

H2OImos S.A. – Notas Garantizadas

Informe Anual

Clasificaciones Mayo 2018

Tipo de Instrumento	Clasificación Actual	Clasificación Anterior
Bonos Corpor	AA (pe)	AA+ (pe)

Con información financiera auditada a Dic-17 y no auditada a Mar-18.
Calificaciones otorgadas en Comités de fecha 31/05/2018 y 30/11/2017.

Perspectiva

Estable

Resumen del Proyecto

Obras: Diseño, ejecución, instalación y montaje del equipamiento para prestar el servicio de suministro de agua. Proyecto de Irrigación Greenfield.

Concesión: Contrato BOOT por 25 años (Set.2035).

Concesionario: H2OImos S.A.

Supervisor: Proyecto Especial Olmos Tinajones PEOT

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

Costo Total: US\$258 MM.

Periodo de construcción: Dos años (Nov12-Nov14)

Sponsors: Odebrecht Participacoes e Investimentos S.A. (99.99%) y Constructora Norberto Odebrecht S.A. (0.01%)

Resumen de la Estructura: Project Bond

Emisor: H2OImos S.A.

Estructurador: Scotiabank Peru S.A.A.

Garantías: i) hipoteca sobre el derecho de concesión y sus bienes; ii) prenda de acciones; iii) fideicomiso del 100% de los ingresos; iv) garantía del *sponsor* (durante la etapa de construcción Nov12-Nov14); v) garantía soberana (caducidad); vi) cuenta de reserva para servicio de deuda; vii) Garantía Parcial de Crédito CAF; y, viii) fianza de servicio. Estas dos últimas garantías se constituirán a partir del inicio de operaciones.

Metodología Aplicada

Metodología Maestra de Clasificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos de 01-2017.

Analistas

María del Carmen Vergara
maria.vergara@aai.com.pe

Johanna Izquierdo
johanna.izquierdo@aai.com.pe
(511) 444 5588

Resumen

Apoyo & Asociados (A&A) modifica la clasificación de “AA+(pe)” a “AA(pe)” a los Bonos emitidos por Concesionaria H2OImos, la Perspectiva es Estable. Los bonos por S/ 330.2 MM se emitieron en Sep-12 a plazos de 12 y 20 años, tres años antes del fin de la concesión. El saldo de los bonos a Mar-18 fue S/ 337.3 MM (incluye S/ 44.0 MM de VAC devengado, Dic-17: S/ 340.5 MM).

El cambio en el *rating* se sustenta en el deterioro de la calidad crediticia de los *Off-Takers*, las menores coberturas esperadas y el mayor impacto, respecto a lo estimado, del Niño Costero. Respecto a este último, los efectos presionan la flexibilidad financiera de la compañía en un entorno en el que la empresa tiene dificultades para obtener financiamiento.

H2OImos es la concesionaria encargada de desarrollar y operar el Proyecto Irrigación Olmos, que consiste en darle valor y abastecer agua a 43,000 ha. de tierras eriazas localizadas en Olmos, región de Lambayeque. El Proyecto inició operaciones el 07 Nov-14.

Factores Claves de la Clasificación

Flujo de caja predecible y estable: H2OImos mantiene contratos *Take or Pay* por el 100% de su oferta, a largo plazo, con diversos Usuarios (*Off-Taker*), a una tarifa fija, en soles, reajutable mensualmente por inflación (IRD). Por lo anterior, el flujo de caja suele ser predecible (Ingresos U12M Mar-18: S/ 72.2 MM, 2017: S/ 72.0 MM, 2016: S/ 70.9 MM, 2015: S/ 69.9 MM, 2014: S/ 67.4 MM). Asimismo, H2OImos traslada a los Usuarios el riesgo hídrico, mitigando así la exposición del proyecto a la volatilidad de la hidrología (riesgo asociado al sector agrícola). Por ende, el riesgo de demanda se convierte en un riesgo de contraparte (*off-taker*).

Riesgo contraparte (*Off-taker*): La calidad crediticia del *pool* se mide por las clasificaciones subyacentes asignadas a cada usuario; así, la clasificación ponderada de los *off-takers* reflejará la vulnerabilidad a pérdidas ante la quiebra del mismo. A marzo 2018 el *rating* asignado por A&A al portafolio de *off-takers* es de BB+(pe), calidad crediticia que se ha deteriorado respecto al otorgado en el *rating* inicial (BBB+(pe)).

Garantía de Servicio: Los *off-taker* han otorgado cartas fianza por el equivalente al pago de un año de servicio de suministro de agua, emitidas por bancos AA+ mínimo. Esto sumado a la hipoteca de las tierras y los activos que se desarrollen en ella (a Mar-18, los *off-takers* han invertido más de US\$300 MM y a abril del presente año han sembrado cerca del 59% de las Has. netas), mitigan el riesgo de incumplimiento del *off-taker*.

Garantía Parcial CAF (AA-): Garantiza el 30% del *outstanding* de los bonos u S/ 85 MM, el menor, lo que equivale aproximadamente a dos años del servicio de deuda. Así, CAF garantiza de forma irrevocable, incondicional, absoluta, solidaria y sin beneficio de excusión, el pago puntual del servicio de deuda, en caso se produzca un *shortfall* de flujos por el incumplimiento de alguno de los *offtakers*.

Estructura sólida: Los bonos cuentan con garantías (garantía parcial de la CAF y la acumulación de caja -cuentas reserva, restricción pago de dividendos, etc.-) que le otorgan solidez a la estructura y generan un colchón temporal ante la caída de los ingresos por el posible *default* de algún usuario.

En el 2017, el EBITDA mostró una reducción de 33.6% toda vez que se incurrió en gastos relacionados a la reconstrucción del Niño Costero (S/ 17.0 MM). Es importante mencionar que H2Olmos proyecta que el costo total de la reconstrucción supera en más del 40.0% el estimado inicial (mayo 2017). En dicho contexto, el DSCR natural calculado por A&A de 1.44x, resultado inferior al 1.72x estimado en Mayo 2017.

Cabe mencionar que tras negociaciones, el seguro con el que cuenta H2Olmos reembolsó, como adelanto, US\$3.25 MM a fines del 2017.

Por otro lado, pese al fuerte impacto del fenómeno El Niño Costero, no se ha producido mora en la cartera de clientes de la concesionaria, lo que demuestra la importancia de los *off-taker* de salvaguardar las fuertes inversiones realizadas. No obstante lo anterior, H2Olmos ha tenido que hacer uso de la caja acumulada para hacer frente a la importante desviación del O&M. La Clasificadora ha replicado dicho efecto en sus proyecciones, y dado que la situación actual del accionista Odebrecht (C por FitchRatings, abril 2018) limita a H2Olmos de obtener financiamiento, los ratios financieros se han visto presionados (ver anexo 4). Así, para el 2018 se espera un DSCR natural de 1.12x, muy inferior para la categoría de riesgo actual. Sin embargo, los siguientes años se espera una mejora. En un escenario base, Apoyo & Asociados espera un DSCR promedio de 3.20x (2019-2032) con un mínimo de 1.55x (2024), segundo año pico de SD; mientras que el LLCR (*long life coverage ratio* por sus siglas en inglés) mínimo asciende a 1.15x. En el *rating case*, se espera que la cobertura promedio ascienda a 2.84x con un mínimo de 0.96x (el cual mejora a 1.05x si se incluye la caja de dicho periodo); además, se proyecta un LLCR mínimo de 1.00x.

Ventajas competitivas del sector agrícola: Lambayeque, la zona de influencia, tiene características propicias para el desarrollo agroindustrial (clima, puerto, etc.). La ventajosa ubicación geográfica de Olmos permite inferir el gran potencial que la zona ofrece y el posible desarrollo de una segunda etapa del proyecto.

Así, entre los planes del Gobierno se encuentra incrementar el área de tierras a irrigar en 20,000 Has. (crecimiento de 53%) lo que implicaría el incremento del servicio de agua de 40 m³ a 120 m³. De acuerdo con las características técnicas del proyecto, básicamente sólo se requerirá incrementar la presa Limón, ya que el túnel –tal como está construido actualmente- permite un trasvase por más del doble de su compromiso contractual actual.

¿Qué podría modificar el *rating*?

En opinión de Apoyo & Asociados, cambios importantes en la calidad crediticia y concentración de los *off-takers*, un incremento en la deuda, un cambio importante de la generación de caja por una desviación significativa en los gastos de operación y mantenimiento (mayor a lo estimado); cambios en la legislación existente, y/o en la cédula de cultivo (hacia productos intensivos en agua o de mayor productividad) podrían afectar negativamente el *rating*.

■ Acontecimientos Recientes

Intención de venta de las acciones de H2OImos:

La situación del grupo Odebrecht (C por FitchRatings, abril 2018) producto de los actos de corrupción en los que estuvo inmerso, llevó a la compañía a iniciar la venta de activos con el fin de acumular liquidez para afrontar el actual entorno adverso.

Así, el 25 de noviembre del 2016 Odebrecht anunció la firma de un contrato de compra-venta con Brookfield (70%) y Suez (30%), “los Compradores”, por el 100% de las acciones de CTO y H2OImos, operación que fue aprobada por Asamblea de Obligacionistas un mes después (21/12/2016). Los Compradores a su vez formarían la empresa Omco *Water* quién se encargaría de la operación.

Posteriormente, H2OImos ingresó la solicitud de la aprobación de transferencia de las acciones a los Compradores, el cambio de Inversionista Estratégico y el cambio de Operador al GRL de acuerdo a lo planteado en el Contrato de Concesión, quién lo aprobó el 17/05/2017.

Sin embargo, cinco meses después (07/07/2017) la venta de las acciones de H2OImos quedó trabada debido a que el Primer Juzgado de la Investigación Preparatoria Nacional contra Odebrecht, ordenó a la Concesionaria anotar en su Libro de Acciones la medida de inhibición para disponer de las acciones de Odebrecht en la concesionaria. No obstante, con fecha 11 de set. 2017, la Primera Sala Penal de Apelaciones revocó dicha medida, por lo que la concesionaria está nuevamente habilitada para continuar con el proceso de venta.

A la fecha (May18) no se ha realizado dicha transacción debido a que las partes se encuentran analizando la nueva normativa, la misma que establece que para la venta de activos se deberá contar con la autorización del MINJUS y la opinión del MEF, además de realizar el pago de la reparación civil calculada por el procurador público y el íntegro de la deuda tributaria exigible (la ley señala que en cada operación se retiene el 50% del precio de venta hasta alcanzar el monto de ambas obligaciones). Finalmente, se debe mencionar que una vez que se materialice la venta, H2OImos dejaría de estar comprendida bajo la Ley 30737.

