.
- Damodaran, Aswath. “*Estimating Risk Parameters*”, 2012 (en <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Para esta estimación, también se tuvo en cuenta la metodología del Ministerio de Economía y Finanzas del Uruguay para cálculo de tasas de descuento.

En un modelo CAPM típico, la tasa de rendimiento de un único activo es igual a la tasa libre de riesgo más una prima de riesgo. Un método estándar para el cálculo de la prima de riesgo es multiplicar el Beta del proyecto por la prima de riesgo para mercados maduros, que corresponde a la diferencia entre la tasa libre de riesgo y el rendimiento promedio de acciones en un mercado maduro. Además, para mercados emergentes, se debe incorporar en el cálculo del costo del *equity* la prima de riesgo país.<sup>11</sup>

Con este enfoque, el costo del *equity* para una empresa o proyecto en un país que no se puede considerar que tenga un mercado maduro (como el caso de Uruguay), se puede calcular con la siguiente fórmula:

$$\text{costo del equity} = k_e = \text{tasa libre de riesgo} + \beta(\text{MMRP}) + \text{CRP}$$

Donde:

$\beta$  es el beta apalancado del Proyecto

MMRP es la prima de riesgo para mercados maduros

---

<sup>10</sup> Damodaran, Aswath. “*Estimating Risk Parameters*”, 2012 (accessed on January 2012 at <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

<sup>11</sup> De acuerdo con Damodaran (y muchos otros profesionales de finanzas corporativas), hay más riesgo en invertir en un país emergente que en un país con un mercado maduro, y, por lo tanto, “*debemos utilizar mayores primas de riesgo de capital cuando se invierte en mercados emergentes*” Damodaran, Aswath. “*Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications—The 2010 Edition*.” February 2010

CRP es la prima de riesgo país

A continuación, se discute la estimación de los componentes del CAPM para calcular un costo del *equity* adecuado para un proyecto de construcción de infraestructura educativa en Uruguay.

- **Tasa libre de riesgo (Rf)**, es la tasa que se puede obtener mediante la inversión en instrumentos financieros sin riesgos (o mínimo riesgo) de incumplimiento. Se utiliza el promedio de la tasa diaria de los bonos del gobierno de los Estados Unidos a 10 años, con un rendimiento promedio de 2,72 por ciento para 30 junio de 2017.<sup>12</sup>
- **Beta del *equity* ( $\beta_e$ )**, indica cuánto más o menos riesgoso es la inversión en un proyecto que en el mercado en su conjunto. Si la inversión en un proyecto es más riesgosa que el promedio del mercado, se requiere rendimientos más altos que la media del mercado.

Derivar una estimación del Beta para proyectos en un país cuyo mercado de valores es pequeño es impreciso. Por lo tanto, se utilizó el promedio del Beta para las empresas de los sectores de construcción, materiales de construcción, finca raíz, y construcción de vivienda<sup>13</sup>, para mercados emergentes y maduros<sup>14</sup> de 0.65 (Beta desapalancado)—según metodología de colección de datos de Buenaventura, Gómez y Ortiz a partir de cotizaciones establecidas por Thomas Reuters<sup>15</sup>. Éste beta apalanca para llegar al Beta del *equity*, de acuerdo con la proporción de deuda a capital del proyecto, con la siguiente fórmula:

$$\beta_{LEV} = \beta_{UNLEV} (1 + (1 - \text{impuestos}) * D/E)$$

Donde:

$\beta_{LEV}$  =beta apalancado

$\beta_{UNLEV}$  =beta desapalancado

D = porcentaje de deuda

E= porcentaje de capital

Para calcular la razón de apalancamiento (D/E), primero se calcula el valor promedio de D y el valor promedio de E para todos los años de duración del proyecto, luego dividimos el valor promedio de D sobre el valor promedio de E para obtener la razón de apalancamiento del proyecto. Para estimar los valores promedio, se parte de un valor inicial de D de 80 por ciento y de E de 20 por ciento. Se utiliza este supuesto inicial teniendo en cuenta el nivel de apalancamiento sugerido por el Ministerio de

---

<sup>12</sup> <http://federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>, consultado en Julio de 2017

<sup>13</sup> Los sectores seleccionados corresponden a la clasificación *TRBC Industry Group Code*,

<sup>14</sup> Seleccionamos los betas de las empresas de Estados Unidos, México, Colombia, Brasil, Perú y Chile.

<sup>15</sup> [http://www.icesi.edu.co/departamentos/finanzas\\_contabilidad/betas\\_colombia.php](http://www.icesi.edu.co/departamentos/finanzas_contabilidad/betas_colombia.php),

Economía y Finanzas de Uruguay. El resultado es un Beta apalancado (del *equity*) de 1,57 para la alternativa 2 de financiamiento de este proyecto, se utiliza el mismo nivel de apalancamiento para la alternativa 1 de financiamiento.

