

H2OImos S.A. – Notas Garantizadas

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 Set-20 fue S/ 283.7 MM (incluye S/ 54.5 MM de VAC devengado, Dic-19: S/ 288.8 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 Set-20: S/ 75.4 MM, 2019: S/ 74.4 MM y promedio 2018-2015: S/ 70.5 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 junio 2020, 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)).

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 Set-20, los *off-takers* han invertido más de US\$330 MM y a Nov-20 han sembrado cerca del 62% de las Has. netas), mitigan el riesgo de incumplimiento del *off-taker*.

Garantía Parcial CAF (AA-): Garantiza el menor entre el 30% del saldo de los bonos 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 otorgan un colchón ante la potencial caída de los ingresos por el posible *default* de algún usuario.

Al cierre del año móvil a setiembre 2020, el EBITDA mostró un nivel similar respecto al 2019 (+0.3%), toda vez que el avance de los ingresos fue mitigado por los mayores gastos. En dicho contexto, el DSCR natural calculado por A&A fue de 2.20x, ubicándose en un menor nivel con respecto al ratio registrado en el 2019 (2.48x) (2018: 2.43x, 2017: 1.53x y 2016: 2.30x), no obstante, la Clasificadora considera este rango holgado. Así, los holgados ratios de cobertura, la restricción del pago de dividendos hasta cancelar la primera emisión de bonos (Oct. 2018), y el acotado reparto de dividendos a la fecha, permitieron a la empresa acumular caja y contar con

Ratings	Actual	Anterior
Bonos Corporativos	AA (pe)	AA (pe)

Con información financiera no auditada a Set-20.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 30/11/2020 y 01/07/2020.

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 Perú 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.

Metodologías Aplicadas

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

Analistas

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

Johanna Izquierdo
johanna.izquierdo@aai.com.pe

T. (511) 444 5588

holgados niveles de liquidez. Así, a Set-20 (Dic-19), H2OImos cuenta con una caja acumulada de S/ 114.0 MM (S/ 100.2 MM), de los cuales, S/ 33.5 MM (Dic19: S/ 29.8 MM) constituyen fondos restringidos y corresponden, principalmente, a cuentas de reserva *bullet*. En tal sentido, los fondos de libre disponibilidad a Set20 ascendieron a S/ 73.0 MM (S/ 52.5 MM a dic-19), lo cual le otorga un buffer importante de liquidez para cubrir potenciales desviaciones de costos (representando más del 100% del Budget aprobado para el 2020) y/o *default* de los *offtakers*.

La Clasificadora considera que la liquidez holgada 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, julio 2020), por actos de corrupción (Caso Lava Jato). Por ejemplo, pese a las importantes desviaciones de O&M en el 2017 (+60.7% respecto 2016) debido al fenómeno El Niño costero (FENC), la empresa pudo cumplir con todos sus compromisos financieros además de realizar las inversiones necesarias para reparar los daños causados por el FEN.

En un escenario base, Apoyo & Asociados espera un DSCR natural promedio de 1.37x (2020-2032) con un mínimo de 0.50x (2024) en el segundo año pico de SD; el cual se incrementa a 1.03x si se incluye solo la cuenta de reserva *bullet*. Por su parte, el LLCR (*long life coverage ratio* por sus siglas en inglés) mínimo asciende a 1.51x. En el *rating case*, se espera que la cobertura natural promedio ascienda a 1.15x con un mínimo de 0.22x en el 2024, el cual sube a 1.35x si se incluyen todas las garantías (cuentas de reserva *bullet*, servicio de deuda y garantía CAF); además, se proyecta un LLCR mínimo de 1.30x.

Ventajas competitivas del sector agrícola: La ventajosa ubicación geográfica de Olmos tiene características propicias para el desarrollo agroindustrial (clima, puerto, etc.), lo que contempla 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.

Impacto del entorno económico adverso mitigado por las características de la estructura: El coronavirus viene impactando fuertemente el crecimiento económico del Perú y el mundo en el 2020, debido a la reducción de la producción mundial. No obstante, el abastecimiento de agua ha continuado operando con normalidad. Asimismo, A&A considera que dada la naturaleza del proyecto (pago por disponibilidad) y la importancia del servicio básico brindado por H2OImos para la operación de los *Off-takers*, sumado al bajo costo del mismo, la potencial ejecución de las tierras otorgadas en hipoteca, la desvalorización acelerada de la tierra en caso se interrumpa el suministro de agua; y, la posibilidad de perder la garantía de un año de servicio, representan altos incentivos para que los clientes continúen cumpliendo con el pago del servicio, tal y como lo vienen haciendo hasta la fecha. Así, la Clasificadora no ha observado, ni espera un efecto negativo en los ingresos de H2OImos a raíz del COVID-19.

