

H2OImos S.A. – Notas Garantizadas

Informe Anual

Clasificaciones	Mayo 2019	
	Tipo de Instrumento	Clasificación Actual
Bonos Corpor	AA (pe)	AA (pe)

Con información financiera auditada a Dic-18 y no auditada a Mar-19.

Calificaciones otorgadas en Comités de fecha 31/05/2019 y 30/11/2018.

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 Credito CAF; y, viii) fianza de servicio. Estas dos últimas garantías se constituirán a partir del inicio de operaciones.

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) ratifica la clasificación de "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-19 fue S/ 292.9 MM (incluye S/ 49.2 MM de VAC devengado, Dic-18: S/ 294.3 MM).

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-19: S/ 73.1 MM, 2018: S/ 72.7 MM, 2017: S/ 71.9 MM, 2016: S/ 69.7 MM, 2015: S/ 67.2 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 de los usuarios. A mayo 2019, el *rating* asignado por A&A al portafolio de *off-takers* es de BBB-(pe), calidad crediticia que se ha deteriorado respecto al otorgado en el *rating* inicial (BBB+(pe)), pero que ha mejorado en relación al último informe (BB+(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+(pe) mínimo. Esto sumado a la hipoteca de las tierras y los activos que se desarrollen en ella (a Ene-19, los *off-takers* han invertido más de US\$330 MM y a diciembre del presente año han sembrado cerca del 49% de las Has. netas), mitigan el riesgo de incumplimiento del *off-taker*.

Garantía Parcial CAF (AA-): Garantiza como monto máximo el menor entre el 30% del capital pendiente de pago de cada emisión de bonos dentro del Programa o S/ 66 MM; 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 2018, el EBITDA mostró un crecimiento de 46.2% respecto al 2017 (-33.1% en el 2017), toda vez que el 2017 se vio afectado por los gastos incurridos con la reconstrucción de El Niño costero. En dicho contexto, el DSCR natural calculado por A&A fue de 2.43x, recuperándose con respecto al ratio registrado en el 2017 de 1.53x (2016: 2.30).

Los holgados ratios de cobertura y la restricción del pago de dividendos hasta cancelar la primera emisión de bonos (Oct. 2018), permitieron a la empresa acumular caja y contar con holgados niveles de liquidez. Así, a Dic-18 (Mar-19), H2OImos cuenta con una caja acumulada de S/ 68.6 MM (Mar-19: S/ 77.2 MM), de los cuales, S/ 31.2 MM (S/ 45.0 MM) constituyen fondos restringidos y corresponden, principalmente, a cuentas de reserva *bullet*. En tal sentido, los fondos de libre disponibilidad a Dic18 ascendieron a S/ 37.4 MM (S/ 32.2 MM), lo cual le otorga un buffer importante de liquidez para cubrir potenciales desviaciones de costos (más del 100% del Budget aprobado para el 2019).

La Clasificadora destaca la posición de la compañía de mantener una liquidez holgada, ya que le permite contar con una importante flexibilidad financiera, en un contexto donde la empresa no cuenta con acceso a líneas de financiamiento debido a los problemas en los que se encuentra inmerso su accionista, Odebrecht (*rating* RD por FitchRatings, enero 2019), por actos de corrupción (Caso Lava Jato). Así, pese al fuerte impacto del fenómeno El Niño costero (FENC) que se tradujo en importantes desviaciones O&M en el 2017 (+60.7% respecto 2016), la empresa pudo cumplir con todos sus compromisos financieros además de realizar las inversiones necesarias para reparar los daños causados por El Niño costero. No obstante, cabe destacar que la empresa cuenta con seguros, los cuales reconocieron gran parte de lo invertido en la reconstrucción, aunque los desembolsos no se dieron en forma inmediata.

Para las proyecciones de la Clasificadora, se ha replicado el efecto de El Niño costero, considerando reembolsos del seguro con un año de retraso. Así, en un escenario base, Apoyo & Asociados espera un DSCR promedio de 4.34x (2019-2032) con un mínimo de 1.91x (2024), segundo año pico de SD; mientras que el LLCR (*long life coverage ratio* por sus siglas en inglés) mínimo asciende a 1.55x. En el *rating case*, se espera que la cobertura promedio ascienda a 3.49x con un mínimo de 1.26x; además, se proyecta un LLCR mínimo de 1.35x.

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 se traslada en incremento del servicio de agua. 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*. Por otro lado, en el corto plazo no se espera una mejora en el *rating*.

■ Hechos Relevantes

Ley Anticorrupción - Ley 30737 (Ley que reemplazó al DU 033):

CNO, accionista de H2OImos, ha admitido haber cometido actos de corrupción en varios proyectos, por lo que viene siendo investigado por la justicia peruana. A fin de garantizar el pago de la reparación civil por actos de corrupción, el Estado promulgó en febrero 2017 el DU 003-2017 que establecía entre otros aspectos, que las empresas y sus subsidiarias vinculadas en actos de corrupción sean sujetos de: i) retenciones sobre pagos del Estado peruano que reciban las empresas comprendidas bajo los alcances del DU; ii) autorización del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos (MINJUS) para la venta de los activos o las acciones de la persona jurídica; y, iii) limitaciones para realizar transferencias al exterior.

Sin embargo, ante la incertidumbre generada sobre el monto de la reparación civil, y a fin de salvaguardar la continuidad de los proyectos y/o concesiones y evitar la paralización de las obras así como evitar la ruptura de la cadena de pagos; en Marzo y Mayo 2018, el Estado publicó la Ley 30737 y su Reglamento, que reemplazó al DU 003-2017. Dicha Ley fijó los lineamientos para el cálculo de la reparación civil al Estado, limitando así la exposición de las empresas comprendidas bajo los alcances del DU; además, elimina la incertidumbre sobre la imposición de embargos de bienes y/o retenciones de pagos en la medida que se garantice al Estado el pago total de la reparación civil.