- **Prima de Riesgo de Mercado (Rm-Rf)**, es el retorno esperado por encima de la tasa libre de riesgo que los inversionistas requieren con el fin de invertir en una cartera bien diversificada de activos de riesgo en un mercado maduro. Para eso, se calcula la diferencia entre el rendimiento esperado en el mercado (Rm) y la tasa libre de riesgo (Rf). La prima de riesgo de mercado es común a todos los activos en un mercado maduro y no es específico a un activo o negocio individual. Se utilizó como Rm una tasa nominal de 9,91 por ciento, de acuerdo al promedio del índice S&P500 a 40 años. Así, la prima de riesgo de Mercado es de 7,19 por ciento
- **La Prima de Riesgo País (CRP)** es el rendimiento esperado por encima de la prima de riesgo de mercado que los inversionistas exigen para invertir en un país cuyo mercado no es maduro (por ejemplo, Uruguay). Para derivar la CRP para Uruguay, utilizamos el índice EMBI estimado por JPMorgan para Uruguay en junio de 2017. Bajo este enfoque, la CRP para Uruguay es de 2,25 por ciento.

#### 4.3.2 Costo del Equity

En esta sección se presenta la estimación del costo del *equity*, que es la tasa de retorno al capital invertido en el proyecto.

Utilizando el modelo CAPM con los supuestos presentados en la sección anterior, obtenemos el siguiente valor del costo del *equity*, después de impuestos y en dólares de los Estados Unidos (USD), para el proyecto:

$$\text{costo de capital, USD} = 2,72\% + 1,4148(9,91\% - 2,72\%) + 2,25\% = 15,15\%$$

Se asume que la inflación de Estados Unidos es 1,77% que corresponde al promedio del último año. Por lo tanto, al ajustar el costo del *equity* en dólares por la razón de la inflación en UI y la inflación en dólares, se obtiene la siguiente tasa:

$$\text{costo de capital, UI} = \frac{(1 + 15,15\%)}{1 + 1,77\%} - 1 = 12,89\%$$

## 5 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

En esta sección presentamos los resultados del análisis sensibilidad del valor del PPD anual total y del PPD para los centros educativos ante variaciones en el valor de los principales supuestos utilizados.

### 5.1 VARIACIÓN DEL PPD ANUAL TOTAL

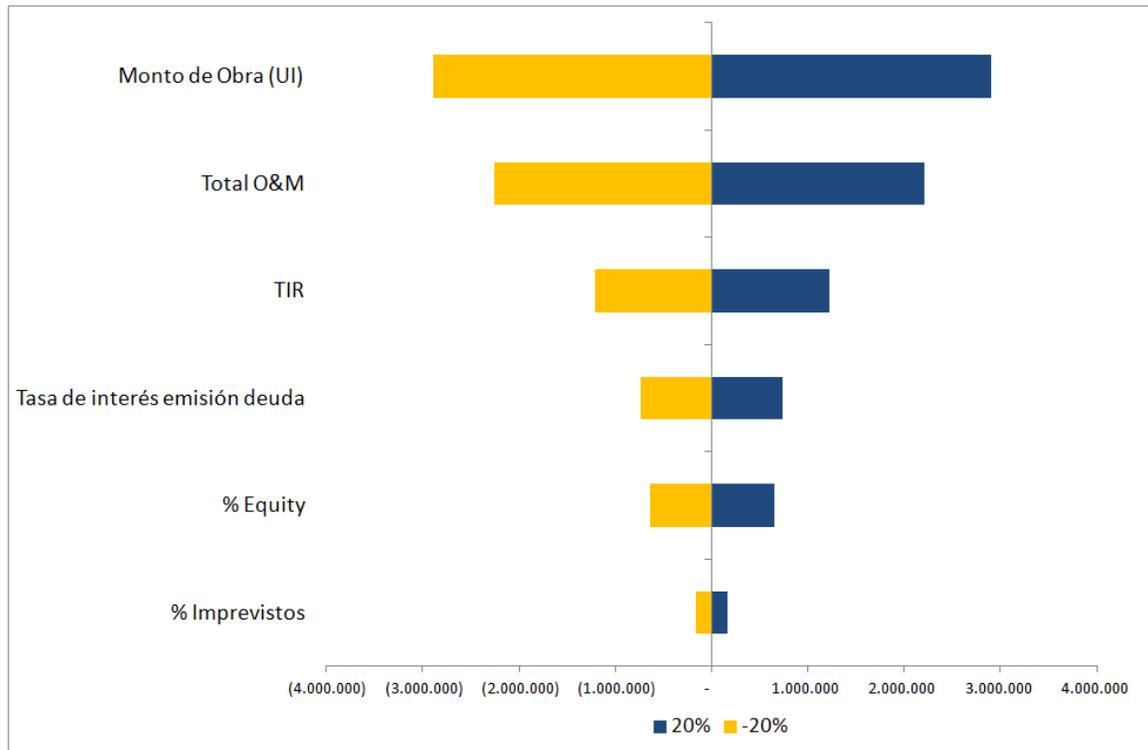
La Tabla 5.1 muestra la variación del PPD anual del proyecto ante cambios en los supuestos de monto de obra, costos de operación y mantenimiento (O&M), tasa de interés de emisión de deuda, porcentaje de *equity*, porcentaje de imprevistos y variación de la TIR del proyecto. En esta tabla se puede apreciar el impacto de cambios en las variables en el entorno del +/-5%, +/-10% y +/-20% sobre el pago por disponibilidad en dólares. Como se puede apreciar ante estas variaciones el PPD varía entre un mínimo de USD 25,04 millones a un máximo USD 30,83 millones, respecto al escenario base de USD 27,93 millones anuales.