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

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

Reparto de Dividendos

En JGA del 01 de abril del 2019 se acordó la distribución de dividendos por S/ 3.5 MM correspondientes al ejercicio 2018, la cual se llevó a cabo en el 2020 para uno de los accionistas.

Además, en JGA del 13 de julio del 2020 se acordó la distribución de dividendos por S/ 8.7 MM correspondientes al ejercicio 2019, pago que se mantiene pendiente de pago.

Cabe resaltar que, Apoyo y Asociados considera que dichos pagos no tienen un impacto material en la caja acumulada actual de la compañía.

Cambio de usuarios

Durante el 2020 se realizaron dos cambios en el pool de off-takers de H2OImos:

1. El 26 de octubre, Chimú Agropecuaria S.A. realizó la venta del lote A9 (1,000 hectáreas) a Agrovisión Perú S.A.C.
2. El 01 de octubre, Inversiones Agrícola Olmos II S.A.C. adquirió el lote A3 como consecuencia de la entrada en vigencia de la fusión por absorción sobre Inversiones Agrícola Olmos S.A.C. Cabe resaltar que, ambas compañías pertenecen al mismo grupo económico.

La Clasificadora considera que ambos cambios no generan un impacto significativo en la ponderación del rating de off-takers, el cual será detallado en el informe.

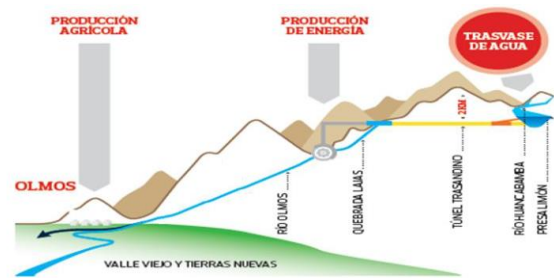
Descripción y Análisis del Proyecto

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.

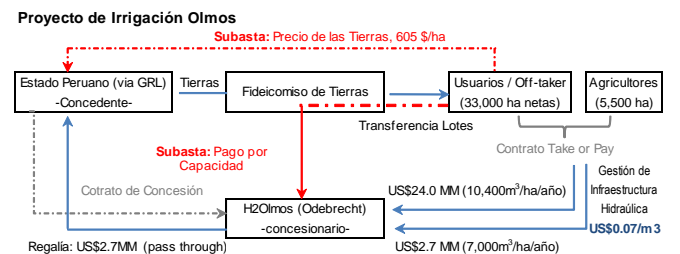
El Proyecto es parte del Proyecto Integral Olmos, el cual comprende tres fases: i) **Fase 1:** Traspase de Agua, cuya operación inició en Ago12; ii) **Fase 2:** Generación hidroeléctrica 850 GWh/año (licitado a Sinersa); y, iii) **Fase 3:** Infraestructura de riego y puesta en valor de 38,000 ha. de tierras eriazas y mejoramiento de 5,500 ha. de tierras en Olmos, Proyecto en cuestión, cuya operación inició en Nov.14.



Fuente: H2OImos

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.

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*.



Fuente: H2OImos. Elaboración propia.

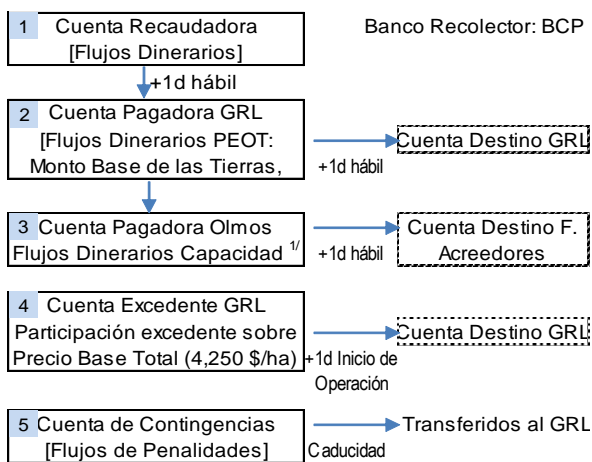
Principales participantes del Proyecto:

- Gobierno Regional de Lambayeque (GRL)
- H2OImos S.A.
- Proyectos Especial Olmos-Tinajones (PEOT)
- Ministerio de Agricultura
- Autoridad Nacional del Agua (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.

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). Es importante precisar que, el encargado de realizar dicha medición es el GRL; sin embargo, no se cuenta con información a la fecha. A Nov-20, un 62% de las hectáreas netas (23,519) 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.