En relación a las limitaciones de transferencias al exterior, durante el primer semestre del 2018, el MINJUS denegó los pagos a proveedores del exterior solicitados por la Concesionaria; sin embargo, unas semanas después, el Ministerio empezó a autorizar de manera progresiva el pago a proveedores externos de H2OImos, y a la fecha no se mantiene ningún pago pendiente. Asimismo, para cumplir con lo establecido por la Ley 30737, el 18 de julio del 2018 MINJUS inscribió la anotación preventiva de sus acciones en los Registros Públicos respectivos.

El 15 de febrero del 2019, Constructora Norberto Odebrecht S.A. firmó un Acuerdo de Colaboración y Beneficios con el Ministerio Público y la Procuraduría Pública peruanas. Dicho acuerdo establece, entre otros, el beneficio premial de eximir a CNO (y las empresas del mismo grupo económico) de los alcances de la Ley 30737. A la fecha de emisión de este informe, el Acuerdo de Colaboración y Beneficios se encuentra aún en proceso de homologación por parte del Poder Judicial.

Cabe mencionar que a raíz de la venta del Proyecto Chaglla, CNO pagó la primera cuota de la reparación civil - lo que se hará efectivo una vez que el Acuerdo esté homologado - y que la Administración Tributaria SUNAT ya hizo el cobro de la totalidad de la deuda tributaria exigible del Grupo Económico Odebrecht siguiendo los lineamientos de la Ley 30737.

Toma de la Bocatoma La Juliana

Entre el 04 y 30 de enero del 2019, la Concesionaria anunció la toma ilegal de la Bocatoma La Juliana por miembros de la Junta de Usuarios del Valle Viejo de Olmos. Cabe resaltar que el suministro de agua a los *off-takers* no se vio afectado en ningún momento, dado que el agua es captada en la Bocatoma Miraflores; además, dicho problema fue resuelto de forma pacífica.

Fenómeno El Niño Costero (FENC)

Las crecidas de caudal ocurridas en marzo 2017 a causa del FENC afectó la infraestructura de H2OImos. Principalmente se registró daños en la bocatoma "Juliana", caminos, enrocados a la salida del cauce, y obstrucción parcial de los embalses. Para poder recuperar la infraestructura, la compañía realizó diversos desembolsos que fueron cubiertos, en su mayoría, por los reembolsos del seguro (S/ 19.8 MM). No obstante, esta devolución se dio en meses posteriores.

■ 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.



Fuente: H2OImos

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.

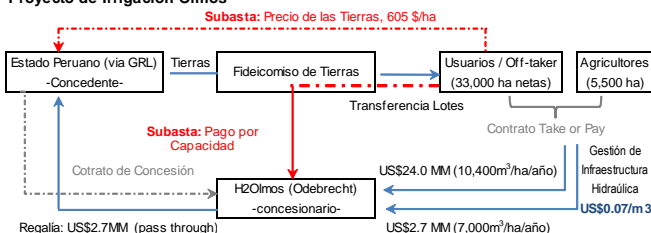
En Ago-09, H2OImos se adjudicó el Proyecto, asociación público-privada (APP) de carácter autosostenible, por un plazo de 25 años (Set35). La concesión está enmarcada dentro del ámbito del DL 994, Promoción de la Inversión Privada en Proyectos de Irrigación para la Ampliación de la Frontera Agrícola, y en el DL 1012, Ley Marco de las APP.



Fuente: H2OImos

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 eriaza (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 H2OImos 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: H2OImos. Elaboración Propia.

Principales Participantes del Proyecto

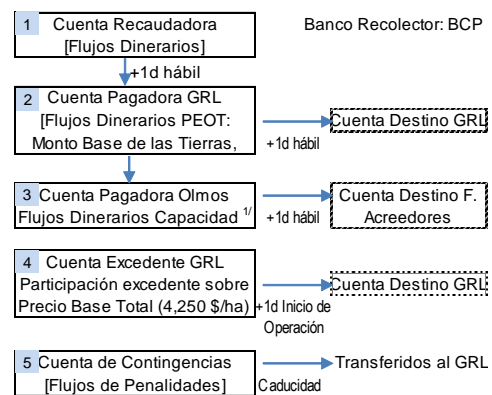
- Gobierno Regional de Lambayeque (GRL)
- H2OImos S.A.
- Proyecto Especial Olmos-Tinajones (PEOT)
- Ministerio de Agricultura
- Autoridad Nacional de Aguas (ANA)
- Corporación Andina de Fomento (CAF)
- Representante de los Obligacionistas (RO): BCP
- Fiduciario (La Fiduciaria)

- 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: H2OImos. Elaboración Propia.

- **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 Dic-18, un 49% de las hectáreas netas (18,709) 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 mínimos estipulados en las Bases de la Subasta.

- **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

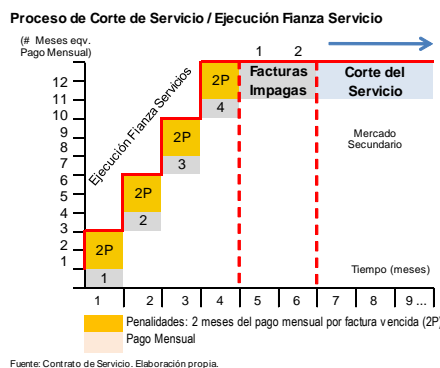
del nivel de uso / consumo real de agua por parte del *Off-Taker* y de la disponibilidad (y calidad) del recurso hídrico.

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 de 0.181 S/ /m³ reajutable mensualmente por IRD, lo que equivale a una facturación anual de S/ 73.1 MM en los U12M a Mar-19 (S/ 72.7 MM en el 2018).

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

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

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, 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%.

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 (clausula 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.).

Respecto a los costos operativos, para el 2018 se presentó un Budget de Operación y Mantenimiento de S/ 42.0 MM; sin embargo, el gasto real incurrido durante dicho año (S/ 30.9 MM) resultó considerablemente inferior debido a tres efectos: i) se estimó realizar mayores trabajos de mantenimiento de caminos y tierras esperando mayores lluvias, las cuales no se dieron en el 2018; ii) se reformularon proyectos inicialmente planteados por El Niño costero. Estos fueron corregidos con evaluaciones técnicas y de topografía más detalladas; y, iii) parte de los trabajos presupuestados para el 2018 fueron postergados como parte del mantenimiento de años posteriores.