Cabe señalar que pese a que aún no se concreta la transferencia, el 6 de setiembre del 2017, se firmó la Primera Adenda al Contrato de Compraventa de Acciones por el cual se extendió el plazo del mismo, demostrando que el interés de los compradores por H2OImos (y CTO) se mantiene vigente.

A&A considera que la venta de H2OImos (y CTO) tiene un impacto positivo en la concesionaria debido a la mejor solvencia financiera y *expertise* operativo de los postores en relación a la situación actual del accionista controlador (con *rating* C por FitchRatings, abril 2018). Asimismo, la Clasificadora destaca la

vigencia de la intención de compra debido a la calidad de los activos del proyecto, los cuales brindan una generación estable de flujos a los accionistas y/o potencial de crecimiento en la zona. En tal sentido, la Clasificadora espera que la venta de las acciones de CTO y H2OImos se materialice en los próximos meses toda vez que ya se cuenta con la ley y el reglamento del mismo, así como la aprobación de los Obligacionistas, el PEOT y el GRL; además con una actitud positiva por parte del Gobierno.

Fenómeno del Niño:

Entre febrero y abril del 2017, Lambayeque, región donde se encuentra ubicado el proyecto de irrigación (que comprende H2OImos y CTO) fue afectada por El Niño Costero. En marzo de dicho periodo se presentó el evento más fuerte (caudal Río Olmos: 703 m³/s), el cual afectó la infraestructura del proyecto, por ejemplo: la bocatoma “Juliana”, enrocados a la salida del cauce, así como algunos proyectos agrícolas de los usuarios, entre otros.

Hasta marzo 2018 se han desembolsado S/ 17.0 MM con los cuales se han realizado los trabajos más importantes, tales como la rehabilitación de caminos de acceso -H2OImos tiene la obligación de mantener los caminos afirmados-, mantenimiento de bocatomas y limpieza de embalses.

A la fecha, el seguro con el que cuenta el proyecto (póliza total: US\$230 MM, vigencia: 07/12/2016 a 07/06/2018) ha reconocido y depositado US\$3.25 MM a H2OImos; además continúan las negociaciones entre ambas partes.

Finalmente, es importante recordar que el estimado inicial (mayo 2017) para la reconstrucción por el Niño Costero de H2OImos supera en más de 40.0% el estimado que tienen a la fecha (mayo 2018).

■ Descripción y Análisis del Proyecto

El Proyecto Irrigación Olmos (en adelante “el Proyecto”) consiste en la construcción de un sistema de irrigación para suministrar agua a 43,500 hectáreas (Has.) de tierras eriazas, localizadas en el Valle de Olmos, región de Lambayeque. Situado a 850 km al norte de Lima (capital) y a 200 km del Puerto de Paita (concesionado en Set-09), el Proyecto representa una importante fuente para el desarrollo agroindustrial de la zona de influencia.

Las tierras a irrigar incluyen 38,000 Has. que fueron subastadas a empresas agroindustriales, y 5,500 Has. que pertenecen a pequeños agricultores del Valle Viejo y la Comunidad Campesina Santo Domingo de Olmos.

El Proyecto es parte del Proyecto Integral Olmos, el cual comprende tres fases: i) **Fase 1:** Trasvase de Agua, cuya operación inició en Ago12; ii) **Fase 2:** Generación hidroeléctrica 850 GWh/año (licitado a Sinersa); y, iii) **Fase**

3: Infraestructura de riego y puesta en valor de 38,000 ha. de tierras eriazas y mejoramiento de 5,500 ha. de tierras en Olmos, Proyecto en cuestión, cuya operación inició en Nov.14.



Fuente: H2Olmos

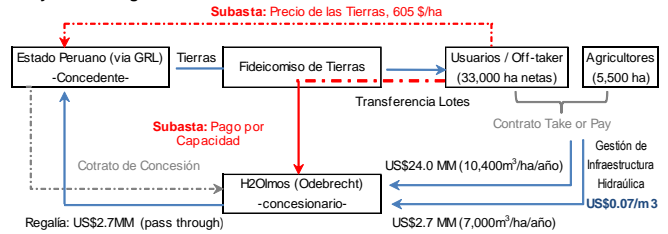
En Ago-09, H2Olmos se adjudicó el Proyecto, asociación público-privada (APP) de carácter autosostenible, por un plazo de 25 años (Set35). La concesión está enmarcada dentro del ámbito del DL 994, Promoción de la Inversión Privada en Proyectos de Irrigación para la Ampliación de la Frontera Agrícola, y en el DL 1012, Ley Marco de las APP.



Fuente: H2Olmos

Las 38,000 ha. de tierras nuevas de propiedad del GRL fueron transferidas al Fideicomiso de Tierras y subastadas entre Dic11-Abr12. El valor de la subasta estaba compuesto por el Monto Base de las Tierras eriazas (605 \$/ha) y el pago por capacidad (monto base 3,645 \$/ha). Este último, es la porción fija por concepto de derecho de uso perpetuo de la infraestructura a ser construida (retribución por inversión asumida por el usuario como adelanto de la tarifa); y no incorpora el cobro que hará H2Olmos por la prestación de agua presurizada a lo largo de la vida de la Concesión, según contrato *Taker or Pay*.

Proyecto de Irrigación Olmos



Fuente: H2Olmos

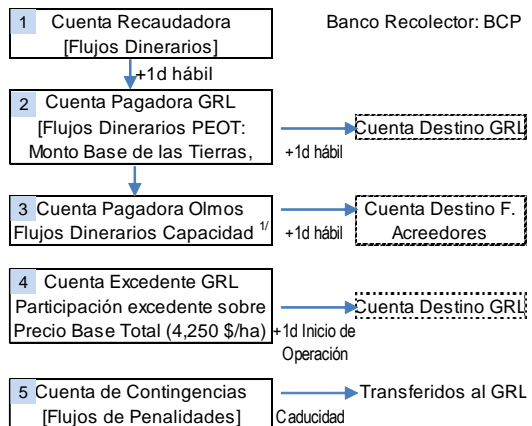
Principales Participantes del Proyecto

- Gobierno Regional de Lambayeque (GRL)
- H2Olmos S.A.
- Proyecto Especial Olmos-Tinajones (PEOT)
- Ministerio de Agricultura
- Autoridad Nacional de Aguas (ANA)
- Corporación Andina de Fomento (CAF)
- Representante de los Obligacionistas (RO): BCP
- Fiduciario (La Fiduciaria)
- Usuarios: Propietarios de las tierras, se detallan en el Anexo 1.

Principales Contratos y Estructura de Pagos

- **Fideicomiso de Tierras (FT):** El GRL, a través del PEOT, transfirió las tierras en dominio fiduciario, éstas fueron lotizadas e independizadas en unidades inmobiliarias identificadas como Lotes. El FT se mantendrá vigente hasta finalización de la concesión (Ver Anexo 2). El Fiduciario es La Fiduciaria.

Fideicomiso de Tierras (FT)



1/. Flujos Dinerarios Capacidad= Monto Base de Capacidad (3,645 \$/ha) + Participación Excedente del Concesionario

Fuente: H2Olmos

- **Contrato de Compraventa:** El Fiduciario transfirió al Comprador (Usuario), por encargo del GRL y el PEOT, la propiedad del inmueble, la cual se hizo efectiva cuando el

Comprador cumplió con el pago del 100% del Valor: Monto Base de las Tierras (605 \$/Ha.) y Pago por Capacidad (monto base 3,645 \$/Ha.). El pago por capacidad se realizó en dos partes: 65% al inicio del periodo de construcción (Nov.12) y 35% un año más tarde.

Dada la naturaleza del Proyecto, el Usuario debe acreditar como mínimo que 50% de Has. netas se encuentren en producción agrícola dentro de un plazo no mayor a cinco años desde la puesta en marcha del Proyecto (7.11.2014). Al cierre de Abr-18, un 59% de las hectáreas netas (19,357) ya están sembradas.

El Usuario podrá solicitar la cesión de su posición contractual, previo consentimiento del Concedente y PEOT. Cabe señalar que el potencial reemplazo deberá cumplir con los requisitos estipulados en las Bases de la Subasta, a fin de garantizar un perfil financiero mínimo de los usuarios.

- **Contrato de Servicio:** Contrato *Take or Pay* por el servicio de captación, conducción y distribución de agua, que garantiza a H2OImos una retribución fija mensual por parte de los Usuarios (*Off-Takers*), la misma que es independiente del nivel de uso / consumo real de agua por parte del *Off-Taker* y de la disponibilidad (y calidad) del recurso hídrico.

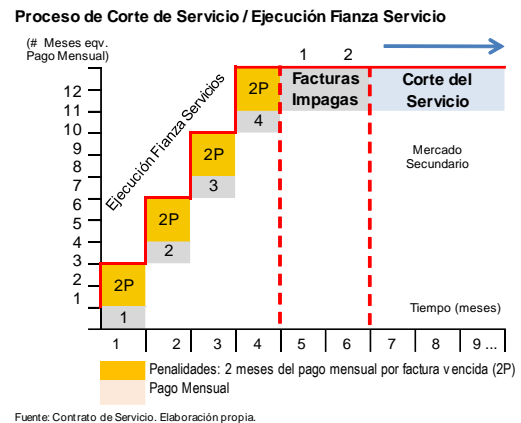
El contrato de servicio se firmó, en simultáneo con el contrato de compraventa de tierras, por un plazo igual al periodo de operación.

Así, el riesgo de ingreso (volumen-tarifa-calidad) se traslada a los Usuarios (*revenue counterparty*). Cabe mencionar que el riesgo de los ingresos dependerá de la capacidad financiera de la contraparte de absorber el riesgo hídrico.

Con el fin de que los *off-takers* puedan hacer uso del volumen de agua, el Concesionario, con cargo a la Licencia de Uso de Agua otorgada al Proyecto, emitió y entregó Certificados Nominativos¹ proporcionales a la dotación de agua que corresponda suministrar a cada usuario (anexo 11 CC: 9,032 m³/ha.neta/año). En contraprestación, el *Off-Taker* se obliga a realizar el Pago mensual (0.181 \$/ m³ reajutable mensualmente por IRD), lo que equivale a una facturación anual de \$/ 72.2 MM en los U12M a Mar-18 (\$/ 72.0 MM en el 2017).

En respaldo de sus obligaciones, los Usuarios han entregado una garantía por un importe equivalente a la facturación anual (Fianza Servicio: fianza bancaria de bancos AA+(pe) o mejor). De no cumplir con el oportuno pago mensual de la tarifa, H2OImos podrá ejecutar la carta fianza, la cual se consumirá por completo luego de

aproximadamente cuatro meses (incluye el cobro de penalidades). Si se adicionan dos facturas impagas se procederá al corte de servicio. A partir del mes siete y mientras dure el corte de servicio, H2OImos podrá disponer de los volúmenes de agua liberados. Lo anterior, genera la posibilidad de vender los volúmenes señalados entre el resto de los usuarios (mercado secundario).