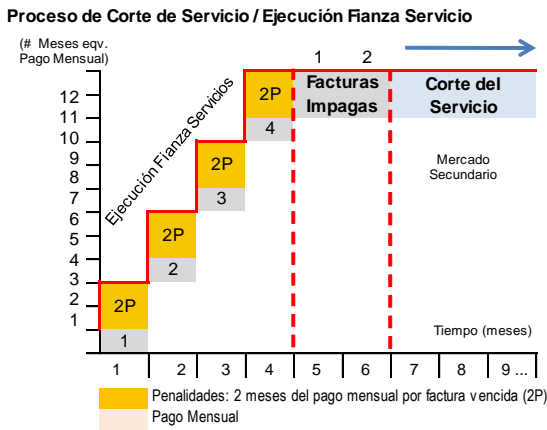
El contrato de servicio se firmó, en simultáneo con el contrato de compraventa de tierras, por un plazo igual al periodo de operación.

Así, el riesgo de ingreso (volumen-tarifa) 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/ 75.4 MM en los U12M a Set-20 (S/ 74.4 MM en el 2019 vs. 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).

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



Fuente: Contrato de Servicio. Elaboración propia.

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, según lo establecido en el Contrato de Concesión (CC), 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%.

Cabe resaltar que, CNO ha admitido haber cometido actos de corrupción en varios proyectos, por lo que viene siendo investigado por la justicia peruana.

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 peruana. 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 30737². Dicho acuerdo fue homologado el 17 de junio del 2019, no obstante, hasta la fecha de emitido el presente informe, se encuentra pendiente que H2OImos sea excluido de la relación de empresas comprendidas bajo los alcances de la Ley 30737.

Cabe mencionar que a raíz de la venta del Proyecto Chaglla, CNO pagó la primera cuota de la reparación civil, luego que se hiciera efectiva la homologación del Acuerdo y la Administración Tributaria SUNAT hiciera el cobro de la totalidad de la deuda tributaria exigible del Grupo Económico Odebrecht, a dicha fecha, siguiendo los lineamientos de la Ley 30737.

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 bocatomas (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

² Ley promulgada por el Estado peruano en marzo 2018 a fin de garantizar el pago de la reparación civil por actos de corrupción y 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. Esta establece, principalmente: i) retenciones

sobre pagos del Estado peruano que reciban las empresas comprendidas bajo los alcances de la Ley; 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.

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 II³, 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.).

A la fecha, H2OImos ha venido realizando la operación y mantenimiento de la infraestructura según el Manual de Operación y Mantenimiento (MOM) aprobado por el Concedente, el cual es revisado cada dos años, cumpliendo lo exigido por el mismo.

Cabe comentar que, 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. Sin embargo, la empresa atendió oportunamente los trabajos de recuperación del sistema, lo que sumado a una serie de obras de mantenimiento y

mejoras, han permitido la continuidad de operación del proyecto.

Respecto a los costos operativos, para el 2020 se presentó un Budget de Operación y Mantenimiento de S/ 32.6 MM, retomando el nivel promedio proyectado por la Clasificadora para el periodo 2020-2032 (S/ 32.0 MM).

No obstante, el gasto por O&M al cierre de los U12M a Set-20 fue de S/ 27.6 MM, menor comparado a lo presupuestado, debido a la realización de menores trabajos de mantenimiento a raíz de la inmovilización decretada por el gobierno para mitigar la propagación de la pandemia. No obstante, la compañía espera cerrar el año con un O&M de S/ 31.6 MM, toda vez que planea ejecutar proyectos en el último trimestre del año.

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

³ 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.

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 noviembre 2020, entre los principales cultivos se encontraban: caña de azúcar, arándano, y palto; dichos productos representan el 84% de hectáreas sembradas.

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 a la 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 (riesgo de que el agua no esté disponible en cantidades suficientes) es asumido por el off-taker, por lo que cualquier déficit hídrico 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 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*: pago por disponibilidad). 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-taker⁴ (*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 agua⁵) 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 Jun-20) se encuentra diversificado en 19 usuarios, de los cuales los top-5 explican el 66% 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 Set-20) 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

⁴ WARF. Estas probabilidades se obtienen de datos históricos (diez años) sobre defaults registrados en cada nivel de calificación.

⁵ 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.

perder un año de carta fianza, y la inversión realizada en la compra y desarrollo de las tierras.