Es importante destacar que el costo total de la reconstrucción a causa de El Niño costero representó aproximadamente el 69% de los costos anuales promedio de O&M. Durante el 2017, el seguro reembolsó S/ 10.5 MM y en el 2018, S/ 9.3 MM. Si bien el seguro ha reembolsado el 100% de los gastos relacionado al FENC; este no se ha dado de manera inmediata, por lo que la situación específica de la empresa (limitado acceso a líneas bancarias) pone en evidencia la necesidad de mantener una holgada liquidez para hacer frente

a desviaciones importantes del O&M y mantener la operación correctamente.

Respecto al 2019, H2OImos proyecta que el O&M se encontrará en niveles de S/ 32.0 MM, ligeramente por encima del promedio 2015-2016 (S/ 29 MM), toda vez que para el 2019 se han programado trabajos de mantenimiento y mejora de la estructura.

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 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 se determinó que era 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 diciembre 2018, entre los principales cultivos se encontraban: caña de azúcar, palto, arándanos, espárrago, uva de mesa, mango, maracuyá, alfalfa, quinua, limón, banano orgánico, granada y sandía.

Etapa III del Proyecto Chavimochic (Inversión: US\$715 millones). El inicio de obras está previsto para fines del 2014.

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

Cabe resaltar que para el análisis se asume que el Proyecto Alto Piura hace uso de su reserva de agua. Este proyecto que cuenta con un avance de 60%, se encuentra suspendido tras la implicación del contratista Obrainsa en el Club de Constructores.

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 dispondrían de una dotación adicional de agua sin tener que realizar un pago adicional (compartición de upside / relación simétrica).

Cabe señalar que el riesgo hídrico es asumido por el *off-taker*, por lo que cualquier déficit no tiene un impacto económico en H2OImos. Así, el principal usuario Grupo Gloria con el 49% del total de la demanda (ingenio azucarero con altos requerimientos de agua), ha reducido su área sembrada y construido pozos para complementar su fuente de abastecimiento de agua.

Riesgo de Ingreso (Off-Taker)

Durante el periodo de operación, H2OImos traslada al *off-taker* el riesgo de suministro (hídrico), es decir, el riesgo de que el recurso subyacente no esté 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 Dic-18) se encuentra diversificado en 20 usuarios, de los cuales los top-5 explican el 64.2% del total de las ventas. 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, a diferentes usuarios.

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 Coazúcar 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 a Ene-19) 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), 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 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 incremento del servicio de agua. Además, la inversión sería marginal en la infraestructura de trasvase 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.

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 mayo 2019, el *rating* asignado por A&A al portafolio de *off-takers* es de BBB-(pe), calidad crediticia que ha mejorado respecto al último informe (BB+(pe)), pero que aún se mantiene menor 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

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

⁴ Podría 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 distinción pierde valor.

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	Mayo 2019
AAA	0.19	30.3%	11.8%	11.8%	11.8%
AA	0.64	41.1%	37.1%	0.0%	0.0%
A	1.58	5.9%	12.6%	47.1%	47.1%
BBB+ / BBB	4.54	13.2%	17.7%	17.7%	17.7%
BBB-	4.54	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
BB	17.43	3.3%	17.2%	18.5%	19.9%
B	32.18	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
CCC	62.80	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CC/C	100.00	0.0%	0.0%	1.4%	0.0%
WARF		2.5951	4.4209	6.3557	5.1997
Rating		BBB+(pe)	BBB(pe)	BB+(pe)	BBB-(pe)

Fuente: H2Olmos
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.

La mejora en el rating ponderado del portafolio a Mayo 2019 se explica por la reciente venta de ICCGSA de su participación de 50% en Corporación Agrícola Olmos en mayo 2019, cliente que explica el 2.6% del portafolio. Cabe recordar que su vinculada ICCGSA Constructora ingresó a un proceso concursal en el 2018, lo cual junto con el *downgrade* de uno de los principales *off takers* (Coazucar) (participación de 37.0%), y quien aún se mantiene con perspectiva negativa, incidieron en la caída del rating ponderado del portafolio a BB+(pe).

La Clasificadora reconoce que si bien el sector agrícola está expuesto a variables exógenas (clima, fenómeno El Niño, sequías, plagas, entre otros), 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 Ene-19 sólo el principal *off-taker* ha invertido más de US\$330 MM y a Dic-18 cerca del 49% 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 Mar-19, el consumo real de agua de los usuarios fue 72.0% del contratado (67.5% a Dic-18). 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-19 acumuló una inflación de 18.8%, siendo la tarifa actualizada 0.2151 S/ /m³ (0.2143 S/ /m³, a Dic-18).

■ 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: H2Olmos

Elaboración Propia

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.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. La primera emisión venció en Oct.18, mientras que la segunda emisión vence en Oct.32, y se amortiza trimestralmente. A Mar-19 el saldo de los bonos ascendió a S/ 292.9 MM, monto que incluye S/ 49.2 MM de VAC devengado.

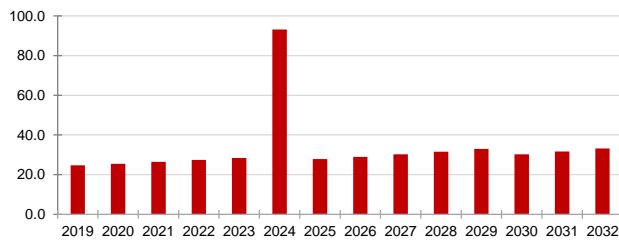
Emisión	Monto (S/ Miles)	Tasa	Plaza	Fecha de vencimiento
Primera	77,400	5.41%	6 años	Oct-18
Segunda	252,840	VAC + 4.25%	20 años	Oct-32

Fuente: H2Olmos

Elaboración: A&A

Entre el 2019-2032, el servicio de deuda anual promedio asciende a S/ 33.7 MM con un pico en el 2024 por S/ 93.1 MM.