Asimismo, en caso el Usuario incumpla con sus compromisos de inversión, renovación de garantías o incurra en una causal de resolución del Contrato de Servicio, el pago por concepto de Precio de las Tierras que hubiere realizado el usuario será imputado al pago de penalidad. Asimismo, la propiedad del inmueble será revertida a favor del Fideicomiso de Tierras.

La resolución del contrato por causa imputable al Usuario implica una penalidad equivalente a 100% del pago por capacidad. Cabe mencionar que el *Off-Taker* ha otorgado primera y preferente hipoteca sobre los lotes (tierras), a favor del Concesionario (cedido en última instancia al Fideicomiso de Acreedores). El 30.05.12 se suscribió el 'Acta de Cierre de la Subasta', fecha en la que los usuarios firmaron los Contratos de Compraventa, Servicio e Hipoteca.

La Clasificadora espera un alto compromiso del Estado con el Proyecto debido a: i) la existente infraestructura de conexión-trasvase (US\$299 millones); ii) la ampliación de la frontera agrícola; iii) efecto colateral positivo en la zona de influencia; iv) la reducción del subsidio en las obras del trasvase por parte del Estado, mediante la venta de las tierras y pago de regalías por el servicio de entrega de agua a los agricultores de la zona; y, v) el desarrollo de nuevas regulaciones hídricas para que el proyecto se viabilice, garantizando la sostenibilidad de la oferta de agua hacia el futuro.

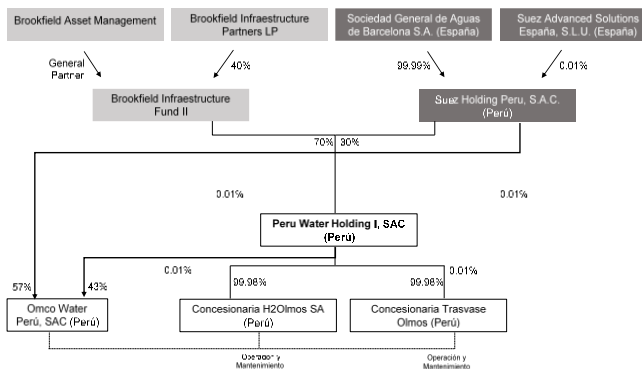
Emisor

H2OImos es una empresa de propósito específico, constituida el 16 de octubre del 2009 para desarrollar y operar el Proyecto de Irrigación de tierras eriazas en Olmos,

¹ La vigencia de los certificados nominativos es la misma que la del contrato de servicio.

según lo establecido en el Contrato de Concesión, firmado con el Gobierno Regional de Lambayeque, en su calidad concedente, por un plazo de 25 años hasta setiembre del 2035. La empresa pertenece al grupo Odebrecht a través de Odebrecht Participações e Investimentos (OPI), dedicada a las inversiones en concesiones con el 99.99% y Constructora Norberto Odebrecht (CNO) con el 0.01%.

Por su parte, en caso se cierre el acuerdo de venta, la estructura accionaria sería la siguiente:



Fuente: H2OImos

A continuación una breve descripción de ambas compañías que adquirirían H2OImos:

Brookfield:

BIF II, forma parte de Brookfield Asset Management, BAM, líder en la operación y gestión de activos alternativos con más de 100 años de historia, presencia global y con más de US\$265 mil millones en activos bajo administración (AUM). BAM presenta un portafolio diversificado enfocado principalmente en los negocios de servicios básicos, energía e infraestructura. En este último, Brookfield administra y gestiona un portafolio de un valor de US\$38.8 mil millones (Dic-17), distribuidos en diversos sectores: transporte, energía renovable, servicios públicos y sector energético. En los años de experiencia ha mostrado un buen *track record* en cuanto a rentabilidad (meta anual: 12 – 15%), con una estrategia conservadora de financiación y demostrada capacidad en recapitalizar y reestructurar financieramente proyectos de gran envergadura. En los últimos 15 años ha invertido más de US\$20 mil millones en capital en más de 80 proyectos de infraestructura.

Cabe destacar la importante participación entre 30 y 40% de Brookfield en el *equity* de los Fondos que administra (en el caso de Brookfield Infrastructure Partners LP –BIP-, ésta participa con el 40% de Brookfield Infrastructure Fund II), lo cual permite inferir el alto compromiso de la administradora para con los fondos y su alineación de intereses. El vehículo que utiliza Brookfield para participar en el *equity* de los

Fondos, Brookfield Asset Management tiene un rating de A- por S&P (Ago-17).

Suez:

Suez es una compañía con más de 150 años de historia dedicada a la provisión de servicios de agua, electricidad, gas y gestión de residuos.

Respecto al segmento de abastecimiento y distribución de agua, Suez proporciona servicios de optimización de redes, ingeniería, equipamiento, operación y mantenimiento. En los años de experiencia ha logrado abastecer de agua potable a más de 90 millones de personas, ha producido, en promedio, 5,138 GWh de energía, ha trabajado con más de 300 mil clientes y administra, de manera conjunta, aproximadamente 500 mil hectáreas de superficie neta de riego. Entre sus recientes proyectos de irrigación, destaca la administración central del proyecto Segarra – Garrigues (43.04%), en España, el cual cuenta con una superficie neta de riego de 68,151 hectáreas y requiere 315 hm³ de agua anual. De igual manera, dirige el Canal de Navarra Fase I, así como su extensión, en España, el cual cuenta con una superficie neta de riego de 22,363 ha. (ampliable en 15,275 ha.); entre otros proyectos de gran envergadura en más de 70 países.

Europa es el continente en el que Suez concentra la mayor cantidad de servicios brindados (71%), seguido por Oceanía (7%), Norte América, Sur América y África (los tres con 6% de participación).

Es importante resaltar que a lo largo de su trayectoria, Suez ha reportado una rentabilidad favorable, así como una capacidad de generación de caja estable. Durante el 2017, la compañía registró ingresos por €15.9 mil MM, así como un EBITDA de €2.6 mil MM; además, cuenta con un rating de A3 por Moody's (ene-18) con perspectiva negativa.

Los potenciales compradores cuentan con mejor solvencia financiera y *expertise* en relación a la situación actual del accionista (C por FitchRatings, abril 2018). Asimismo, la intención de compra de las dos concesiones en simultáneo (CTO y H2OImos) permitirá una operación más eficiente a los Compradores dadas las sinergias que se pueden lograr.

Project Completion

La fase de construcción se inició Nov-12 y finalizó en Oct-14. El proyecto obtuvo el Certificado de Puesta en Marcha el 07.11.2014 e inició operaciones el 24.11.2014. Las obras culminaron dentro del plazo y el presupuesto previsto, en línea con la opinión de la Corporación Andina de Fomento (CAF), Consultor Técnico Independiente del Proyecto, quien estimó que dado la baja complejidad técnica del proyecto, el constructor OPIC estaría en condiciones de culminar el Proyecto a tiempo.

Las obras principales comprenden i) 2 bocatamos (La Juliana y Miraflores), ii) Embalse regulador de 800,000 m³ de capacidad (Embalse Palo Verde), iii) 13 km de canal trapezoidal revestido de concreto para conducción de hasta 22 m³/s, iv) túnel de 2 km de longitud y 5 metros de diámetro, v) 54 km de tuberías enterradas de GRP para distribución de agua presurizada, vi) 85 km de líneas de transmisión eléctrica y vii) 120 km de caminos de accesos y servicios.

Durante la fase de construcción, los acreedores garantizados, contaron con el *completion guarantee* del Sponsor, garantía que fue levantada con el *project completion*.

Riesgo de Conexión

Este riesgo se encuentra acotado debido a la culminación de las obras del Proyecto de Trasvase (primera fase) en julio 2012, y a que el proyecto de Trasvase de Aguas es operado por el mismo accionista que H2OImos. Asimismo, cabe indicar que de acuerdo al Contrato de Servicio (cláusula 12.3, suspensión del servicio por otras causas) el *Off-Taker* acepta que todo aquello que afecte las obras de trasvase e impacte la disponibilidad de agua no será de responsabilidad del Concesionario.

Riesgo de Operación

La operación del proyecto de irrigación es de baja complejidad, por lo que los riesgos asociados a esta etapa se encuentran acotados.

Además, el Operador cuenta con la experiencia necesaria para operar dicho proyecto, al contar con el soporte de su accionista (OPI). Este último ha participado en el proyecto Chavimochic (etapas I y II², de 48,000 Has. 50% sembradas a la fecha) y posee experiencia en la ejecución de proyectos similares en Venezuela, Panamá, Brasil y Ecuador (329,884 Has.).

En el 2017 se presentó un Budget O&M de S/ 32.0 MM, 9% inferior al Budget 2016 y similar al gasto real incurrido ese año. Lo anterior debido a que el presupuesto del 2016 consideró gastos relacionados con el potencial reemplazo de operador. Sin embargo, el gasto real incurrido durante dicho año (S/ 43.3 MM) resultó superior dado que El Niño costero ocasionó gastos extraordinarios por S/17.0 MM entre el periodo abril y diciembre. Estos gastos extraordinarios comprendieron, principalmente, trabajos de rehabilitación y mantenimiento de caminos de acceso, el Canal Miraflores y Embalse Palo Verde.

De igual manera, se registraron mayores gastos de gerencia, relacionadas a reclasificación de gastos no recurrentes a

operativos. Adicionalmente, los mayores gastos por auditorías financieras y tributarias, así como renegociación de contratos incrementaron los gastos de O&M de H2OImos.

Cabe resaltar que durante los tres primeros meses del año en curso se ha realizado parte del proceso de trabajos relacionados al Niño Costero (S/ 1.1 MM) pese a la época de lluvias, pues estas fueron menores a las esperadas en dicho periodo. No obstante, el trabajo se ha visto limitado entre abril y mayo por lluvias imprevistas. En dicho contexto, el gasto al cierre del año móvil Mar18 ascendió a S/ 41.4 MM.

El *Budget* de H2OImos para el 2018 asciende a, aproximadamente, S/ 40.0 MM, toda vez que se incluyen trabajos de reconstrucción por el fenómeno El Niño costero, los cuales comprenden, entre otros, trabajos de drenaje superficial, obras conexas de la Bocatoma Juliana, colocación de diques, enrocado y reparación.

Por su parte, para el 2018 también tienen planificado realizar trabajos extraordinarios de mantenimiento que estiman ascenderá a S/ 4.0 MM.