A setiembre 2020, el rating asignado por A&A al portafolio de *off-takers* es de BBB(pe), calidad crediticia que se mantuvo respecto a la última revisión (junio 2020). No obstante, este aún se mantiene por debajo del rating otorgado inicialmente (BBB+(pe)); además, la distribución de la misma es diferente. Mientras que, a octubre 2012, un 71.4% estaba clasificado en el rango de los AAA y AA, este número baja drásticamente a 11.8% en la última revisión.

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	Oct-12	May-19	Jun-20	Nov-20
AAA	0.19	30.3%	11.8%	11.8%	11.8%
AA	0.64	41.1%	0.0%	0.0%	0.0%
A	1.58	5.9%	47.1%	48.4%	46.4%
BBB	4.54	13.2%	17.7%	24.0%	26.1%
BB	17.43	3.3%	19.9%	15.8%	15.8%
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%	0.0%	0.0%
WARF		2.5951	5.1997	4.6419	4.6861
Rating		BBB+(pe)	BBB-(pe)	BBB(pe)	BBB(pe)

Fuente: H2OImos. Elaboración: A&A.

Como se puede observar en la tabla, hay un ligero cambio en la ponderación calculada (WARF) toda vez que Agrovisión Perú S.A.C. adquirió un lote (de 1,000 hectáreas) que pertenecía a Chimú Agropecuaria. A su vez, Agrícola Olmos S.A.C. adquirió el lote A3 de Agrícola Olmos II; no obstante, esta última acción no tiene impacto en la medición del ponderador, toda vez que ambas pertenecen al mismo grupo económico.

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 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 Jun-20 sólo el principal *off-taker* ha invertido más de US\$330 MM y cerca del 60% 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 Set-20, el consumo real de agua de los usuarios fue 95.8% del contratado (84.0% a Dic-19 vs. 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 Set-20 (Dic-19) acumuló una inflación de 22.3% (20.6%), siendo la tarifa actualizada 0.2215 S/ /m³ (0.2183 S/ /m³ a Dic-19 vs. 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: H2OImos

Elaboración propia.

El Primer Programa de Bonos Corporativos (hasta por un monto cercano a S/ 330.24 MM) se colocó en el mercado

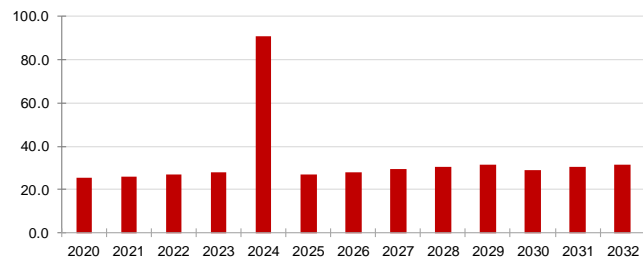
local (R.O.P.P.I.A.) el 24.10.12 (fecha de emisión: 25.10.12), en dos emisiones en soles y la demanda por los mismos superó la oferta en 2.26-2.75x. La primera emisión venció en Oct.18, mientras que la segunda emisión vence en Oct.32, y se amortiza trimestralmente. A set-20 el saldo de los bonos ascendió a S/ 283.7 MM, monto que incluye S/ 54.5 MM de VAC devengado (dic-19: S/ 288.8 y 52.2 MM, respectivamente).

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: H2OImos
 Elaboración: A&A

Entre el 2020-2032, el servicio de deuda anual promedio asciende a S/ 33.5 MM con un pico en el 2024 por S/ 91.1 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 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 AVLA Seguros por S/ 13.0 MM a setiembre 2020); 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 (A+ con Outlook negativo por FitchRatings, enero 2020) 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.