Cronograma de Servicio de Deuda (PEN MM)



Fuente: H2OImos
Elaboración AAI

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 (respaldada por una carta fianza de Rímac por S/ 13.0 MM a marzo 2019); y, vii) fianzas por un año de 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, enero 2019) cuyo monto máximo es el menor entre el 30% del capital pendiente de pago de cada emisión de bonos dentro del Programa o S/ 66 MM; lo que equivale aproximadamente a dos años del servicio de deuda. 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. 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 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).

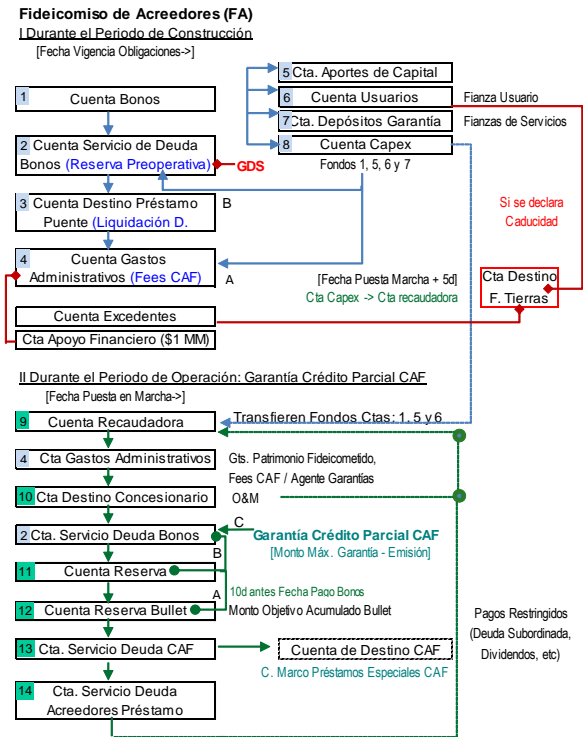
Si bien lo descrito en el párrafo anterior evidencia un ‘último recurso’ contra el Gobierno peruano a favor de los acreedores permitidos, la Clasificadora opina que la garantía contingente posee una calidad crediticia inferior a la calificación soberana.

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.



Fuente: FT, FA. Elaboración propia.

Riesgo Contraparte – El Fiduciario:

El Fiduciario del Fideicomiso de Acreedores es La Fiduciaria, quién inició sus operaciones en el 2001. A marzo 2019 sus accionistas son 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 con un rating de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA (pe), ratificado en marzo 2019. Por su parte, a diciembre 2018, La Fiduciaria registró activos por S/ 23.0 MM (S/ 24.0 MM a dic. 2017), pasivos por S/ 6.5 MM (S/ 8.0 MM a fines del 2017) y un patrimonio neto de S/ 16.5 MM (S/ 16.0 MM al cierre de diciembre 2017). Asimismo, durante el 2018 tuvo una utilidad neta de S/ 12.7 MM (S/ 12.2 MM a dic. 2017).

Resguardos

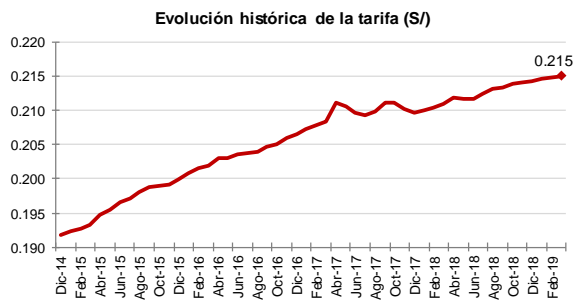
La estructura cuenta con coberturas mínimas (DSCR >1.25x, LLCR >1.3x) y restricción en el pago de dividendos hasta el vencimiento de la primera emisión, y sujeto al cumplimiento de nivel mínimo de cobertura (DSCR), sin incluir *bullets*, de 1.5x.

En el 2018, la empresa reportó un DSCR de 2.30 y un LLCR de 2.12x, ambos muy por encima de los mínimos exigidos (2017: 1.84x y 1.95; y 2016: 2.01 y 2.05x, respectivamente).

Desempeño Histórico

H2OImos mantiene contratos Take or Pay por el 100% de su oferta a largo plazo con diversos Usuarios (Off-Takers). La contraprestación se calcula como el producto del volumen de agua pactado (9,032 m³/ha anual) y una tarifa fija en soles, la cual se reajusta mensualmente por inflación (IRD).

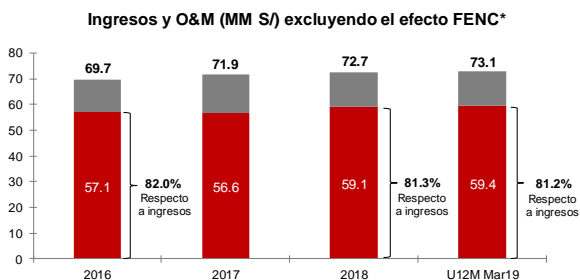
Durante el 2018 el reajuste de la tarifa (vs. 2017), en línea con la inflación, fue de 2.2%, lo que permitió que la facturación se incrementara, pasando de S/ 71.8 MM al cierre del 2017, a S/ 72.7 MM a diciembre 2018, y siguiendo la misma tendencia, se ubicó en S/ 73.1 MM al cierre del año móvil culminado en marzo 2019. Cabe resaltar que el resultado del 2018 se ubicó ligeramente por debajo de lo estimado por la Clasificadora y la compañía (aprox. S/ 73.0 MM).



Fuente: H2OImos
Elaboración Propia

Por su parte, los gastos por O&M mostraron una caída de 28.6% respecto del 2017 alcanzando la suma de S/ 30.9 MM. La importante caída se explica porque en el 2017, los O&M (S/ 43.3 MM) fueron impactados por los gastos asociados a la reconstrucción por el fenómeno El Niño costero, lo que implicó un crecimiento del 61% respecto del O&M del 2016. Cabe notar que al cierre de los U12M Mar19, se registraron gastos por O&M de S/ 28.8 MM.