**Tabla 5.1: Análisis de Impacto de Cambios en Variables Seleccionadas sobre el PPD Anual para el total de Centros de Estudios - Cambios sobre Escenario Base**

Valor de las variables según los porcentajes a modificar							
Variables	BASE	-20%	-10%	-5%	5%	10%	20%
% Equity	20%	16%	18%	19%	21%	22%	24%
Tasa de interés emisión deuda	5,266%	4,213%	4,739%	5,003%	5,529%	5,793%	6,319%
% Imprevistos	5,00%	4,00%	4,50%	4,75%	5,25%	5,50%	6,00%
Monto de Obra (UI)	772.424.566	617.939.653	695.182.110	733.803.338	811.045.795	849.667.023	926.909.480
TIR	12,89%	10,31%	11,60%	12,25%	13,54%	14,18%	15,47%
Total O&M (UI)	1.887.088.115	1.540.844.202	1.715.167.235	1.801.427.980	1.972.147.584	2.056.606.341	2.223.721.562
Impacto sobre el pago por disponibilidad (PPD) anual máximo en Dólares							
Variables	BASE	-20%	-10%	-5%	5%	10%	20%
% Equity	27.925.065	27.282.558	27.578.036	27.731.282	28.118.848	28.285.138	28.581.477
Tasa de interés emisión deuda	27.925.065	27.189.661	27.568.495	27.746.780	28.103.350	28.281.635	28.662.697
% Imprevistos	27.925.065	27.763.905	27.844.485	27.884.775	27.965.355	28.005.645	28.086.225
Monto de Obra (UI)	27.925.065	25.040.098	26.459.294	27.192.168	28.657.983	29.390.920	30.831.589
TIR	27.925.065	26.716.179	27.301.249	27.599.303	28.256.636	28.568.793	29.147.416
Total O&M (UI)	27.925.065	25.663.466	26.800.847	27.364.602	28.482.235	29.036.110	30.133.977

Por otro lado, la Figura 5.1 muestra un gráfico de tornado en donde se puede apreciar cuales son las variables que generan mayor sensibilidad en el pago por disponibilidad ante una variación porcentual de +/-20%. De esta manera se observa que los montos de obra y el total de costos de operación y mantenimiento son los rubros que tienen un mayor impacto llegando a generar una variación de USD 2,9 millones anuales y USD 2,26 millones anuales en los PPD, respectivamente. En cambio variables como el porcentaje de imprevistos o el porcentaje de equity tienen un impacto menor en el PPD anual llegando casi a los USD 0,16 millones anuales y 0.66 millones anuales en los PPD respectivamente.

Figura 5.1: Gráfico de tornado variación del PPD ante cambios en las variables clave del modelo



Fuente: Elaboración propia.

## **Anexo A: ESTADOS FINANCIEROS DEL PROYECTO**

En esta sección presentamos los estados financieros del proyecto.

- Estado de Pérdidas y Ganancias
- Balance General
- Estado de Flujo de Caja.