Es importante destacar que el estimado del costo total de la reconstrucción a causa del Niño Costero se ha incrementado en 40% (entre mayo 2017 y mayo 2018). Por otro lado, a la fecha el seguro ha reconocido un total de US\$3.25 MM.

Cabe señalar que en caso se materialice la transferencia de acciones, Brookfield y Suez han decidido que mantendrán al personal clave de H2OImos para garantizar la continuidad de las operaciones. Además, se espera que en el futuro, Suez implemente mejores prácticas en términos operativos.

En efecto, la Clasificadora ve positivo el cambio de accionistas debido al *expertise* de los nuevos socios, así pues, la gran experiencia que tiene en la administración de proyectos similares generará un beneficio técnico a la concesionaria. Asimismo, la intención de compra de las dos concesiones en simultáneo (CTO y H2OImos) permitirá una operación más eficiente a los Compradores dadas las sinergias que se pueden lograr.

Riesgo Hídrico (Oferta)

El río Huancabamba suministra recursos hídricos para el Proyecto Irrigación Olmos (reserva anual de agua de 454 Hm³) y el Proyecto Especial Alto Piura (335 Hm³). El 55% de dichos recursos se genera aguas abajo de la confluencia del río Huancabamba con la presa Limón, asegurando un futuro suministro sostenible.

Por su parte, la Autoridad Nacional del Agua otorga la reserva de agua y la licencia de uso en bloque por un plazo igual al del contrato de concesión (no riesgo de renovación). El Estado, a través del Contrato de Seguridades y Garantías, garantiza la vigencia de la reserva y el algoritmo de

² En Dic13, el consorcio formado por Odebrecht (76.5%) y Graña y Montero (23.5%) se adjudicó la buena pro para el diseño, construcción y operación de la Etapa III del Proyecto Chavimochic (Inversión: US\$715 millones). El inicio de obras está previsto para fines del 2014.

repartición de agua con la Región Piura en igual o mejores términos.

Si bien el riesgo hídrico lo asume el *off-taker* (usuario), Apoyo & Asociados consideró el riesgo de suministro (racionalidad proyecto) mediante la aplicación del modelo secuencial de demandas & ofertas de agua durante 30 años (Universidad Colorado).

El siguiente cuadro muestra los resultados del modelo según el requerimiento de agua por producto para una potencial cédula de cultivo:

Índices de Garantía - Cédula de Cultivo propuesto por la Clasificadora				
	Unidad	Permanente	Anual	Cédula
Persistencia anual	%	67	60	64
Persistencia mensual	%	65	57	63
Resiliencia	s/u ¹	0.28	0.24	0.26
Garantía Volumétrica	s/u	0.91	0.87	0.9
Déficit mayor en 1 año	%D ²	33	47	37
Déficit mayor 2 años consecutivos	%D	44	84	49
Déficit mayor 10 años consecutivos	%D	155	256	174
Vulnerabilidad	s/u	0.17	0.29	0.2

^{1/} Sin unidades

^{2/} Porcentaje de la demanda total

Fuente: Universidad de Colorado

Elaboración: A&A

El riesgo de escasez de agua es moderado / bajo aun cuando existe 36% de probabilidad de que la oferta no satisfaga la demanda, la gravedad del déficit es 10% (incl. capacidad de almacenar y transferir excedentes). A la fecha, entre los principales cultivos se encuentran: ají paprika, alfalfa, arándano, banano orgánico, caña de azúcar, cebolla, espárrago, estevia, guajillo, limón sutil, maíz grano, mandarina, mango, maracuyá, palto y uva de mesa.

Cabe resaltar que para el análisis se asume que el Proyecto Alto Piura (aún no concesionado) hace uso de su reserva de agua.

Adicionalmente, se podrá solicitar al ANA licencias de agua provisionales (por plazo determinado) durante épocas de superávit hídrico y sin que ello afecte derechos de uso de terceros (Ley Recursos Hídricos 29338). En este escenario, los usuarios tendran de una dotación adicional de agua sin tener que realizar un pago adicional (compartición de upside / relación simétrica).

A la fecha, no se ha presentado un déficit de recurso hídrico, dado que aún no se ha sembrado el 100% de las tierras. Incluso, se cuenta con un superávit hídrico debido a que el Proyecto Alto Piura (PAP) aún no se ha concesionado, situación que se espera se mantenga por varios años. No obstante, tomando en cuenta que este riesgo es asumido por el *off-taker*, el principal usuario Grupo Gloria con el 49% (ingenio azucarero con altos requerimientos de agua), ha construido pozos para complementar su fuente de abastecimiento de agua y reducido su área sembrada potencial.

Riesgo de Ingreso (Off-Taker)

Durante el periodo de operación, H2Olmos traslada al *off-taker* el riesgo de suministro (hídrico), es decir, el riesgo de que el recurso subyacente no está disponible en cantidades suficientes, y el riesgo de volumen y/o precio pues opera a través de un contrato *take-or-pay*, es decir, no se encuentra expuesto al riesgo de demanda (*availability project*). Así, existe mayor certidumbre sobre los flujos asociados al activo fuente de pago; y se forma un fuerte *link* entre la capacidad y disposición de pago del pool de *off-takers* y la clasificación de la estructura.

Al respecto, Apoyo & Asociados, en concordancia con sus diferentes metodologías, considera que la calidad crediticia de una cartera de clientes se mide por las clasificaciones subyacentes asignadas a cada usuario. Para calcular el riesgo global se pondera las probabilidades de default de la calificación asociada a cada *off-taker*³ (*Weighted Average Rating Factor*). En consecuencia, la clasificación ponderada de los *off-takers* reflejará la vulnerabilidad a pérdidas (no la capacidad de pago de tarifa de agua⁴) ante la quiebra del *off-taker*, y dependerá básicamente de la recolocación de las tierras y la calidad crediticia del nuevo comprador (*off-taker*).

El actual portafolio de *off-takers* (a Mar-18) se encuentra diversificado en 20 usuarios, de los cuales los top-5 explican el 64.2% del total de las hectáreas. Respecto a la subasta inicial, se aprecia una mayor diversificación (Top-5 85% y 12 clientes) debido a la posterior reventa de las 11,000 Has. adquiridas por Odebrecht en un inicio a fin de declarar exitosa la subasta de tierras.

El inicio de las operaciones del proyecto, ha podido atraer la participación de empresas líderes (en el sector agroindustrial) nacionales y extranjeras (Chile, Dinamarca), quienes apuestan por el potencial que ofrece Olmos.

El principal cliente, Grupo Gloria (a través de Coazcar y Gloria), tiene una participación de 49% (vs. 41% en el 2014, toda vez que adquirió 3,000 Has. a Odebrecht durante el 2015). El grupo ha realizado importantes inversiones en su ingenio azucarero de Olmos (aprox. US\$330 MM) y actualmente Agro Olmos posee uno de los rendimientos más altos del mundo (153 ton/ha. vs. Brasil: 79, India: 68, China 70, EEUU 80 ton/ha), dadas las ventajas comparativas que ofrece la región de Olmos y el Perú en particular que permite cosechar durante todo el año.

La ventajosa ubicación geográfica de Olmos (región tropical seca, proximidad al Ecuador que permite obtener radiación vertical incrementando los rendimientos agrícolas y la calidad

³ WARF. Estas probabilidades se obtienen de datos históricos (diez años) sobre *defaults* registrados en cada nivel de calificación.

⁴ Podrá considerarse que la capacidad de pago por el servicio de agua, para una empresa agroindustrial, es superior a la capacidad de pago de cualquier obligación financiera (*on-going assumption*). No obstante, en caso de quiebra o insolvencia, dicha distincion pierde valor.

de los suelos, clima templado y disponibilidad del agua, con lo que se puede cosechar todo el año) permite inferir el gran potencial que la zona ofrece y el posible desarrollo de una segunda etapa del proyecto.

Cabe resaltar que entre los planes del Gobierno se encuentra incrementar el área de tierras a irrigar en 20,000 Has. (crecimiento de 53%) lo que se traslada en una triplicación del servicio de agua (de 40 m³ a 120 m³). Además, la inversión sería marginal pues requeriría básicamente incrementar la Presa Limón, ya que el túnel –tal como está construido actualmente- permite un trasvase por más del doble de su compromiso contractual actual. Los posibles nuevos accionistas además de contar con la capacidad financiera y *expertise* para ampliar el proyecto, han manifestado la voluntad de poder incrementar de manera sustancial el volumen de operaciones de la concesionaria, en caso el Estado y los acreedores lo permitan.

Respecto a la calidad crediticia del portafolio de *off-taker*, ésta toma en cuenta la alta prelación e importancia para el Usuario el pago del servicio de agua, ante la posibilidad de perder un año de carta fianza, y la inversión realizada en la compra y desarrollo de las tierras.

A marzo 2018, el *rating* asignado por A&A al portafolio de *off-takers* es de BB+(pe), calidad crediticia que se ha deteriorado respecto al otorgado en el *rating* inicial (BBB+(pe)).

En dicha línea, en el siguiente cuadro se aprecia que, a pesar de la desconcentración respecto al registrado durante la clasificación inicial, la calidad crediticia media del mismo se redujo ya que anteriormente se contaba con una alta participación en las categorías superiores de la tabla. Por ejemplo, Odebrecht (30% del portafolio en octubre 2012) contaba con un *rating* de BBB en escala internacional en dicha fecha. Posteriormente, respecto a los nuevos *off-taker*, si bien cuentan con experiencia en el sector agrícola, dado los riesgos inherentes al sector suelen registrar una calidad crediticia entre A y BB en escala local.

**Weighted Average Rating Factor WARF
Credit Quality Analysis (Fund Credit Rating)**

	Prob. Default	Octubre 2012	Mayo 2017	Mayo 2018
AAA	0.19	30.3%	11.8%	11.8%
A	1.58	5.9%	12.6%	47.1%
BBB+ / BBB	4.54	13.2%	17.7%	17.7%
BBB-	4.54	3.6%	3.6%	3.6%
BB	17.43	3.3%	17.2%	18.5%
CC/C	100	0.0%	0.0%	1.4%
WARF		2.595	4.421	6.356
Rating		BBB+(pe)	BBB(pe)	BB+(pe)

Fuente: H2OImos
Elaboración: A&A

Cabe señalar que la participación de los riesgos crediticios más bajos reduce el WARF del portafolio de *off-takers*. Es importante notar la marcada sensibilidad de la calificación asignada al portafolio ante un cambio negativo en el perfil de

los *off-takers* existentes y/o el ingreso (reemplazo) de un nuevo *off-taker* con *rating* inferior al *rating* del usuario original. Ello, debido al riesgo de concentración observado, bajo el cual una potencial pérdida individual de los principales usuarios se torna más costosa.