Es importante precisar que, aislando el efecto de El Niño costero (equivalente al 23.1% y 4.3% del O&M del 2017 y 2018, respectivamente), se observa una mayor eficiencia operativa. Así, el gasto por concepto de O&M respecto a los ingresos fue de 82.0% en el 2016, dato que se reduce a 81.3% al cierre del 2018 y 81.2% al cierre de los U12M a Mar-19.



*FENC: Fenómeno El Niño Costero
Fuente: H2OImos. Elaboración Propia.

Respecto a la proyección de gastos por O&M, la Clasificadora estimó un gasto de S/ 43.7 MM para el 2018, dato que se encontraba en línea con el presupuesto de H2OImos (S/ 42.0 MM), los cuales estimaban un mayor gasto por el FENC.

De otro lado, el EBITDA de la compañía ascendió a S/ 41.8 MM durante el 2018 y a S/ 44.3 MM durante los U12M a Mar-19; además, el margen mejoró pasando de 39.8% al cierre del 2017, a 57.5% a diciembre 2018 y 60.6% a la culminación del año móvil a marzo 2019.

El resultado real del EBITDA al cierre del 2018 superó significativamente lo proyectado por la Clasificadora (S/ 29.4 MM), lo mismo que sucedió con lo esperado por H2OImos (S/ 37.5 MM); en ambos casos, por un estimado mayor de O&M.

Por otro lado, la concesionaria recibió un pago por concepto de reclamaciones al seguro debido a la activación del seguro de Obras Civiles Terminadas. Este pago ascendió a S/ 9.3 MM en el 2018 (vs. S/ 10.5 MM en el 2017), el cual ha sido registrado contablemente como parte de "Otros Ingresos". Incluyendo dicho concepto en el cálculo de EBITDA ("EBITDA ajustado") este asciende a S/ 48.0 MM, superando en 13.7% el EBITDA ajustado del 2017.

Por otro lado, los gastos financieros de H2OImos registraron un nivel de S/ 21.6 MM al cierre del 2018, cifra menor comparada con el 2017 (S/ 27.3 MM) toda vez que en octubre 2018 se realizó la amortización de la totalidad de la primera emisión de bonos (S/ 50.6 MM), por lo que el efecto de menor deuda en el último trimestre del 2018 influyó en el resultado.

Adicionalmente, durante el 2018 la compañía se benefició contablemente por una diferencia en cambio mayor respecto al año previo (S/ 1.5 MM en el 2018 vs. S/ 0.5 MM en el 2017).

En resumen: i) los mayores ingresos registrados en el 2018; ii) la reducción de gastos extraordinarios respecto a lo incurrido durante el 2017 como consecuencia del fenómeno El Niño costero; iii) los ingresos no recurrentes por reclamaciones del seguro; iv) la reducción de los gastos financieros del 2018 relacionados a la amortización de la primera emisión; y, v) la ganancia por diferencia en cambio, impulsaron la utilidad neta contable de la compañía, cerrando el 2018 con S/ 10.5 MM y los U12M a Mar19 con S/ 11.2 MM (vs. una pérdida de S/ 6.5 MM en el 2017).

Análisis de flujo de caja y ratios financieros

Los mayores ingresos del 2018 y los menores gastos por el fenómeno El Niño costero impulsó el EBITDA de H2OImos en el 2018 (vs. 2017); situación que continúa mejorando analizando el dato de los últimos 12 meses con cierre Mar19.

Desempeño Financiero con información a Marzo 2019

US\$ 000	2015	2016	2017	2018	U12M Mar19
Ingresos ¹	67,176	69,700	71,870	72,718	73,119
Gastos operativos	-60,374	-57,138	-73,608	-61,423	-59,364
Depreciación & Amortización	30,180	30,214	30,350	30,548	30,578
EBITDA	36,982	42,776	28,612	41,842	44,333
Margen EBITDA %	55.1%	61.4%	39.8%	57.5%	60.6%
Reclamaciones seguro	0	8,614	13,606	6,144	6,144
EBITDA ajustado	36,982	51,391	42,218	47,986	50,477
Δ Capital de trabajo	-7,357	3,363	-1,073	1,219	1,253
Otros ajustes ²	-3,040	12,515	1,165	13,072	14,085
Flujo de caja operativo (CFO)	41,299	60,543	44,455	59,839	57,166
Capex	-70	115	-3,536	-2,732	-2,266
Flujo de Caja Libre (FCF)	41,229	60,658	40,919	57,107	54,900
Deuda Financiera Senior (DFS)	343,074	341,978	340,458	294,287	294,401
Servicio DFS	20,799	26,323	26,814	65,799	61,937
Cuenta reserva bullet 1 y 2	15,440	30,880	46,322	62,285	22,558
DSCR Natural	1.98	2.30	1.53	2.43	2.80
DSCR Covenant	2.17	2.01	1.84	2.30	2.30
LLCR Covenant	2.15	2.05	1.95	2.12	2.18
DFS / EBITDA	9.28	7.99	11.90	7.03	6.64
Garantía Parcial CAF	66,048	66,048	66,048	66,048	66,048
GP / SD	3.18	2.51	2.46	1.00	1.07

¹ Ingresos no incluyen anticipos recibidos (US\$ MM; 2018: 16.1, 2017: 16.1, 2016: 16.1, 2015: 24.9)

² Otros ajustes: Incluye variación en la cuenta impuestos por recuperar

Fuente: H2OImos
Elaboración A&A

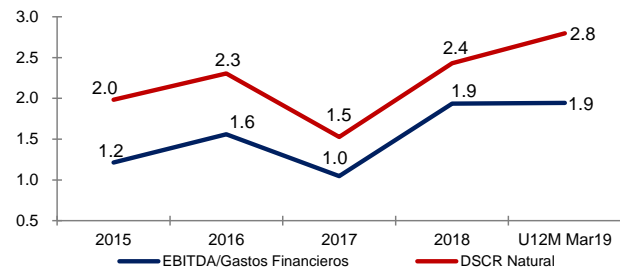
Por su parte, la menor necesidad de inversiones relacionadas a la reconstrucción por El Niño costero ha logrado impulsar la generación de caja libre de CTO, la cual cerró el 2018 en S/ 57.1 MM y los U12M a Mar19 en S/ 54.9 MM (vs. 2017: S/ 40.9 MM).