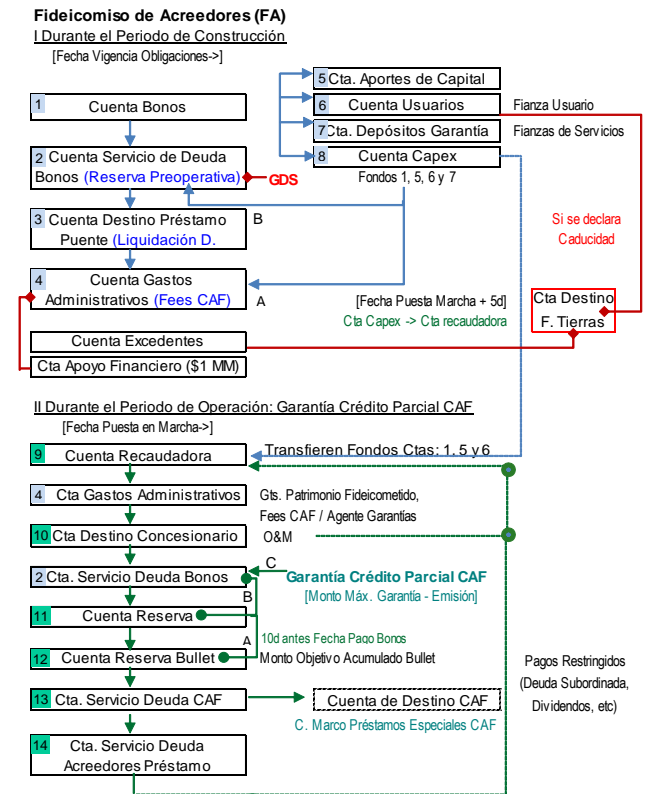
Lo anterior debido a que un incumplimiento en el pago de la compensación económica no genera cross-default con la deuda soberana. El pago de dicha obligación contractual derivada del contrato de concesión no es incondicional, irrevocable y de realización automática. Así, la Clasificadora destaca que 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 cuadro siguiente detalla la asignación 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 2020 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 de AAA (pe) otorgado por Apoyo & Asociados, ratificado en setiembre 2020. Por su parte, a setiembre 2020, La Fiduciaria registró activos por S/ 19.8 MM (S/ 25.0 MM a dic. 2019), pasivos por S/ 4.9 MM (S/ 6.7 MM a fines del 2019) y un patrimonio neto de S/ 14.9 MM (S/ 18.2 MM al cierre de diciembre 2019). Asimismo, durante los últimos 12 meses al cierre de setiembre 2020 tuvo una utilidad neta de S/ 13.9 MM (S/ 14.0 MM a dic. 2019).

Resguardos:

La concesionaria no podrá pagar dividendos hasta el vencimiento de la primera emisión, y sujeto al cumplimiento

de nivel mínimo de cobertura (DSCR), sin incluir *bullets*, de 1.5x.

Así mismo, se establece una aceleración de los bonos en caso el DSCR \leq 1.25x y el LLCR \leq 1.3x.

Al cierre de Set-20, la empresa reportó un DSCR de 2.26x y un LLCR de 2.11x, ambos muy por encima de los mínimos exigidos (2019: 2.30x y 2.12x; 2018: 2.30x y 2.18x; 2017: 1.84x y 1.95; y 2016: 2.01 y 2.05x, respectivamente).

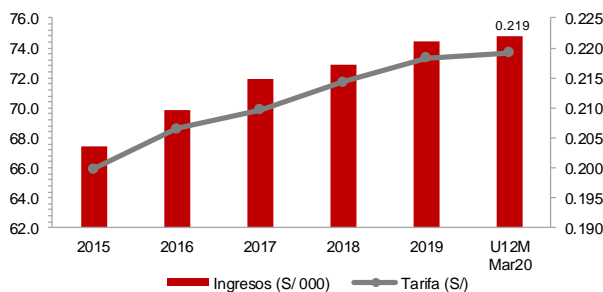
Desempeño Histórico

H2OImos mantiene contratos Take or Pay a largo plazo por el 100% de su oferta 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).

Al cierre del 2019, el reajuste de la tarifa (vs. 2018) fue de 1.9%, en línea con la inflación, lo que permitió que la facturación se incremente, pasando de S/ 72.8 MM al cierre del 2018, a S/ 74.4 MM al cierre del 2019.

Además, durante los últimos 12 meses a setiembre 2020 se registró un ajuste positivo de las tarifas (dic19: 0.2183 S/ /m³ vs. set20: 0.2215 S/ /m³), lo que continuó impulsando los ingresos de H2OImos a S/ 75.4 MM.

Evolución ingresos y tarifa H2OImos



Fuente: H2OImos. Elaboración propia.

Por su parte, los gastos por O&M de los U12M a set-20 mostraron un avance de 3.3% respecto al 2019, registrando un nivel de S/ 27.6 MM. La diferencia se explica, toda vez que en el 2019 se requirieron menores trabajos en mantenimiento de caminos; además, desde el 2020 se reportó mayores gastos corporativos, que anteriormente eran asumidos por la casa matriz, pero que ahora se viene facturando a cada subsidiaria por los servicios prestados. Cabe resaltar que, H2OImos espera cerrar el 2020 con un O&M de S/ 31.6 MM ante el desarrollo de trabajos de mantenimiento en el último trimestre del año.

En dicho escenario, el EBITDA de la compañía ascendió a S/ 47.8 MM durante los U12M a Set-20, nivel similar al resultado registrado en el 2019 (S/ 47.7 MM).