## A.1 ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL SPV (VALORES EN UI)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (P&amp;G)</b>											
<b>Ingreso Operativo</b>											
Pago por disponibilidad	-	62.923.883	144.626.847	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109
<b>Costos de Operación y Mantenimiento</b>											
Mantenimiento	-	28.371.180	66.752.850	103.774.726	113.399.389	109.033.193	103.718.999	103.774.726	107.789.972	121.005.127	103.718.999
Operación	-	1.888.070	3.813.229	3.843.933	3.843.933	3.843.933	3.843.933	3.843.933	3.855.211	3.865.162	3.895.944
Operación - diferidos	-	5.899.407	3.004.082	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total O&amp;M</b>	-	36.158.657	73.570.161	107.618.659	117.243.321	112.877.125	107.562.932	107.618.659	111.645.182	124.870.289	107.614.944
<b>Otros costos y gastos operativos</b>											
Administración	-	3.190.687	4.772.000	5.772.000	5.772.000	5.772.000	5.772.000	5.772.000	5.772.000	5.772.000	5.772.000
<b>Total OPEX</b>	-	39.349.344	78.342.161	113.390.659	123.015.321	118.649.125	113.334.932	113.390.659	117.417.182	130.642.289	113.386.944
<b>EBITDA</b>	-	23.574.540	66.284.686	122.780.451	113.155.788	117.521.984	122.836.178	122.780.451	118.753.927	105.528.821	122.784.166
<b>Depreciación</b>	-	11.740.575	28.037.244	46.236.136	46.916.860	46.916.860	46.916.860	46.916.860	46.916.860	47.198.809	47.447.587
<b>EBIT</b>	-	11.833.965	38.247.442	76.544.315	66.238.928	70.605.124	75.919.317	75.863.591	71.837.067	58.330.012	75.336.579
Intereses	-	10.872.243	24.329.591	39.637.930	37.617.907	35.528.023	33.438.139	31.348.256	29.258.372	27.168.488	25.078.604
Ingresos por intereses caja	-	(20.390)	(3.821)	237.741	412.706	576.959	711.976	778.081	850.452	899.266	948.513
Otras comisiones y gastos financieros	-	1.777.929	1.544.396	10.384	-	-	-	-	-	-	-
Otras comisiones y gastos financieros - diferidos	-	5.670.514	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	-	(6.507.112)	12.369.635	37.133.741	29.033.727	35.654.060	43.193.154	45.293.416	43.429.147	32.060.789	51.206.487
<b>Impuestos</b>	-	-	3.092.409	9.283.435	7.258.432	8.913.515	10.798.288	11.323.354	10.857.287	8.015.197	12.801.622
IRAE: credito fiscal	-	-	1.546.204	80.574	-	-	-	-	-	-	-
<b>Impuestos Netos</b>	-	-	1.546.204	9.202.862	7.258.432	8.913.515	10.798.288	11.323.354	10.857.287	8.015.197	12.801.622
<b>Ganancia (Pérdida Neta)</b>	-	(6.507.112)	10.823.430	27.930.880	21.775.295	26.740.545	32.394.865	33.970.062	32.571.860	24.045.592	38.404.865

	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
<b>ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (P&amp;G)</b>											
<b>Ingreso Operativo</b>											
Pago por disponibilidad	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109	236.171.109
<b>Costos de Operación y Mantenimiento</b>											
Mantenimiento	109.044.106	103.718.999	103.763.812	117.470.361	103.774.726	103.718.999	109.033.193	103.718.999	121.016.041	99.394.739	99.394.739
Operación	3.916.081	3.932.190	3.932.190	3.932.190	3.932.190	3.943.468	3.953.420	3.843.245	3.843.245	3.866.066	3.798.633
Operación - diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total O&amp;M</b>	112.960.187	107.651.190	107.696.003	121.402.552	107.706.916	107.662.468	112.986.612	107.562.244	124.859.285	103.260.805	103.193.372
<b>Otros costos y gastos operativos</b>											
Administración	5.772.000	5.772.000	5.772.000	5.772.000	5.772.000	5.772.000	5.772.000	5.772.000	4.692.000	4.692.000	4.692.000
<b>Total OPEX</b>	118.732.187	113.423.190	113.468.003	127.174.552	113.478.916	113.434.468	118.758.612	113.334.244	129.551.285	107.952.805	107.885.372
<b>EBITDA</b>	117.438.922	122.747.920	122.703.107	108.996.558	122.692.193	122.736.642	117.412.497	122.836.865	106.619.824	128.218.304	128.285.737
<b>Depreciación</b>	48.217.152	48.720.571	49.123.306	49.123.306	49.123.306	48.227.705	47.592.945	46.700.640	46.899.663	46.086.987	45.280.956
<b>EBIT</b>	69.221.770	74.027.349	73.579.800	59.873.251	73.568.887	74.508.937	69.819.552	76.136.226	59.720.162	82.131.317	83.004.781
Intereses	22.988.721	20.898.837	18.808.953	16.719.070	14.629.186	12.539.302	10.449.419	8.359.535	6.269.651	4.179.767	2.089.884
Ingresos por intereses caja	899.471	914.791	912.066	1.006.488	1.116.849	1.195.241	1.252.414	1.296.384	1.310.660	1.402.973	1.384.739
Otras comisiones y gastos financieros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras comisiones y gastos financieros - diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	47.132.521	54.043.302	55.682.913	44.160.670	60.056.550	63.164.875	60.622.547	69.073.075	54.761.170	79.354.523	82.299.636
<b>Impuestos</b>	11.783.130	13.510.826	13.920.728	11.040.168	15.014.137	15.791.219	15.155.637	17.268.269	13.690.293	19.838.631	20.574.909
IRAE: credito fiscal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Impuestos Netos</b>	11.783.130	13.510.826	13.920.728	11.040.168	15.014.137	15.791.219	15.155.637	17.268.269	13.690.293	19.838.631	20.574.909
<b>Ganancia (Pérdida Neta)</b>	35.349.391	40.532.477	41.762.185	33.120.503	45.042.412	47.373.657	45.466.910	51.804.806	41.070.878	59.515.892	61.724.727