Por otro lado, el servicio de deuda de H2OImos ascendió a S/ 65.8 MM al cierre del 2018, de los cuales, S/ 50.6 MM corresponden a la amortización de la primera emisión del programa. Cabe precisar que la estructura cuenta con la acumulación de una cuenta de reserva destinada para cada pago *bullet* pactado (en octubre 2018 y octubre 2024); así, para el primer pago se recaudó, aproximadamente, S/ 42.0 MM, mientras que la compañía se encuentra constituyendo la cuenta de reserva *bullet* para el segundo pago de acuerdo al cronograma establecido (saldo de S/ 22.6 MM a marzo 2019).

El mayor flujo de caja libre y la constitución de la cuenta reserva que amortiguó el efecto del mayor servicio de deuda, refleja una mejora en el DSCR natural, el cual subió de 1.53x en el 2017 a 2.43x al cierre del 2018, ubicándose por encima de lo esperado por la Clasificadora (1.12x).

En la misma línea, el ratio EBITDA / gastos financieros ha logrado pasar de 1.0x a 1.9x entre el 2017 y 2018.

H2OImos: Evolución de coberturas

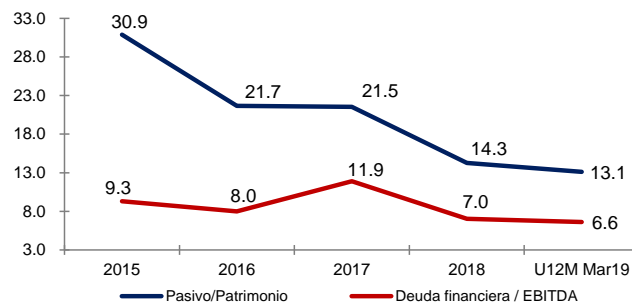


Fuente: H2OImos

Elaboración Propia

Asimismo, es importante mencionar la evolución del endeudamiento, el cual ha mejorado en línea con la reducción de la deuda financiera y la mayor generación del EBITDA. Así, el ratio de endeudamiento pasó de 11.9x en el 2017, a 6.6x al cierre de marzo 2019; mientras que el ratio pasivo/patrimonio ha pasado de 21.5x a 13.1x en el mismo periodo.

H2OImos: Evolución de endeudamiento



Fuente: H2OImos

Elaboración Propia

Cabe señalar que los holgados ratios de cobertura y la restricción del pago de dividendos hasta cancelar la primera emisión de bonos (Oct.2018) permitieron que la compañía acumulara una importante liquidez. A Mar-19, H2OImos cuenta con una caja acumulada de S/ 77.2 MM (Dic.18: S/ 68.6 MM), de los cuales, S/ 22.6 MM corresponden a cuentas de reserva *bullet* y S/ 32.2 MM son de libre disponibilidad. En dicha línea, el ratio de cobertura incluyendo el total de la caja (FCO + caja / SD) cubre en 3.6x el vencimiento corriente de la deuda, nivel superior al 1.5x del 2017. Además, los fondos de libre disponibilidad por S/ 32.2 MM al cierre de los U12M Mar-19 (S/ 37.4 MM a Dic18), permitiría soportar una desviación de 101% (117% al 2018) del Budget de O&M aprobado para el 2019.

La Clasificadora destaca la posición de la compañía de mantener una liquidez holgada, ya que le permite contar con una importante flexibilidad financiera, en un contexto donde la empresa no cuenta con acceso a líneas de financiamiento debido a los problemas en los que se encuentra inmerso su accionista, Odebrecht (*rating* RD por FitchRatings, enero

2019), por actos de corrupción (Caso Lava Jato). Así, la acumulación de caja en el 2017 le permitió cubrir temporalmente el fuerte impacto del fenómeno El Niño costero, medido en términos de desviación del O&M (+61% respecto 2016); si bien el seguro reconoció todo lo invertido en la reconstrucción, el reembolso no se dio en forma inmediata (la totalidad se terminó de desembolsar entre octubre y diciembre 2018).

Para el 2019, la Clasificadora espera que H2OImos cierre con un EBITDA de S/ 42.4 MM debido a que se espera un O&M ligeramente mayor, en línea con los proyectos que la compañía estima realizar este año. Adicionalmente, un mayor pago de impuestos presionaría el DSCR estimado a 1.74x.

Proyecciones Financieras

La revisión de los flujos se realizó con información financiera a Mar.19 y sobre la base del Presupuesto Anual 2019 y del Modelo Financiero Actualizado a Abr-19.

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 cambiaría ante una potencial venta de la compañía, se continúa trabajando con una posición conservadora.

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. Además, se considera que el seguro reintegra dichos gastos con un año de retraso.

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.

Bajo el escenario de *Breakeven*, las tierras ni el contrato de suministro de agua de los *off-takers* en *default* son re-

colocadas a potenciales nuevos usuarios, manteniéndose la caída durante toda la estructura. Ello a fin de sensibilizar los niveles de pérdida del portafolio que puede soportar la misma.

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 recolocar la dotación de agua entre otros *off-takers* y/o nuevos inversionistas.

Así pues, el uso de la carta fianza de los usuarios, las cuentas de reserva especiales y servicio de deuda (6 meses), y la caja acumulada, permite que el 24.7% de los *off-takers* entren en default permanente, nivel superior respecto a lo proyectado inicialmente, debido a la caja acumulada a la fecha y el menor saldo de la deuda.

Finalmente, la garantía parcial de la CAF provee liquidez adicional y absorbe un mayor nivel de pérdidas del *pool* de activos subyacentes, pasando de 24.7% a 30.5%; reduciendo la probabilidad de *default* de la estructura.