Es importante precisar que, en los últimos años se observa una mayor eficiencia operativa del proyecto. Aislado el 2017 por el efecto de El Niño costero, el gasto por concepto de O&M (neto de depreciación y amortización) respecto a los ingresos fue de 38.5% en el 2016, dato que se reduce a 36.6% al cierre de los U12M a Set20.

Por otro lado, los gastos financieros de H2OImos registraron un nivel de S/ 20.0 MM al cierre de los últimos 12 meses a setiembre 2020, cifra menor al 2019 (S/ 21.3 MM), ante el menor ajuste por VAC (U12M Set20: S/ 4.9 vs. 2019: S/ 6.0 MM).

Adicionalmente, durante los últimos 12 meses a setiembre 2020, la compañía se benefició contablemente por una diferencia en cambio de S/ 1.3 MM; efecto mayor comparado con el 2019 (S/ 0.6 MM).

En resumen, los mayores ingresos registrados en los U12M Set20, así como la ganancia por diferencia de tipo de cambio impulsaron la utilidad neta contable de la compañía, cerrando el año móvil con una utilidad neta de S/ 10.7 MM; mayor comparado con el 2019 (S/ 9.7 MM).

Análisis de flujo de caja y ratios financieros

Los mayores ingresos y los menores gastos impulsaron el EBITDA de H2OImos al cierre de los U12M a Set-20 (vs. 2019).

Desempeño Financiero H2OImos

US\$ 000	2015	2016	2017	2018	2019	U12M Set20
Ingresos ¹	67,405	69,892	71,962	72,860	74,435	75,435
O&M ²	-30,194	-26,924	-43,258	-30,875	-26,734	-27,609
EBITDA	37,211	42,967	28,704	41,985	47,701	47,826
Margen EBITDA %	55.2%	61.5%	39.9%	57.6%	64.1%	63.4%
Reclamaciones seguro	0	8,614	13,606	6,144	0	0
EBITDA ajustado	37,211	51,582	42,310	48,129	47,701	47,826
Δ Capital de trabajo	-7,357	3,363	-1,073	1,219	-1,395	-743
Otros ajustes ³	-3,269	12,324	1,072	12,929	8,063	2,865
Flujo de caja operativo (CFO)	41,299	60,543	44,455	59,839	57,159	51,434
Capex	-70	115	-3,536	-2,732	-847	-931
Flujo de Caja Libre (FCF)	41,229	60,658	40,919	57,107	56,312	50,503
Deuda Financiera Senior (DFS)	343,074	341,978	340,458	294,287	288,836	283,688
Servicio DFS	20,799	26,323	26,814	65,799	22,684	22,940
Cuenta reserva bullet 1 y 2	15,440	30,880	46,322	62,285	26,276	29,980
DSCR Natural	1.98	2.30	1.53	2.43	2.48	2.20
DSCR Covenant	2.17	2.01	1.84	2.30	2.30	2.26
LLCR Covenant	2.15	2.05	1.95	2.18	2.12	2.11
DFS / EBITDA	9.22	7.96	11.86	7.01	6.06	5.93
Garantía Parcial CAF	66,048	66,048	66,048	66,048	66,048	66,048
GP / SD	3.18	2.51	2.46	2.81	2.91	2.88

¹ Ingresos no incluyen anticipos recibidos (US\$ MM; U12M Mar20 - 2016: 15.3, 2015: 24.9).

² O&M no incluye depreciación & amortización.

³ Otros ajustes: Incluye variación en la cuenta impuestos por recuperar.

Fuente: H2OImos. Elaboración A&A.

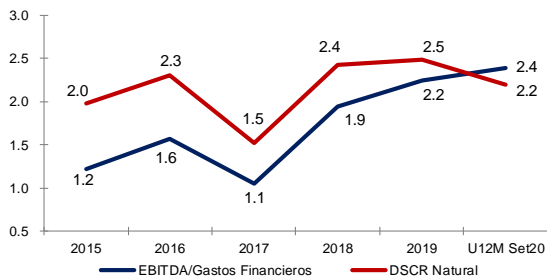
Sin embargo, el mayor pago de impuestos, y la necesidad de capital de trabajo y capex generó un flujo de caja libre menor respecto al 2019, cerrando los U12M a Set20 en S/ 50.5 MM (vs. 2019: S/ 56.3 MM).

Por otro lado, el servicio de deuda de H2OImos ascendió a S/ 22.9 MM al cierre de los U12M a Set20, similar a lo registrado en el 2019 (S/ 22.7 MM).

Cabe precisar que la estructura cuenta con la acumulación de una cuenta de reserva destinada para cada pago *bullet* (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 en el 2024 (saldo de S/ 30.0 MM a setiembre 2020).