## A.2 BALANCE GENERAL DEL SPV (VALORES EN UI)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>BALANCE GENERAL</b>											
Activos corrientes											
Caja	(7.475.142)	(27.080.932)	(42.335.364)	(26.692.366)	(8.130.545)	7.744.637	15.386.194	22.661.543	25.281.583	35.565.057	30.369.541
Cuentas de reserva											
Cuenta Reserva Servicio de Deuda	5.436.122	12.164.795	39.662.127	38.652.115	37.607.173	36.562.232	35.517.290	34.472.348	33.427.406	32.382.464	31.337.522
Cuenta Reserva Operación y Mantenimiento	-	14.534.016	26.904.665	29.310.830	28.219.281	26.890.733	26.904.665	27.911.296	31.217.572	26.903.736	28.240.047
Inventarios	-	1.418.559	3.337.642	5.188.736	5.669.969	5.451.660	5.185.950	5.188.736	5.389.499	6.050.256	5.185.950
Cuentas por cobrar	-	5.243.657	12.052.237	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926
Cambio en gastos diferidos	7.892.627	3.004.082	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cambio en otras comisiones y gastos financieros - diferidos	5.670.514	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398
<b>Total activos corrientes</b>	<b>11.524.120</b>	<b>9.370.576</b>	<b>39.707.706</b>	<b>66.226.640</b>	<b>83.133.203</b>	<b>96.416.585</b>	<b>102.761.423</b>	<b>110.001.247</b>	<b>115.083.384</b>	<b>120.668.837</b>	<b>114.900.384</b>
Activos Fijos											
PPE											
Valor Bruto activos	246.552.066	579.404.730	953.307.293	960.983.159	960.983.159	960.983.159	960.983.159	960.983.159	963.802.646	966.290.428	973.986.073
Depreciación acumulada	-	11.740.575	39.777.819	86.013.955	132.930.815	179.847.676	226.764.536	273.681.396	320.598.256	367.797.065	415.244.652
Valor neto activos	246.552.066	567.664.155	913.529.474	874.969.204	828.052.344	781.135.484	734.218.624	687.301.763	643.204.389	598.493.363	558.741.420
WIP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total activos fijos</b>	<b>246.552.066</b>	<b>567.664.155</b>	<b>913.529.474</b>	<b>874.969.204</b>	<b>828.052.344</b>	<b>781.135.484</b>	<b>734.218.624</b>	<b>687.301.763</b>	<b>643.204.389</b>	<b>598.493.363</b>	<b>558.741.420</b>
<b>Total Activos</b>	<b>258.076.186</b>	<b>577.034.731</b>	<b>953.237.181</b>	<b>941.195.844</b>	<b>911.185.547</b>	<b>877.552.069</b>	<b>836.980.046</b>	<b>797.303.010</b>	<b>758.287.773</b>	<b>719.162.200</b>	<b>673.641.804</b>
Pasivo corriente											
Cuentas por pagar	-	6.026.443	12.261.694	17.936.443	19.540.554	18.812.854	17.927.155	17.936.443	18.607.530	20.811.715	17.935.824
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>-</b>	<b>6.026.443</b>	<b>12.261.694</b>	<b>17.936.443</b>	<b>19.540.554</b>	<b>18.812.854</b>	<b>17.927.155</b>	<b>17.936.443</b>	<b>18.607.530</b>	<b>20.811.715</b>	<b>17.935.824</b>
Pasivo largo plazo											
Saldo deuda largo plazo	206.460.949	462.012.320	752.713.525	714.353.830	674.667.506	634.981.182	595.294.858	555.608.534	515.922.210	476.235.886	436.549.563
<b>Total pasivo largo plazo</b>	<b>206.460.949</b>	<b>462.012.320</b>	<b>752.713.525</b>	<b>714.353.830</b>	<b>674.667.506</b>	<b>634.981.182</b>	<b>595.294.858</b>	<b>555.608.534</b>	<b>515.922.210</b>	<b>476.235.886</b>	<b>436.549.563</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>206.460.949</b>	<b>468.038.763</b>	<b>764.975.218</b>	<b>732.290.273</b>	<b>694.208.059</b>	<b>653.794.036</b>	<b>613.222.013</b>	<b>573.544.977</b>	<b>534.529.741</b>	<b>497.047.601</b>	<b>454.485.386</b>
Patrimonio											
Contribuciones de capital	51.615.237	115.503.080	188.178.381	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038
Utilidades retenidas	-	(6.507.112)	3.859.000	32.247.198	40.319.115	47.099.660	47.099.660	47.099.660	47.099.660	47.099.660	47.099.660
<b>Total Patrimonio</b>	<b>51.615.237</b>	<b>108.995.968</b>	<b>192.037.381</b>	<b>220.757.237</b>	<b>228.829.153</b>	<b>235.609.698</b>	<b>235.609.698</b>	<b>235.609.698</b>	<b>235.609.698</b>	<b>235.609.698</b>	<b>235.609.698</b>
<b>Total pasivo + Patrimonio</b>	<b>258.076.186</b>	<b>577.034.731</b>	<b>957.012.599</b>	<b>953.047.509</b>	<b>923.037.212</b>	<b>889.403.734</b>	<b>848.831.711</b>	<b>809.154.675</b>	<b>770.139.439</b>	<b>732.657.299</b>	<b>690.095.084</b>