Comentarios	Default permanente off-taker	
	Actual	Inicial
DSRA + CF + CR (bullet & 6 meses) + GCP CAF + Caja acumulada	30.5%	28.6%
DSRA + CF + CR (bullet & 6 meses) + Caja acumulada	24.7%	20.0%

Fuente: H2OImos, A&A
Elaboración A&A

Así, en resumen, las garantías liquidas que tiene la estructura y el mecanismo de *cash sweep* en caso no alcance DSCR mínimo permiten que la estructura soporte una caída permanente de hasta el 30.5% de los ingresos derivado del default de los Usuarios.

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. Por lo anterior, la estructura soporta un mayor porcentaje de default de Usuarios.

En dicha línea, para el base case, la Clasificadora ha asumido un default del 17.2% de los *off-takers*, mientras que en rating case asume un default de 41.2%, porcentaje que cubre la totalidad de los *off-takers* con rating menor a “A”. En dichos escenarios se esperaría un DSCR promedio (mínimo) de 4.34x (1.91x) en el BC y 3.49x (1.26x) en el RC. Cabe notar

que el DSCR mínimo en ambos casos se da en el 2024, año en el que se da el SD pico.

Por su parte, el LLCR mínimo para el base case es de 1.55x y para el rating case es de 1.35x.

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

Elaboración Propia.

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

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

#	Usuarios	Grupo Económico	Has. Brutas	Has. Sembradas	%	Cultivo	Descripción
1	Agrolmos	Rodríguez Banda	14,138	10,750	37.1%	Caña de Azúcar y Crotalaria	Holding del negocio azucarero del Grupo Gloria. Inversión en Olmos: US\$330 MM.
2	Gloria S.A.	Rodríguez Banda	4,500	0	11.8%		Accionista mayoritario de Casagrande (29,383 Has.), Chiquitoy (3,200 Has.), Cartavio (11,000 Has.), Sintuco (1,414 Has.) y San Jacinto (12,337 Has.).
3	Chimu Agropecuaria S.A.	Ikeda	2,517	50	6.6%	Maíz	Parte del grupo San Fernando (ventas anuales: US\$850 MM).
4	Agrovisión Perú S.A.C.	Agro Vision Corp.*	2,022	841	5.3%	Uva, espárrago, palto y 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	Agrícola Pampa Baja S.A.C.	Paredes	1,100	304	2.9%	Palto, ají páprika, cebolla, ají guajillo y maíz	Cuenta con más de 1,200 Has., produce y exporta hortalizas (pimientos, cebollas, alcachofa, entre otros) y frutas (uvas, paltas, granada, mandarina).
6	AQP OLMOS S.A.C.	Mendoza del Solar	1,012	380	2.7%	Arándano y banano orgánico	-
7	Complejo Agroindustrial Beta S.A.	Matta Curotto	1,010	802	2.6%	Palto y arándano	Primer exportador de espárragos del Perú y segundo exportador de uvas. Presencia en los principales valles del Perú (Ventas anuales: US\$120 MM).
8	DanPer Agrícola Olmos S.A.C.	DanPer Trujillo	1,000	712	2.6%	Espárrago y uva	Joint Venture de capitales peruanos y daneses con 21 años de experiencia, con más de 6,000 hectáreas cultivadas en el Perú.
9	Inversiones Pirona S.A.C.	-	1,000	300	2.6%	Palto	-
10	Corporación Agrícola Olmos	Agrícola Chapi	1,000	200	2.6%	Espárrago, palto y uva	Corporación Agrícola Olmos. Inversión para los próximos años: US\$44 MM.
11	Inversiones Agrícolas Olmos I	Inmobiliari	1,000	900	2.6%	Palto	Segundo productor de palta del país (2,919 Has. sembradas, 1194 en Olmos)
12	Inversiones Lefkada S.A.C.	-	1,000	0	2.6%		-
13	Inversiones Agrícolas Olmos II	Inmobiliari	1,000	294	2.6%	Mango	Segundo productor de palta del país (2,919 Has. sembradas, 1194 en Olmos)
14	Inversiones Mosqueta S.A.C.	-	1,000	600	2.6%	Palto	-
15	Agrícola Alaya	El Parque (Chile)	1,000	600	2.6%	Palto	Posee más de 1,000 Has. plantadas de uvas de mesa y cítricos. Operaciones en USA, México y presencia en el Perú desde el 2012.
16	Inversiones Hefei S.A.C.	-	1,000	600	2.6%	Palto	-
17	Plantaciones del Sol S.A.C.	Ingleby	1,307	485	3.4%	Uva, arándano, palto y mandarina	Presencia en 11 países, en los cuales tiene más de 100 mil hectáreas sembradas. Dedicada a la producción de commodities de altos estándares.
18	HFE BERRIES S.A.C.	Hortifrut (Chile)*	506	380	1.3%	Arándano	Hortifrut es el líder mundial en la producción y venta de arándanos (2016: 13.3 MM de Kg.). Maneja operaciones en 6 países (Ventas anuales 2016: US\$430 MM)
19	Agroindustrias AIB S.A.	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston	500	213	1.3%	Maracuyá, limón sutil y espárrago	Empresa con amplia experiencia (desde 1987) y líder del sector agroindustrial. Exporta a más de 10 países, maneja más de 3,000 Has.
20	Agrícola Campo Noble	Agrisol (Chile)	524	298	1.4%	Maíz y caña de azúcar	Empresa con más de 40 años de trayectoria con más de 6,000 Has. de tierra agrícola.
Total			38,137	18,709	100.0%		

Fuente: H2Olmos

Elaboración: A&A



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: H2Olmos		
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 H2Olmos La Fiduciaria CAF BCP -> (Representante de Obligacionistas: CME)	Fiduciario La Fiduciaria	Fideicomisarios SBP -> (Agente de Garantías: CMG) H2Olmos
Acreedor Permitido Garantizado: CAF y Bonistas	Contrato Marco de Emisión (CME): H2Olmos - Representante de los Obligacionistas	
Contrato Marco de Garantías (CMG): CAF - Representante de los Obligacionistas - Agente de Garantías. Intervención: H2Olmos		
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: H2Olmos
Elaboración Propia.