En tal sentido, pese a su acotada participación dentro del *pool* (2.7%), el significativo deterioro de la clasificación de Corporación Agrícola Olmos causado por el *downgrade* de la clasificación de ICCGSA (accionista que posee el 50% de la compañía, es decir, 1.4% de la participación total) afectó de manera importante la ponderación. De igual manera, el *downgrade* de Coazúcar, quien posee el 37.0% de las hectáreas, impactó negativamente el *rating* asignado al *pool* de *Off-takers*.

La Clasificadora reconoce que si bien el sector agrícola está expuesto a variables exógenas (clima, fenómeno El Niño, sequías, plagas), la probabilidad de incumplimiento del *off-taker* en el pago del servicio de suministro de agua es menor, en relación al asociado a su calificación de riesgo, debido a: i) la potencial ejecución de las tierras otorgadas en hipoteca; ii) el bajo costo que involucra el pago del agua dentro del total invertido (a Mar-18 sólo el principal *off-taker* ha invertido más de US\$300 MM y a Abr-18 cerca del 59% de las Has. netas se encuentran sembradas); iii) la desvalorización acelerada de la tierra en caso se interrumpa (corte) el suministro de agua; y, iv) pérdida acelerada de la fianza bancaria por el servicio de un año.

Asimismo, el incremento del valor de las tierras respecto a lo pagado en la subasta (la venta de las tierras de Odebrecht se hizo a un precio por hectárea entre 30-100% por encima del precio base de 4,250 US\$/ha), incrementa la disposición de pagar por parte de los usuarios.

Cabe anotar que los *off-takers* iniciaron el pago mensual establecido en el Contrato Take or Pay en Nov-14 a pesar de no estar en condiciones de darle uso al total de agua contratada. Durante los U12M a Mar18, el consumo real de agua de los usuarios fue 46.4% del contratado. Sin embargo, la retribución recibida por el Concesionario equivale al 100% del volumen considerado en el Contrato de Servicio, debido a la modalidad *Take or pay*. El primer ajuste de la tarifa por inflación fue de +6.2% (Inicio Operación / Cierre Financiero-Oct12) y a Mar-18 acumuló una inflación de 16.5%, siendo la tarifa actualizada 0.2109 S/ /m3.

Perfil y Análisis Financiero

Financiamiento

El costo total estimado del proyecto alcanzó los US\$258 MM y el plazo de construcción fue de dos años (Nov.12-Nov.14). El total recaudado bajo el Pago por Capacidad (≈US\$123

MM, incluido excedentes), se utilizó para financiar parte (45%) de la construcción de las obras.

Fuentes (US\$ Miles)		Usos (US\$ Miles)	
Deuda	128,000	Construcción obras	198,000
Aporte de Capital	13,000	Gastos pre-operativos	40,000
Pago por Capacidad	117,000	Intereses & Comisiones	15,000
		Reserva Servicio de Deuda	5,000
Total	258,000	Total	258,000

Fuente: H2OImos

El Primer Programa de Bonos Corporativos (hasta por un monto cercano a S/ 330.24 MM) se colocó en el mercado local (R.O.P.P.I.A.) el 24.10.12 (fecha de emisión: 25.10.12), en dos emisiones en soles y la demanda por los mismos superó la oferta en 2.26-2.75x. El servicio de deuda es trimestral; en tanto, el saldo de los bonos a Mar-18 ascendió a S/ 337.3 MM, monto que incluye S/ 44.0 MM de VAC devengado.

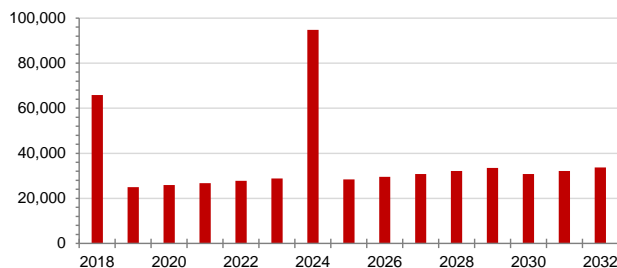
Emisión	Monto (S/ Miles)	Tasa	Plazo	Fecha de vencimiento
Primera	77,400	5.41%	6 años	Set-18
Segunda	252,840	VAC + 4.25%	20 años	Set-32

Fuente: H2OImos

Elaboración: A&A

Entre el 2018-2032, el servicio de deuda anual promedio asciende a S/ 36.4 MM con dos picos en los años 2018 (en el que vence la primera emisión) por S/ 65.9 MM y en el 2024 por S/ 94.8 MM.

Cronograma de Servicio de Deuda (PEN miles)



Fuente: H2OImos

Elaboración: A&A

La estructura se beneficia de seis meses de cuenta de reserva. En adición, la estructura cuenta con algunas seguridades como la acumulación de caja (*cash sweep*), para el pago de cuotas especiales (ver anexo 3), coberturas mínimas (DSCR >1.25x, LLCR >1.3x), restricción para el pago de dividendos (a partir de la cancelación de la 1era emisión y sujeto al cumplimiento de un DSCR > 1.5x sin incluir *bullets*), limitaciones para endeudamientos adicionales, entre otros.

Garantías

Las garantías, específicas y exclusivas, constituidas a favor de los bonistas, cuya ejecución se rigen bajo el Contrato Marco de Garantías (CMG), son las siguientes: i) La hipoteca

sobre el derecho de la Concesión y sus bienes; ii) la prenda de acciones; iii) la garantía del *sponsor* (GDS y Apoyo Financiero) durante el periodo de construcción (la fase de construcción se inició en Nov.12 y finalizó en Oct-14); iv) la garantía de crédito parcial de CAF; v) el fideicomiso de flujos en administración y garantía (fideicomiso de acreedores); vi) cuentas de reserva para el SD; y, vii) las fianzas servicio.

El Agente de Garantías, representante de los APG, es el Scotiabank Perú S.A.A.

Garantía Financiera CAF

Las Notas se benefician de una Garantía de Crédito Parcial (GCP) proporcionada por CAF (AA- por FitchRatings) por el 30% del *outstanding* o S/ 85 MM, el menor. La GCP es exigible durante la etapa de operación, a partir de la Fecha de Culminación del Proyecto, y cubre el riesgo comercial (ingreso/*off-taker*).

La GCP es una fianza incondicional, sin beneficio de excusión, solidaria, limitada, irrevocable y; de realización automática a favor de los bonistas sobre la obligación de pago del Servicio de Deuda o Pagos por Aceleración de Deuda, por parte de H2OImos. En este sentido, la CAF proporciona un instrumento similar a una línea de liquidez reinstalable capaz de reducir la probabilidad de default de la estructura. Para cuantificar el valor de la garantía, Apoyo & Asociados (A&A) estimó el nivel (porcentaje) de incumplimiento en el pago del servicio de agua y/o quiebra de *off-takers* que puede ser cubierto al activar (jalar) la GCP.

En caso que diez días antes de la fecha de pago del bono, no existan recursos suficientes en las cuentas i) servicio de deuda (SD) bonos, ii) reserva *bullet* (cuotas especiales); y, iii) cuenta reserva SD, el Fiduciario solicitará a CAF el déficit de fondos. CAF enviará los recursos luego de cuatro días o el segundo día previo a la fecha de pago del bono, lo que ocurra después. La garantía podrá ser llamada en más de una fecha.

En cuanto al Pago por Aceleración, éste se calcula solo sobre capital una vez que los bonistas decidan acelerar el bono. CAF se subrogará en la posición de bonista como acreedor de H2OImos, y tendrá derecho al repago del monto desembolsado bajo la garantía más intereses y otros conceptos que se devenguen de acuerdo con los términos del Contrato de Préstamos Especiales.

En conclusión, CAF se subordina a los Bonistas en el repago de la GCP durante la vida del Bono; pero ante una terminación anticipada (*recovery*) es *pari passu* con los bonistas (Pago de Terminación por parte del Estado).

La GCP incluye varios condicionantes, cambio de control-inicio proceso concursal contra el deudor- incumplimiento de las obligaciones socio-ambientales -que constituyen eventos de incumplimiento, bajo el Contrato de Emisión. En caso se

produzca un evento de incumplimiento los bonistas tienen hasta 20 días, una vez notificado el RO, para acelerar las notas, caso contrario CAF podrá unilateralmente resolver la garantía. Según informe legal externo, la garantía no se ha visto afectada por los problemas del Grupo Odebrecht derivados de su participación en el caso “Lava Jato”, manteniéndose vigente a la fecha.

Cabe notar el exitoso *track record* crediticio entre CAF y el Gobierno del Perú. Asimismo, destaca el efecto positivo en la posición negociadora de los bonistas producto de la inclusión de CAF, que representa una de las principales fuentes de financiamiento del Estado peruano.

Garantía Contingente del Estado

En el supuesto de resolución anticipada del Contrato de Concesión- causas imputables al concesionario; causas imputables al concedente o decisión unilateral de éste; y fuerza mayor- el GRL garantiza el pago del saldo de la deuda garantizada, dentro de los 12 meses siguientes de decretada la caducidad. El Gobierno Peruano, a través del Contrato de Seguridades y Garantías garantiza al inversionista (acreedor permitido) las declaraciones y obligaciones del GRL establecidas en el Contrato de Concesión (ej. pago de la deuda garantizada, vigencia de la reserva de agua y algoritmo de repartición de aguas).

Si bien lo descrito en el párrafo anterior evidencia un ‘último recurso’ contra el Gobierno peruano a favor de los acreedores permitidos, la Clasificadora opina que la garantía contingente posee una calidad crediticia inferior a la calificación soberana.

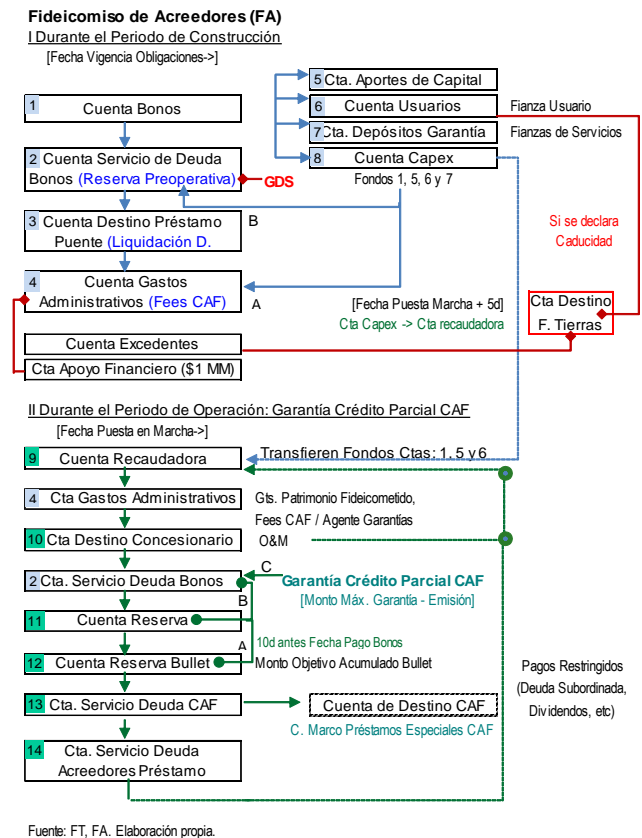
Lo anterior debido a que un incumplimiento en el pago de la compensación económica no genera *cross-default* con la deuda soberana. El pago de dicha obligación contractual derivada del contrato de concesión no es incondicional, irrevocable y de realización automática. Así, la Clasificadora destaca que ante un eventual incumplimiento en la presupuestación y/o transferencia de fondos suficientes al Fideicomiso para cubrir la compensación económica, el Concesionario deberá sujetarse al procedimiento que establecen las leyes peruanas (en caso de obtener un laudo favorable) que fija un límite de hasta 5% del Presupuesto anual Inicial de Apertura debiendo tomarse en cuenta la prelación por antigüedad para todas las sentencias de pago.