	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
<b>BALANCE GENERAL</b>											
Activos corrientes											
Caja	34.273.682	35.034.989	42.095.504	57.600.435	66.495.647	71.926.826	78.724.913	76.873.152	92.549.040	91.787.403	0
Cuentas de reserva											
Cuenta Reserva Servicio de Deuda	30.292.580	29.247.639	28.202.697	27.157.755	26.112.813	25.067.871	24.022.929	22.977.987	21.933.046	20.888.104	-
Cuenta Reserva Operación y Mantenimiento	26.912.797	26.924.001	30.350.638	26.926.729	26.915.617	28.246.653	26.890.561	31.214.821	25.815.201	25.798.343	-
Inventarios	5.452.205	5.185.950	5.188.191	5.873.518	5.188.736	5.185.950	5.451.660	5.185.950	6.050.802	4.969.737	4.969.737
Cuentas por cobrar	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926	19.680.926
Cambio en gastos diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cambio en otras comisiones y gastos financieros - diferidos	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398	86.398
<b>Total activos corrientes</b>	<b>116.698.589</b>	<b>116.159.902</b>	<b>125.604.354</b>	<b>137.325.761</b>	<b>144.480.138</b>	<b>150.194.624</b>	<b>154.857.387</b>	<b>156.019.235</b>	<b>166.115.413</b>	<b>163.210.911</b>	<b>24.737.061</b>
Activos Fijos											
PPE											
Valor Bruto activos	979.020.266	983.047.620	983.047.620	983.047.620	983.047.620	985.867.107	988.354.889	960.811.182	960.811.182	966.516.600	949.658.311
Depreciación acumulada	463.461.804	512.182.375	561.305.681	610.428.988	659.552.294	707.779.999	755.372.944	772.539.651	819.439.314	865.526.301	888.914.774
Valor neto activos	515.558.462	470.865.245	421.741.939	372.618.632	323.495.326	278.087.108	232.981.944	188.271.530	141.371.868	100.990.299	60.743.536
WIP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total activos fijos</b>	<b>515.558.462</b>	<b>470.865.245</b>	<b>421.741.939</b>	<b>372.618.632</b>	<b>323.495.326</b>	<b>278.087.108</b>	<b>232.981.944</b>	<b>188.271.530</b>	<b>141.371.868</b>	<b>100.990.299</b>	<b>60.743.536</b>
<b>Total Activos</b>	<b>632.257.051</b>	<b>587.025.147</b>	<b>547.346.292</b>	<b>509.944.393</b>	<b>467.975.464</b>	<b>428.281.732</b>	<b>387.839.331</b>	<b>344.290.765</b>	<b>307.487.281</b>	<b>264.201.211</b>	<b>85.480.597</b>
Pasivo corriente											
Cuentas por pagar	18.826.698	17.941.865	17.949.334	20.233.759	17.951.153	17.943.745	18.831.102	17.927.041	20.809.881	17.210.134	17.198.895
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>18.826.698</b>	<b>17.941.865</b>	<b>17.949.334</b>	<b>20.233.759</b>	<b>17.951.153</b>	<b>17.943.745</b>	<b>18.831.102</b>	<b>17.927.041</b>	<b>20.809.881</b>	<b>17.210.134</b>	<b>17.198.895</b>
Pasivo largo plazo											
Saldo deuda largo plazo	396.863.239	357.176.915	317.490.591	277.804.267	238.117.943	198.431.619	158.745.295	119.058.972	79.372.648	39.686.324	(0)
<b>Total pasivo largo plazo</b>	<b>396.863.239</b>	<b>357.176.915</b>	<b>317.490.591</b>	<b>277.804.267</b>	<b>238.117.943</b>	<b>198.431.619</b>	<b>158.745.295</b>	<b>119.058.972</b>	<b>79.372.648</b>	<b>39.686.324</b>	<b>(0)</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>415.689.937</b>	<b>375.118.780</b>	<b>335.439.925</b>	<b>298.038.026</b>	<b>256.069.096</b>	<b>216.375.364</b>	<b>177.576.397</b>	<b>136.986.012</b>	<b>100.182.529</b>	<b>56.896.458</b>	<b>17.198.895</b>
Patrimonio											
Contribuciones de capital	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038	188.510.038
Utilidades retenidas	47.099.660	47.099.660	47.099.660	47.099.660	47.099.660	47.099.660	47.099.660	47.099.660	47.099.660	47.099.660	(89.334.087)
<b>Total Patrimonio</b>	<b>235.609.698</b>	<b>99.175.951</b>									
<b>Total pasivo + Patrimonio</b>	<b>651.299.634</b>	<b>610.728.478</b>	<b>571.049.623</b>	<b>533.647.724</b>	<b>491.678.794</b>	<b>451.985.062</b>	<b>413.186.095</b>	<b>372.595.710</b>	<b>335.792.227</b>	<b>292.506.156</b>	<b>116.374.846</b>