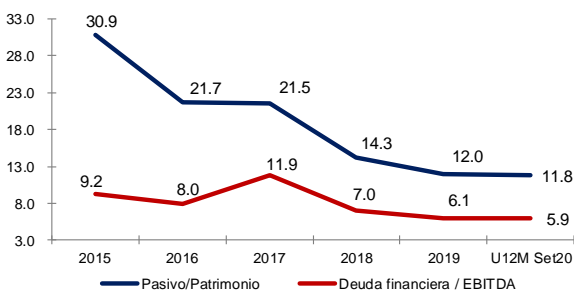
Dado un nivel similar del SD, pero un menor FCF, se observa un deterioro en el DSCR natural, el cual bajó de 2.5x en el 2019 a 2.2x al cierre de los U12M a setiembre 2020. Es importante resaltar que, pese a la reducción, este se sigue manteniendo en un nivel considerado holgado por la Clasificadora.

Por su parte, el ratio EBITDA/gastos financieros ha logrado pasar de 2.2x en el 2019 a 2.4x al cierre del año móvil a setiembre 2020.

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 6.1x en el 2019, a 5.9x al cierre de los U12M a Set20; mientras que el ratio pasivo/patrimonio ha pasado de 14.3x a 11.8x en el mismo periodo.

H2OImos: Evolución de endeudamiento


Fuente: H2OImos. Elaboración Propia.

Cabe señalar que los holgados ratios de cobertura, la restricción del pago de dividendos hasta cancelar la primera emisión de bonos (Oct.2018), y el acotado reparto de dividendos a la fecha, permitieron que la compañía

acumulara una importante liquidez. A Set-20 (y Dic-19), H2OImos cuenta con una caja acumulada de S/ 114.0 MM (S/ 100.2 MM), de los cuales, S/ 33.5 MM (S/ 29.7 MM a dic-19) corresponden a la cuenta de reserva *bullet*, S/ 3.5 MM (S/ 3.5 MM a dic-19) a la cuenta de acumulación de servicio de deuda, y S/ 73.0 MM (S/ 52.5 MM a Dic19) son de libre disponibilidad. En dicha línea, el ratio de cobertura incluyendo el total de la caja (FCO + caja / SD) cubre en 4.7x el vencimiento corriente de la deuda, nivel superior al 4.4x del 2019. Además, los fondos de libre disponibilidad por S/ 73.0 MM al cierre de los U12M Set-20 (S/ 52.5 MM a Dic19), cubre una desviación de 151.3% (72.5% al 2019) el Budget de O&M aprobado para el 2020.

Cabe resaltar que, en JGA del 01 de abril del 2019 se acordó la distribución de dividendos por S/ 3.5 MM correspondientes al ejercicio 2018, la cual se materializó en el 2020 para uno de los accionistas. Además, en JGA del 13 de julio del 2020 se acordó la distribución de dividendos por S/ 8.7 MM correspondientes al ejercicio 2019, pago que se mantiene pendiente de pago. Es importante comentar que, Apoyo y Asociados considera que dichos pagos no tienen un impacto material en la caja acumulada actual de la compañía.

La Clasificadora considera que la liquidez holgada que presenta H2OImos le otorga 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, julio 2020), por actos de corrupción (Caso Lava Jato). Así, por ejemplo, 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 2020, la Clasificadora espera que H2OImos cierre con un EBITDA de S/ 43.0 MM debido a que se espera un O&M ligeramente mayor, en línea con el Budget de la compañía para este año. En dicho contexto, el DSCR estimado por la Clasificadora es de 1.73x.

Perspectivas económicas para el 2020

Desde marzo 2020 el entorno económico local y mundial cambió drásticamente a raíz de la crisis que viene generando el COVID-19 a nivel mundial. De un crecimiento económico global y local esperado de 2.5% y 2.7%, respectivamente, pasamos a un escenario de recesión global con una caída mundial estimada de -5.6%, según FMI,

y local de -13%, con sesgo a la baja según los estimados de Apoyo Consultoría.

Como parte de las medidas de prevención y para evitar la propagación del virus, diversos países paralizaron las actividades económicas y la movilización de la población, manteniendo estas a menores niveles, respecto al 2019, a lo largo del año.

No obstante, las empresas operadoras de infraestructura hidráulica menor para el abastecimiento de agua para riego se encuentran exceptuadas del régimen de emergencia decretado.

En dicho contexto, H2OImos ha continuado realizando sus actividades de operación y mantenimiento con normalidad, a fin de asegurar la prestación continua del servicio. En la misma línea, los off-takers han continuado operando sin interrupción, y han realizado los pagos a H2OImos con normalidad.