Por ende, la Clasificadora considera que no todo incumplimiento de pago soberano causaría un incumplimiento en la calificación soberana. En este sentido, el *rating* de las notas no se sostiene fundamentalmente en el valor de dicha garantía contingente (Estado).

Fideicomiso de Acreedores

Este fideicomiso centraliza el 100% de los flujos que percibe la empresa y garantiza que la asignación de los fondos y el

pago de las Notas, se aplique según la cascada establecida. Constituido en Set-12, la vigencia del mismo no está sujeta a la caducidad de la concesión sino a la extinción de la deuda garantizada (Ver Anexo 2). El siguiente cuadro detalla la distribución de flujos según el mecanismo establecido en el FA.



Riesgo Contraparte – El Fiduciario:

La Fiduciaria: Fiduciario del Fideicomiso de Acreedores. Inició sus operaciones en el 2001. A marzo 2018 sus accionistas eran Credicorp (45%), Interbank (35%) y Scotiabank Perú (20%). Cabe señalar que su principal accionista, Credicorp, es el mayor holding financiero del país y que dentro de sus empresas figura el BCP, que es la mayor institución financiera peruana y tiene un rating de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe). Por su parte, a marzo 2018, La Fiduciaria registró activos por S/ 25.0 MM (S/ 24.0 MM a dic. 2017), pasivos por S/ 18.0 MM (S/ 8.0 MM a fines del 2017) y un patrimonio neto de S/ 7.0 MM, menor al registrado al cierre del 2017 (S/ 16.0 MM). Asimismo, durante los últimos 12 meses a marzo 2018 tuvo una utilidad neta de S/ 12.5 MM (S/ 12.2 MM a dic. 2017).

Resguardos

La estructura cuenta con coberturas mínimas (DSCR >1.25x, LLCR >1.3x) y restricción en el pago de dividendos hasta el

vencimiento de la primera emisión, y sujeto al cumplimiento de nivel mínimo de cobertura (DSCR), sin incluir *bullets*, de 1.5x.

Desempeño Histórico

Durante el 2017, la tarifa de agua se incrementó en 3.0% en línea con el ajuste por inflación; en ese sentido, la facturación mejoró de S/ 69.9 a S/ 72.0 MM. Por su parte, los O&M mostraron un incremento de 62.2%, a S/ 43.3 MM, lo que impactó negativamente en el Ebitda (-33.6% respecto al 2016). De igual manera, el margen Ebitda se deterioró pasando de 62 a 40% entre ambos años.

Por otro lado, el servicio de deuda se incrementó producto del mayor ajuste del VAC, por lo que el DSCR se redujo de 2.02x en el 2016, a 1.44x en el 2017 (esperado A&A en mayo 2017: 1.72x).

Desempeño Financiero con información a marzo 2018

S/ 000	2015	2016	2017	U12M Mar-18	2018E
Tarifa mensual (S/ / Ha.)	0.1964	0.2036	0.2097	0.2103	0.2135
Var%	2.30%	3.70%	3.00%	3.29%	1.50%
Ingresos ¹	67,406	69,893	71,962	72,187	73,041
Gastos Operativos	-29,856	-26,666	-43,258	-41,431	-43,690
Ebitda	37,550	43,227	28,703	30,757	29,351
Margen %	56%	62%	40%	43%	40%
Impuestos	7,408	11,841	11,995	12,083	4,837
Comisión CAF	-1,597	-2,014	-2,009	-2,009	-2,009
Free Cash Flow (FCF)	43,362	53,054	38,689	40,831	32,180
Servicio DFS	20,799	26,323	26,814	26,925	65,898
Cuenta de Reserva Bullet	15,440	30,880	46,322	50,182	61,762
DFS	353,151	350,701	347,963	344,564	304,386
DSCR natural	2.08	2.02	1.44	1.52	1.12
DSCR covenant*	2.17	2.01	1.84	1.84	
DFS/Ebitda	9.40	8.11	12.12	11.20	10.37
Garantía Parcial CAF	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
GP / SD bonos	4.09	3.23	3.17	3.16	1.29
DSCR natural (+CR)	2.83	3.19	3.17	3.38	1.43

*DSCR Covenant considera "gasto por arrendamientos", así como pago por capacidad adelantado; por otro lado, no considera recuperación de ITAN ni IGV.

¹Ingresos: Se consideran los ingresos por los servicios de irrigación a tarifa actualizada mensualmente.

Fuente: H2OImos

Elaboración: AAI

Es importante comentar que el crecimiento de los O&M responde, principalmente, a los gastos asociados a la reconstrucción por el fenómeno El Niño costero. Así pues, la compañía destinó S/17.0 MM, entre otras cosas, a mantenimiento de caminos; reforzar la defensa ribereña y la infraestructura existente; limpiar y retirar el material erosionado de los canales, construir accesos alternos en tramos aislados, proteger las tuberías de los ramales norte y sur; y la descolmatación de alcantarillas.

Adicionalmente, los gastos O&M resultaron mayores al Budget (S/ 32 MM) debido, además de lo anterior, a una reclasificación de cuentas, mayor gasto por auditoría financiera (se sustituyeron servicios) y mayores gastos de Software y licencias. Adicionalmente se tuvo que realizar un pago de S/ 2.5 MM por una multa de SUNAT.

En caso de los últimos 12 meses a marzo 2018, H2OImos registró un ingreso de S/ 72.2 MM, en línea con el ajuste de la tarifa en el primer trimestre del presente año (+0.3%). Por su parte, los gastos por O&M ascendieron a S/ 41.4 MM, similar cifra respecto al cierre del 2017. Cabe resaltar que en los tres primeros meses del año se desarrollaron trabajos de reconstrucción relacionados al Niño Costero (S/1.1 MM). Por su parte, el margen Ebitda se mantuvo en línea con lo registrado en el 2017 (43%).

Para el 2018, la Clasificadora espera que H2OImos cierre el año con ingresos de S/ 73.0 MM, ante un crecimiento de la tarifa mensual de 1.5%. Por su parte, se estima que el O&M cierre en S/ 43.7 MM, dato por encima del promedio anual (2015, 2016: S/ 32.2 MM) toda vez que durante el presente año continuarán los proyectos de reconstrucción.

Es importante mencionar que en setiembre del 2018 se realizará la amortización de la primera emisión, por lo que el servicio de deuda se incrementa considerablemente (S/ 65.9 MM); no obstante, la estructura cuenta con la acumulación de una cuenta de reserva destinada para dicho pago (cuenta de reserva bullet: S/ 41.7 MM). En dicho contexto, A&A espera que H2OImos cierre el año con un DSCR de 1.12x (1.15x si se incluye lo estimado -por la Clasificadora- de reembolso por el seguro en el 2018); cabe resaltar que para la actualización de Mayo 2017, dicho indicador se encontraba en alrededor de 1.4x.

Proyecciones Financieras

La revisión de los flujos se realizó con información financiera a Mar-18 y sobre la base del Presupuesto Anual 2018 y del Modelo Financiero Actualizado a Abr-18.

Cabe señalar que dada la estrategia de independización del proyecto respecto a su principal accionista actual (Odebrecht), la renegociación de diversos contratos sin tomar en cuenta la "corporación" generaría mayores O&M, lo que afecta negativamente la proyección de los flujos de la compañía. Pese a que se espera que este escenario cambiará una vez que se realice la transferencia de acciones, se trabajará con la posición más conservadora, por lo que las nuevas proyecciones presentan ajustes respecto a años anteriores.

A&A proyectó el desempeño esperado de la estructura, bajo escenarios en los que se sensibilizaron variables como: porcentaje de *off-takers* en *default*, periodo para reemplazar un *off-taker* que entró en *default*, entre otras. En relación al gasto extraordinario por el Niño Costero, la Clasificadora ha replicado dicho escenario en los años en los que proyecta se podría presentar un fenómeno climatológico similar.

Los supuestos y sensibilizaciones utilizados en el caso base y en los escenarios de estrés están en línea con la

metodología de calificación de nuestro socio, FitchRatings, y son análogos a aquellos usados en proyectos similares.

En el Anexo 4 se detallan las coberturas esperadas que resultaron en los diversos escenarios de estrés, a través de los cuales A&A evaluó la fortaleza del Proyecto y su capacidad para soportar condiciones adversas.

Como se puede apreciar en los escenarios Breakeven, Base y Rating Case se utiliza la garantía de CAF. Cabe indicar que en general, los resultados del análisis mostraron suficiencia de flujos en diversos escenarios, aunque con menores holguras que el estimado anteriormente.

Bajo el escenario de Breakeven, las tierras ni el contrato de suministro de agua de los *off-takers* en default nunca son re-locadas a potenciales nuevos usuarios.

Las garantías constituidas proveen a la estructura de amplia liquidez y generan un importante colchón que permite afrontar marcadas caídas en ingresos, en caso quiebre algún usuario. En adición a la resiliencia de flujos ante escenarios de estrés, la estructura soporta holgados plazos (aproximadamente tres años) para re-colocar la dotación de agua entre otros *off-takers* y/o nuevos inversionistas.

Así pues, el uso de la carta fianza de los usuarios y las cuentas de reserva especiales y servicio de deuda (6 meses) permite que el 18.3% (vs. 22% en el informe Nov17) de los *off-takers* entren en default.

Finalmente, la garantía parcial de la CAF provee liquidez adicional y absorbe un mayor nivel de pérdidas del *pool* de activos subyacentes, pasando de 18.3 a 26.0%; reduciendo la probabilidad de default de la estructura. Este porcentaje es menor al cálculo de May17 (29.4%) debido a que a dicha fecha se contaba con una mejor calidad crediticia de *off-takers*; además, se ajustó la proyección de O&M para los próximos años en los que se espera un fenómeno similar al Niño Costero.