### A.3 ESTADO DE FLUJO DE CAJA DEL SPV (VALORES EN UI)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>ESTADO DE FLUJO DE CAJA</b>											
Flujo de caja operaciones											
Utilidad neta	-	(6.507.112)	10.823.430	27.930.880	21.775.295	26.740.545	32.394.865	33.970.062	32.571.860	24.045.592	38.404.865
(mas depreciacion)	-	11.740.575	28.037.244	46.236.136	46.916.860	46.916.860	46.916.860	46.916.860	46.916.860	47.198.809	47.447.587
Cambio en capital de trabajo	-	(635.773)	(2.492.413)	(3.805.033)	1.122.877	(509.390)	(619.989)	6.501	470.325	1.543.427	(2.011.584)
Cambio en cuentas de reserva	(5.436.122)	(21.262.690)	(39.867.980)	(1.396.154)	2.136.491	2.373.490	1.031.010	38.311	(2.261.335)	5.358.778	(291.369)
Cambio en gastos diferidos	(7.892.627)	4.888.544	3.004.082	-	-	-	-	-	-	-	-
Cambio en otras comisiones y gastos financieros - diferidos	(5.670.514)	5.584.116	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Flujo de caja operaciones</b>	<b>(18.999.262)</b>	<b>(6.192.340)</b>	<b>(495.637)</b>	<b>68.965.829</b>	<b>71.951.524</b>	<b>75.521.506</b>	<b>79.722.747</b>	<b>80.931.735</b>	<b>77.697.711</b>	<b>78.146.606</b>	<b>83.549.499</b>
Flujo de caja inversiones											
CAPEX	(246.552.066)	(332.852.663)	(378.135.301)	(15.294.794)	-	-	-	-	(2.819.486)	(4.131.216)	(10.653.826)
<b>Total flujo de caja inversiones</b>	<b>(246.552.066)</b>	<b>(332.852.663)</b>	<b>(378.135.301)</b>	<b>(15.294.794)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(2.819.486)</b>	<b>(4.131.216)</b>	<b>(10.653.826)</b>
Flujo de caja financiancion											
Adciones a deuda	206.460.949	255.551.371	290.701.205	1.326.629	-	-	-	-	-	-	-
Repago deuda	-	-	-	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)
Adiciones equity	51.615.237	63.887.843	72.675.301	331.657	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total flujo de caja financiancion</b>	<b>258.076.186</b>	<b>319.439.214</b>	<b>363.376.506</b>	<b>(38.028.038)</b>	<b>(39.686.324)</b>						
<b>Caja disponible antes de dividendos</b>	<b>(7.475.142)</b>	<b>(19.605.789)</b>	<b>(15.254.432)</b>	<b>15.642.997</b>	<b>32.265.200</b>	<b>35.835.182</b>	<b>40.036.423</b>	<b>41.245.411</b>	<b>35.191.900</b>	<b>34.329.066</b>	<b>33.209.349</b>
Dividendos	-	-	-	-	13.703.379	19.960.000	32.394.865	33.970.062	32.571.860	24.045.592	38.404.865
Caja inicio periodo	-	(7.475.142)	(27.080.932)	(42.335.364)	(26.692.366)	(8.130.545)	7.744.637	15.386.194	22.661.543	25.281.583	35.565.057
Caja del periodo	(7.475.142)	(19.605.789)	(15.254.432)	15.642.997	18.561.821	15.875.182	7.641.557	7.275.349	2.620.040	10.283.474	(5.195.516)
<b>Caja final del periodo</b>	<b>(7.475.142)</b>	<b>(27.080.932)</b>	<b>(42.335.364)</b>	<b>(26.692.366)</b>	<b>(8.130.545)</b>	<b>7.744.637</b>	<b>15.386.194</b>	<b>22.661.543</b>	<b>25.281.583</b>	<b>35.565.057</b>	<b>30.369.541</b>
<b>Test de disponibilidad de dividendos</b>											
Utilidad Neta	-	(6.507.112)	10.366.111	28.388.199	21.775.295	26.740.545	32.394.865	33.970.062	32.571.860	24.045.592	38.404.865
Utilidades Retenidas	-	(6.507.112)	3.859.000	32.247.198	54.022.493	67.059.660	79.494.525	81.069.722	79.671.520	71.145.252	85.504.525
Caja disponible	(7.475.142)	(27.080.932)	(42.792.683)	(26.692.366)	5.572.834	27.704.637	47.781.060	56.631.605	57.853.443	59.610.649	68.774.406
<b>Dividendos</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>13.703.379</b>	<b>19.960.000</b>	<b>32.394.865</b>	<b>33.970.062</b>	<b>32.571.860</b>	<b>24.045.592</b>	<b>38.404.865</b>