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	5,023	4,151	9,174	10,444	10,444	0	11,625	11,625	4,996	4,996
2016	10,534	3,702	14,236	10,444	20,888	0	12,087	12,087	4,996	9,992
2017	11,215	3,119	14,334	10,444	31,332	0	12,480	12,480	4,996	14,989
2018	50,627	2,499	53,126	10,444	41,777	0	12,673	12,673	4,996	19,985
2019						11,957	12,727	24,685	4,996	24,981
2020						13,025	12,500	25,525	4,996	29,977
2021						14,202	12,231	26,434	4,996	34,973
2022						15,489	11,904	27,393	4,996	39,970
2023						16,896	11,510	28,406	4,996	44,966
2024						82,104	11,045	93,148	4,996	49,962
2025						20,096	7,751	27,847		
2026						21,943	7,057	29,000		
2027						23,975	6,267	30,242		
2028						26,201	5,365	31,565		
2029						28,626	4,339	32,965		
2030						27,036	3,244	30,280		
2031						29,541	2,124	31,665		
2032						32,285	861	33,146		

Fuente: H2OImos. Elaboración Propia.

Anexo 4

Sensibilidad y Escenarios de Estrés 2019-2032

[Rating case – Combined downside – Break-even stresses]

Análisis Financiero: Escenarios Claves A&A	DSCR 1		DSCR 2		DSCR 3		LLCR	PLCR
	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 90% de reembolso de seguro al año siguiente).	1.45	0.50	2.59	1.18	4.34	1.91	1.55	1.69
Rating Case: Default 41.2% de los off-takers cada 4 años, 20.6% recoloca en 3 años. Gastos operativos se incrementan en 6% (2020 - 2026) y 12% (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).	1.25	0.23	2.38	0.75	3.49	1.26	1.35	1.49

DSCR 1: FCF/DS

DSCR 2: (FCF + DSRA)/DS

DSCR 3: (FCF + DSRA + PG CAF)/DS

Fuente: H2OImos

Elaboración: A&A

Resumen Financiero - H2OImos

(Cifras en miles de S/.)

	U12M Mar19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Rentabilidad					
EBITDA ²	44,333	41,842	28,612	42,776	36,982
Mg. EBITDA	60.6%	57.5%	39.8%	61.4%	55.1%
EBITDA Ajustado ³	50,477	47,986	42,218	42,776	36,982
FCF / Ingresos	74.8%	78.3%	60.7%	86.3%	60.8%
Cobertura					
Cobertura de intereses del FFO	5.6	4.8	4.1	4.0	3.1
EBITDA / Gastos financieros	1.9	1.9	1.0	1.6	1.2
EBITDA / Servicio de deuda ⁴	1.2	1.2	0.4	1.1	0.8
Cobertura de cargos fijos del FFO	3.4	3.6	2.7	2.7	2.1
FCO neto / Servicio de deuda	1.5	1.6	0.5	1.5	0.9
(FCO neto + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	3.6	3.5	1.5	3.0	1.6
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda financiera total / EBITDA	6.6	7.0	11.9	8.0	9.3
Deuda financiera neta / EBITDA	4.9	5.4	9.2	6.5	8.5
Deuda financiera total / Capitalización	87.2%	88.1%	92.1%	92.0%	94.1%
Costo de financiamiento estimado	7.8%	6.8%	8.0%	8.0%	8.7%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	4.7%	4.7%	15.4%	3.8%	4.1%
Pasivo / Patrimonio	13.1	14.3	21.5	21.7	30.9
Balance					
Activos totales	605,357	608,640	660,030	678,768	691,760
Caja e inversiones corrientes	77,180	68,574	77,267	63,432	29,476
Deuda financiera Corto Plazo	13,876	13,805	52,269	13,074	14,022
Deuda financiera Largo Plazo	279,089	280,482	288,190	329,176	329,703
Deuda financiera total	292,965	294,287	340,459	342,250	343,725
Patrimonio Total	42,866	39,855	29,306	29,956	21,700
Capitalización	335,831	334,143	369,765	372,206	365,425
Flujo de caja					
Flujo generado por las operaciones (FFO)	54,700	57,326	47,578	46,774	33,045
Variación de capital de trabajo	2,467	2,513	-3,122	13,769	8,254
Flujo de caja operativo (FCO)	57,166	59,839	44,455	60,543	41,299
Actividades de inversión	-2,439	-2,907	-816	-394	-487
Flujo de caja operativo neto	54,727	56,932	43,640	60,148	40,812
Ventas de activo fijo	0	1	14	36	0
Otras inversiones, neto	174	174	-2,734	473	417
Variación neta de deuda	-50,148	-50,629	-11,342	-10,711	-8,698
Variación neta de capital	0	0	0	0	0
Otros financiamientos, netos	-11,790	-15,171	-15,742	-15,991	-15,769
Otros ajustes	15,644	0	0	0	0
Variación de caja	8,606	-8,693	13,835	33,956	16,762
Resultados					
Ingresos ¹	73,119	72,718	71,870	69,700	67,176
Variación de Ventas	0.6%	1.2%	3.1%	3.8%	
Utilidad operativa (EBIT)	13,755	11,294	-1,737	12,562	6,802
Gastos financieros	22,822	21,637	27,306	27,456	30,459
Resultado neto	11,219	10,550	-650	8,256	-2,192

¹ Ingresos = 9,032 m³/ha.neta/año * 38,000 Has. * Tarifa ajustada. No incluyen anticipos recibidos (US\$ M M ; 2018: 16.1, 2017: 16.1, 2016: 16.1, 2015: 24.9)

² 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.

³ EBITDA Ajustado = EBITDA + Ingresos por reclamaciones al seguro

⁴ Servicio de deuda = Gastos Fin. + Deuda Corto Plazo

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
Erlon Arfelli	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
José Salinas Saavedra	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.