Default	Default Proyectado Mayo 2017	Default Proyectado Inicial	Comentarios	DSCR Avg	DSCR Min
26.0%	29.4%	57.8%	DSRA + CF + CR (<i>bullet</i> & 6 meses) + GCP CAF	2.45	1.00
18.3%	24.7%	28.6%	DSRA + CF + CR (<i>bullet</i> & 6 meses)	1.80	1.00

Fuente: H2OImos, A&A
Elaboración A&A

No obstante lo anterior, un escenario más probable es aquel en el que se contemple el ingreso de nuevos *off-takers* (inversionistas), ante la quiebra de un porcentaje de los *off-takers* iniciales, ya que se cuenta con la hipoteca preferente de las tierras. Cabe recordar que la estructura repaga la deuda con las cobranzas por el servicio de agua y no con el valor (precio) pagado por la tierra (re-venta).

El potencial ingreso de nuevos *off-takers* (tres años después de caer en default) no sólo proporciona un mayor nivel de ingresos sino también la posibilidad de reestablecer la GCP en caso de ser utilizada, y la carta fianza (fianza servicio) por el pago de un año de servicio de agua.

En dicha línea, en caso los *off-takers* que no cuentan con grado de inversión (menor a BBB-), la estructura es lo suficientemente sólida para soportar dicha caída (ver anexo 4). Por otro lado, en caso los *off-takers* con rating menor a "A" (41.2%, mayor al 38.5% de la revisión en noviembre 2017) entren en default, el promedio del DSCR (incluyendo caja) entre 2019-2032 es de 2.95x, siendo el mínimo 1.05x en el 2024, año en el que se realiza en segundo pago *bullet*.

En resumen, la mejora de crédito de la estructura por encima del rating asignado a los *off-takers* se logra, por los fondos que posee la estructura: cuenta reserva para el servicio de deuda de seis meses, cuenta de reserva para cuotas especiales según cronograma; la GCP CAF, equivalente a dos años del servicio de deuda (excluye años de amortización *bullet*), las fianzas servicio por un año de pago del servicio de agua; y significativo nivel de liquidez atrapado dentro de la estructura (*cash sweep*) en caso el DSCR < 1.5.

Anexo 1

Adjudicatarios de las Tierras (*off-takers*) y Pago por Capacidad

En la primera subasta, en Dic-11, se adjudicaron aprox. 18,100 ha.; mientras que en el segundo proceso de subasta, en Abr-12, cinco postores se adjudicaron 8,370 ha. El saldo restante de tierras fue adquirido por Odebrecht vía adjudicación directa (adenda CC), en May-12, con el fin de declarar exitosa la subasta pública de tierras y proceder al cierre financiero.

Régimen Económico de la Subasta - Distribución de Excedentes

Precio (\$/ha)	Hasta inclusive					Más de
	5,250	6,250	7,250	8,250	9,250	9,250
Concedente	60%	57.50%	62.50%	67.50%	72.50%	100%
Concesionario	40.00%	42.50%	37.50%	32.50%	27.50%	0.00%

Monto Base Capacidad + Precio de Tierras	4,250.00 \$/ha
Monto Base Pago por Capacidad	3,645.00 \$/ha

	Empresa	Sector	Precio \$/ ha	Hectarías	Part Excedente H2OImos (000 \$)
1	Coazucar	Agroindustrial	4,490.10	11,100.15	96.04
2	Gloria S.A.	Alimentos	4,501.90	4,500.07	100.76
3	Danper Trujillo S.A.C.	Agroindustrial	4,703.99	1,000.03	181.60
4	Chimú Agropecuaria S.A.	Agroindustrial	4,409.99	250.00	64.00
4	Chimú Agropecuaria S.A.	Agroindustrial	4,804.99	1,000.00	222.00
5	Pesquera Rosario S.A.	Pesca	4,600.00	499.96	140.00
6	Agroindustrias AIB S.A.	Agroindustrial	4,251.04	500.03	0.42
7	Ingenieros Civiles y Contratistas S.A.	Construcción	7,011.00	499.93	1,904.40
7	Ingenieros Civiles y Contratistas S.A.	Construcción	7,511.00	500.09	2,429.40
8	Agrícola Challapampa S.A.C.	Agroindustrial	4,515.00	250.00	106.00
9	Parfen S.A.	Agroindustrial	6,653.65	4,000.03	1,761.46
10	Agrícola Pampa Baja S.A.	Agroindustrial	4,265.95	1,370.01	6.38
11	Ulexandes S.A.C.	N.D.	4,500.99	999.99	100.40
12	Odebrecht	Construcción	4,250.00	11,531.05	-

Promedio / Total / Total	5,033.54	38,001.34	7,112.84
--------------------------	----------	-----------	----------

A	Suma Total Recaudada (US\$)	179,493,775
B	Total Pago por Capacidad Base (US\$)	138,514,888
C	B + Excedente Concesionario (US\$)	145,627,724
D	C / (1 + IGV) = Financiamiento Obras	123,413,325

IGV: Impuesto General a las Ventas (18%)

Fuente: H2OImos

A la fecha, Odebrecht vendió el total de sus hectáreas, a continuación un detalle del portafolio actual:

Detalle del Portafolio de *off-takers* – Marzo 2018

Usuarios	Has. Bruta	Grupo Económico	Has. Sembradas	Cultivo	Descripción	%
Agrolmos S.A.	14,138	Rodriguez Banda	11,271	Caña de azúcar	Holding del negocio azucarero del Grupo Gloria. Inversión en Olmos: US\$330 MM.	37%
Gloria S.A.	4,500	Rodriguez Banda	-		Accionista mayoritario de Casagrande (29,383 Has.), Chiquitoy (3,200 Has.), Cartarvio (11,000 Has.), Sintuco (1,414 Has.) y San Jacinto (12,337 Has.).	12%
Chimu Agropecuaria S.A.	2,517	Ikeda	100		Parte del grupo San Fernando (Ventas anuales: US\$850MM).	7%
Agrovisión Perú S.A.C.	2,022	Agro Vision Corp.*	759	Uva, Arándano	Joint Venture con Frutera San Fernando, líder chileno en producción y exportación de fruta fresca, el cual cuenta con más de 5,000 Has. plantados. Ventas anuales: US\$175 MM	5%
Plantaciones del Sol S.A.C.	1,307	Ingleby	388	Uva, Palta	Presencia en 9 países, en los cuales tiene más de 100 mil hectáreas sembradas. Dedicada a la producción de commodities de altos estándares.	3%
Agrícola Pampa Baja S.A.C.	1,100	Paredes	600	Maíz, Crotalaria	Cuenta con más de 1,200 Has., produce y exporta hortalizas (pimientos, cebollas, alcachofa, entre otros) y frutas (uvas, paltas, granada, mandarina).	3%
AQP OLMOS S.A.C.	1,012	Mendoza del Solar	230			3%
Complejo Agroindustrial Beta S.A.	1,010	Matta Curotto	700	Palta, Arándano	Primer exportador de espárragos del Perú y segundo exportador de uvas. Presencia en los principales valles del Perú (Ventas anuales: US\$120 MM).	3%
DanPer Agrícola Olmos S.A.C.	1,000	DanPer Trujillo	612	Uva	Joint Venture de capitales peruanos y daneses con 21 años de experiencia, con más de 6,000 hectáreas cultivadas en el Perú.	3%
Inversiones Pirona S.A.C.	1,000	-	300			3%
Corporación Agrícola Olmos S.A.	1,000	Ingenieros Civiles y Contratistas / Agrícola Chapi	200	Uvas, Paltas, Espárragos, Maíz y Algodón	Sociedad entre ICCGSA Inversiones (50%) y Agrícola Chapi (50%): Corporación Agrícola Olmos. Inversión para los próximos años: US\$ 44 MM.	3%
Inversiones Agrícolas Olmos I	1,000	Inmobiliari	900	Palta	Segundo productor de palta del país (2,625 Has. Sembradas, 900 en Olmos.)	3%
Inversiones Lefkada S.A.C.	1,000	-	-			3%
Inversiones Agrícolas Olmos II	1,000	Inmobiliari	294	Mango	Segundo productor de palta del país (2,625 Has. Sembradas, 900 en Olmos.)	3%
Inversiones Mosqueta S.A.C.	1,000	-	600	Palta		3%
Agrícola Alaya	1,000	El Parque (Chile)	600	Palta	Posee más de 1,000Has. Plantadas de Palta, Uvas de mesa y cítricos. Operaciones en USA, México y presencia en el Perú desde 2012.	3%
Inversiones Hefei S.A.C.	1,000	-	600			3%
Agrícola Campo Noble	524	Agrisol (Chile)	261	Alfalfa, Frutales	Empresa con más de 40 años de trayectoria con más de 6,000 has. de tierra agrícola.	1%
HFE BERRIES S.A.C	506	Hortifrut (Chile)	330	Arándano	Hortifruit es el líder mundial en la producción y comercialización de arándanos (2015: 42.5 MM de Kg.). Maneja operaciones en 6 países. (Ventas anuales 2015: US\$350 MM)	1%
Agroindustrias AIB S.A.	500	Union de Cervecerias Peruanas Backus & Johnston	213		Empresa con amplia experiencia (desde 1987) y líder del sector agroindustrial. Exporta a más de 10 países, maneja más de 3,000 Has.	1%
Total	38,137		18,958			100%

Fuente: H2Olmos. Elaboración Propia.



Anexo 2 Fideicomiso de Tierras y Fideicomiso de Acreedores

Contrato de Fideicomiso de Tierras (FT) Patrimonio Fideicometido No. A00-T-06-10-371 [11.06.2010 -> Caducidad de la Concesión]. Intervención: H2OImos		
Fideicomitentes GRL Proyecto Especial Olmos-Tinajones Usuarios***	Fiduciario La Fiduciaria	Fideicomisarios GRL Fideicomiso de Acreedores*** Usuarios***
Objeto:	(i) Realizar Independización Lotes, (ii) Realizar Subasta, (iii) Administrar bienes	
Bienes Fideicometidos:	1 Flujos Dinerarios (FD): FD PEOT (Precio de Tierra) + FD Capacidad 2 Terreno, lote, áreas expropiadas, servidumbres, flujos penalidades 3 Derechos de cobro, Carta Fianza Usuarios (P. Tierra + pago-por-capacidad)	
***Aún no existían en 2010, se incorporaron posteriormente (firma FA).		