	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
<b>ESTADO DE FLUJO DE CAJA</b>											
<b>Flujo de caja operaciones</b>											
Utilidad neta	35.349.391	40.532.477	41.762.185	33.120.503	45.042.412	47.373.657	45.466.910	51.804.806	41.070.878	59.515.892	61.724.727
(mas depreciacion)	48.217.152	48.720.571	49.123.306	49.123.306	49.123.306	48.227.705	47.592.945	46.700.640	46.899.663	46.086.987	45.280.956
Cambio en capital de trabajo	624.619	(618.578)	5.228	1.599.097	(1.597.824)	(4.622)	621.648	(638.352)	2.017.988	(2.518.682)	(11.239)
Cambio en cuentas de reserva	2.372.191	1.033.739	(2.381.695)	4.468.851	1.056.054	(286.094)	2.401.034	(3.279.318)	6.444.562	1.061.800	46.686.447
Cambio en gastos diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cambio en otras comisiones y gastos financieros - diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Flujo de caja operaciones</b>	<b>86.563.352</b>	<b>89.668.209</b>	<b>88.509.024</b>	<b>88.311.757</b>	<b>93.623.949</b>	<b>95.310.645</b>	<b>96.082.537</b>	<b>94.587.776</b>	<b>96.433.090</b>	<b>104.145.997</b>	<b>153.680.891</b>
<b>Flujo de caja inversiones</b>											
CAPEX	(7.623.497)	(8.688.101)	-	-	-	(2.819.486)	(4.131.216)	(4.948.407)	-	(5.705.419)	(7.623.497)
<b>Total flujo de caja inversiones</b>	<b>(7.623.497)</b>	<b>(8.688.101)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(2.819.486)</b>	<b>(4.131.216)</b>	<b>(4.948.407)</b>	<b>-</b>	<b>(5.705.419)</b>	<b>(7.623.497)</b>
<b>Flujo de caja financiaci3n</b>											
Adciones a deuda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Repago deuda	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)	(39.686.324)
Adiciones equity	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total flujo de caja financiaci3n</b>	<b>(39.686.324)</b>										
<b>Caja disponible antes de dividendos</b>	<b>39.253.532</b>	<b>41.293.784</b>	<b>48.822.700</b>	<b>48.625.433</b>	<b>53.937.625</b>	<b>52.804.835</b>	<b>52.264.997</b>	<b>49.953.045</b>	<b>56.746.766</b>	<b>58.754.255</b>	<b>106.371.071</b>
Dividendos	35.349.391	40.532.477	41.762.185	33.120.503	45.042.412	47.373.657	45.466.910	51.804.806	41.070.878	59.515.892	198.158.474
Caja inicio periodo	30.369.541	34.273.682	35.034.989	42.095.504	57.600.435	66.495.647	71.926.826	78.724.913	76.873.152	92.549.040	91.787.403
Caja del periodo	3.904.141	761.307	7.060.515	15.504.931	8.895.212	5.431.178	6.798.087	(1.851.761)	15.675.889	(761.637)	(91.787.403)
<b>Caja final del periodo</b>	<b>34.273.682</b>	<b>35.034.989</b>	<b>42.095.504</b>	<b>57.600.435</b>	<b>66.495.647</b>	<b>71.926.826</b>	<b>78.724.913</b>	<b>76.873.152</b>	<b>92.549.040</b>	<b>91.787.403</b>	<b>0</b>
<b>Test de disponibilidad de dividendos</b>											
Utilidad Neta	35.349.391	40.532.477	41.762.185	33.120.503	45.042.412	47.373.657	45.466.910	51.804.806	41.070.878	59.515.892	61.724.727
Utilidades Retenidas	82.449.050	87.632.136	88.861.845	80.220.162	92.142.072	94.473.316	92.566.570	98.904.466	88.170.537	106.615.552	108.824.387
Caja disponible	69.623.072	75.567.466	83.857.689	90.720.937	111.538.060	119.300.482	124.191.823	128.677.958	133.619.918	151.303.295	198.158.474
<b>Dividendos</b>	<b>35.349.391</b>	<b>40.532.477</b>	<b>41.762.185</b>	<b>33.120.503</b>	<b>45.042.412</b>	<b>47.373.657</b>	<b>45.466.910</b>	<b>51.804.806</b>	<b>41.070.878</b>	<b>59.515.892</b>	<b>198.158.474</b>