- 1. Derecho Cobro FT
- 2. Flujos FT
- 3. Excedentes FT

Contrato de Fideicomiso de Acreedores (FA): Contrato de Fideicomiso de Flujos en Administración y Garantía (garantía fiduciaria) [2012-> Extinción de las Obligaciones]. Borrador v270412		
Fideicomitentes H2OImos La Fiduciaria CAF BCP -> (Representante de Obligacionistas: CME)	Fiduciario La Fiduciaria	Fideicomisarios SBP -> (Agente de Garantías: CMG) H2OImos
Acreedor Permitted Garantizado: CAF y Bonistas	Contrato Marco de Emisión (CME): H2OImos - Representante de los Obligacionistas	
Contrato Marco de Garantías (CMG): CAF - Representante de los Obligacionistas - Agente de Garantías. Intervención: H2OImos	Contrato de Servicio (tarifa agua, hipoteca lotes)	
Bienes Fideicometidos:	1 Derechos de cobro / flujos	Concesionario Aportes Capital, Bonos, Fianzas Servicios, Pago de Terminación, Apoyo Financiero
	2 Derechos de cobro / flujos	FT Flujos Dinerarios Capacidad, Fianzas Usuarios, Garantía Pago por Capacidad OPI / ODB
	3 Derechos de cobro / flujos	APG Pago Terminación, Hipoteca Concesión, Garantía Mobiliaria, GDS, GCP, Apoyo Financiero ODB

Fuente: H2OImos



Anexo 3

Cronograma de Amortización y Reserva de Fondos para Cuotas Especiales

Año	Primera Emisión					Segunda Emisión				
	Capital	Intereses	SD	CE1	CE1 Acum.	Capital	Intereses	SD	CE2	CE2 Acum.
2015	-	-	-	10,444	10,444	-	-	-	4,996	4,996
2016	10,534	3,702	14,236	10,444	20,888	-	11,933	11,933	4,996	9,992
2017	11,215	3,119	14,334	10,444	31,333	-	11,933	11,933	4,996	14,989
2018	50,627	2,499	53,126	10,444	41,777	-	11,933	11,933	4,996	19,985
2019						11,046	11,759	22,805	4,996	24,981
2020						11,750	11,279	23,029	4,996	29,977
2021						12,500	10,767	23,268	4,996	34,973
2022						13,300	10,224	23,524	4,996	39,969
2023						14,154	9,645	23,799	4,996	44,966
2024						66,631	9,029	75,660	4,996	49,962
2025						16,024	6,182	22,206		
2026						17,049	5,485	22,534		
2027						18,138	4,743	22,881		
2028						19,300	3,954	23,255		
2029						20,533	3,114	23,647		
2030						18,882	2,268	21,150		
2031						20,089	1,446	21,536		
2032						21,378	572	21,950		

Fuente: H2OImos. Elaboración propia.



Anexo 4
Sensibilidad y Escenarios de Estrés 2018-2032
[Rating case – Combined downside – Break-even stresses]

Análisis Financiero: Escenarios Claves	DSCR 1		DSCR 2		DSCR 3		DSCR 4		PLCR	LLCR
A&A	Prom.	Min.	Prom.	Min.	Prom.	Min.	Prom.	Min.	Min.	Min.
Base Case: Default 17.2% de los off-takers, recoloca el 50% en el año 4 y el 50% restante en el año 5; lo que se repite durante el resto de la concesión. Gastos operativos se incrementan en 5% (2020 - 2026) y 10% (2027 - 2034) respecto a los proyectados por H2OImos + Fenómeno del niño en el 2027 (eleva los costos en 60% y 70% de reembolso de seguro al año siguiente).	1.19	0.35	1.72	0.94	3.20	1.55	3.38	1.75	1.27	1.15
Rating Case: Default 41.18% de los off-takers cada 4 años, 13.73% recoloca en 3 años. Gastos operativos se incrementan en 8% (2020 - 2026) y 16% (2027 - 2034) respecto a los proyectados por H2OImos + Fenómeno del niño en el 2027 (eleva los costos en 60% y 70% de reembolso de seguro al año siguiente).	1.01	0.16	1.55	0.67	2.84	0.96	2.95	1.05	1.17	1.00
DSCR 1: FCF/DS DSCR 2: (FCF + DSRA)/DS DSCR 3: (FCF + DSRA + PG CAF)/DS DSCR 4: (FCF + DSRA + PG CAF + Caja)/DS Fuente: H2OImos Elaboración: A&A										

Resumen Financiero - H2OImos

(Cifras en miles de S/.)

	U12M Mar-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Rentabilidad				
EBITDA *	30,757	28,703	43,226	37,550
Mg. EBITDA	42.6%	39.9%	61.8%	55.7%
FCF / Ingresos	69.3%	60.6%	86.1%	60.5%
Cobertura				
Cobertura de intereses del FFO	4.4	4.1	4.0	3.1
EBITDA / Gastos financieros	1.3	1.1	1.6	1.2
EBITDA / Servicio de deuda**	0.4	0.4	1.1	0.8
Cobertura de cargos fijos del FFO	3.2	2.7	2.7	2.1
FCO / Servicio de deuda	1.0	0.5	1.5	0.9
(FCO + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	2.1	1.5	3.0	1.6
Estructura de capital y endeudamiento				
Deuda financiera total / EBITDA	11.0	11.9	7.9	9.2
Deuda financiera neta / EBITDA	8.2	9.2	6.5	8.4
Deuda financiera total / Capitalización	91.4%	92.1%	92.0%	94.1%
Costo de financiamiento estimado	7.1%	8.0%	8.0%	8.7%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	15.5%	15.4%	3.8%	4.1%
Pasivo / Patrimonio	19.7	21.5	21.7	30.9
Balance				
Activos totales	654,989	660,030	678,768	691,760
Caja e inversiones corrientes	84,219	77,267	63,432	29,476
Deuda financiera Corto Plazo	52,376	52,269	13,074	14,022
Deuda financiera Largo Plazo	284,920	288,190	329,176	329,703
Deuda financiera total	337,297	340,459	342,250	343,725
Patrimonio Total	31,647	29,306	29,956	21,700
Capitalización	368,943	369,765	372,206	365,425
Flujo de caja				
Flujo generado por las operaciones (FFO)	52,939	47,578	46,774	33,045
Variación de capital de trabajo	-1,815	-3,122	13,769	8,254
Flujo de caja operativo (FCO)	51,124	44,455	60,543	41,299
Actividades de inversión	-1,130	-816	-394	-487
Flujo de caja operativo neto	49,994	43,640	60,148	40,812
Ventas de activo fijo	15	14	36	0
Otras inversiones, neto	-2,734	-2,734	473	417
Variación neta de deuda	-11,424	-11,342	-10,711	-8,698
Variación neta de capital	0	0	0	0
Otros financiamientos, netos	-15,682	-15,742	-15,991	-15,769
Variación de caja	20,169	13,835	33,956	16,762
Resultados				
Ingresos***	72,187	71,962	69,893	67,406
Variación de Ventas	0.3%	0.5%	3.7%	
Utilidad operativa (EBIT)	61,067	59,053	73,440	67,730
Gastos financieros	24,062	27,306	27,456	30,459
Resultado neto	2,937	-650	8,256	-2,192

*EBITDA = Ut. Operativa (no incl. otros ingresos y egresos) + Deprec.+ Amort. FFO = Rstdo. Neto + Deprec.+ Amort. + Rstdo. Venta de Activos

+ Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstdo. Neto + Var. en Otros Activos + Var. de Otros Pasivos - Dividendos Preferentes. Var. de Capital

de Trabajo = Cambio en Ctas.x Cobrar Comerc.+ Cambio Existencias - Cambio en Ctas.x Pagar Comerc. + Cambio, neto en Otras Ctas.x Cobrar y Otras Ctas.x Pagar. CFO = FFO + Variación de capital de trabajo. FCF = CFO + Inversión Activo Fijo + Pago de Dividendos Comunes.

**Servicio de deuda = Gastos Fin. + Deuda Corto Plazo

***Ingresos = 9,032 m³/ha.neta/año * 38,000 Has. * Tarifa ajustada

Fuente: H2OImos

Elaboración Propia

ANTECEDENTES

Emisor:	H2OImos S.A.
Domicilio legal:	Av. Víctor Andrés Belaunde, 280, Of. 602, San Isidro
Teléfono:	(511) 221-8338
Fax:	(511) 221-5964
Fiduciario:	La Fiduciaria S.A.
Domicilio legal:	Calle Los Libertadores, 155, Of. 801, San Isidro
Teléfono:	(511) 710-0660
Fax:	(511) 222-4260
Entidad Estructuradora:	Scotiabank Perú S.A.A.
Domicilio legal:	Av. Dionisio Derteano, 102, San Isidro
Teléfono:	(511) 211-6000
Fax:	(511) 426-1098

RELACIÓN DE DIRECTORES

Oscar Eduardo Salazar Chiappe	Presidente
Roger Fernando Llanos Correa	Vicepresidente
Diana Elizabeth Ortiz Mendoza	Director

RELACIÓN DE EJECUTIVOS

Alfonso Pinillos Moncloa	Gerente General
Karla Knize	Gerente Administración y Finanzas
Juan Carlos Urteaga	Gerente Comercial
Ana Cecilia Rodríguez	Gerente Legal y Contractual
Wilder Araujo Villanueva	Gerente de Operaciones
Juan Soria Casaverde	Responsable de Sostenibilidad

RELACIÓN DE ACCIONISTAS

Odebrecht Participações e Investimentos S.A.	99.99%
Construtora Norberto Odebrecht	0.01%

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución SMV N°032-2015-SMV/01 y sus modificatorias, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los siguientes instrumentos:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación</u>
H2OImos S.A.- Equivalente en S/ a US\$30 MM Primera Emisión	AA (pe)
H2OImos S.A.- Equivalente en S/ a US\$98 MM Segunda Emisión	AA (pe)
Perspectiva	Estable

Definición

CATEGORÍA AA (pe): Corresponde a una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados. Esta capacidad no es significativamente vulnerable ante cambios adversos en circunstancias o el entorno económico.

(+) *Corresponde a instrumentos con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.*

(-) *Corresponde a instrumentos con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.*

Perspectiva: Indica la dirección en que se podría modificar una clasificación en un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no implica necesariamente un cambio en la clasificación. Del mismo modo, una clasificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin que la perspectiva se haya modificado previamente a positiva o negativa, si existen elementos que lo justifiquen.

Dicha nota se aplicará únicamente a las clasificaciones de obligaciones de largo plazo y a las clasificaciones de la Instituciones Financieras y de Seguros. Por lo tanto, no se asignará perspectiva para las obligaciones de corto plazo, acciones y cuotas de fondos mutuos y de inversión.

(*) 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.A&A.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.0% de sus ingresos totales del último año.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.