Apoyo & Asociados considera que, la importancia del servicio básico brindado por H2OImos para la operación de los Off-takers, sumado al bajo costo del mismo, la potencial ejecución de las tierras otorgadas en hipoteca, la desvalorización acelerada de la tierra en caso se interrumpa el suministro de agua, y, la posibilidad de perder la carta fianza por el servicio de un año, representan altos incentivos para que los clientes continúen cumpliendo con el pago del servicio, tal y como lo vienen haciendo hasta la fecha. Así, la Clasificadora no ha observado, ni prevé un impacto económico material en la generación de H2OImos a raíz del contexto actual de la economía.

Finalmente, H2OImos ha implementado medidas internas (como control diario del personal, trabajo remoto para el personal de oficinas, variación en el calendario de trabajo del personal en campamento, entre otros) que permiten mantener la operación de manera exitosa priorizando la seguridad del personal.

Proyecciones Financieras

La revisión de los flujos se realizó con información financiera a Set-20, sobre la base del Presupuesto Anual 2020 y del Modelo Financiero Actualizado a Oct-20.

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 el año en el 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 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, las cuentas de reserva especiales y servicio de deuda (6 meses), y la caja acumulada, permite que el 26.2% 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 26.2% a 31.3%, reduciendo la probabilidad de *default* de la estructura.

Set-20	Default permanente off-taker	
	Actual	Inicial
DSRA + CF + CR (<i>bullet</i> & 6meses) + GCP CAF + Caja acumulada	31.3%	28.6%
DSRA + CF + CR (<i>bullet</i> & 6meses) + Caja acumulada	26.2%	20.0%

Fuente: H2OImos, A&A Elaboración A&A

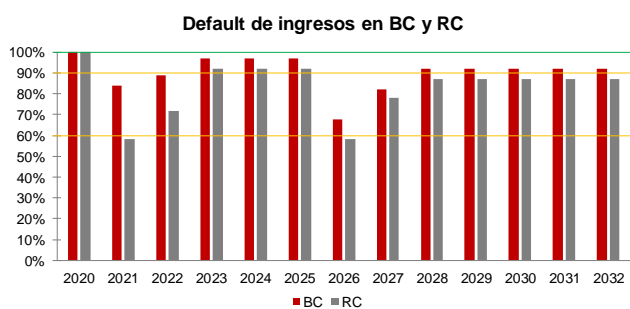
Así, en resumen, las garantías líquidas que tiene la estructura y el mecanismo de *cash sweep* en caso no alcance DSCR mínimo permiten que la estructura soporte una caída permanente de hasta el 31.3% de los ingresos derivado del default de los Usuarios.

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* no solo 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 20% de los *off-takers*, mientras que en rating case asume un default de 42% (porcentaje que cubre la totalidad de los *off-takers* con rating menor a "A") en los años 2021 y 2026. Además, en ambos casos se considera una recuperación del 30% al año siguiente (respecto al nivel estresado) y de un 80% durante el resto de la concesión (respecto al nivel estresado). A continuación, un gráfico de la evolución del default y la recuperación de los *Off-takers* en los escenarios base y estrés:



En un escenario base, Apoyo & Asociados espera un DSCR natural promedio de 1.37x (2020-2032) con un mínimo de 0.50x en el 2024, segundo año pico de SD; el cual se incrementa a 1.03x si se incluye solo la cuenta de reserva bullet. Por su parte, el LLCR (*long life coverage ratio* por sus siglas en inglés) mínimo asciende a 1.51x. En el rating case, se espera que la cobertura natural promedio ascienda a 1.15x con un mínimo en el 2024 de 1.35x si se incluyen todas las garantías (cuentas de reserva bullet + SD + GP CAF); además, se proyecta un LLCR mínimo de 1.30x.

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 –
 Noviembre 2020**

#	Usuarios	Grupo Económico	Has. Brutas	Has. Sembradas	%	Cultivo	Descripción
1	AgrOlmos	Rodriguez Banda	14,138	11,452	37.1%	Caña de Azúcar y Cultivos alternativos.	Holding del negocio azucarero del Grupo Gloria. Inversión en Olmos: US\$330 MM.
2	Gloria S.A.	Rodriguez 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.	lkeda	1,517	816	4.0%	Limón y maíz.	Parte del grupo San Fernando (ventas 2018: US\$850 MM).
4	Agrovisión Perú S.A.C.	Agro Vision Corp.	3,022	1,985	7.9%	Uva, espárrago, palto, arándano, imón y maíz.	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 2018: US\$175 MM.
5	Plantaciones del Sol S.A.C.	Ingleby	1,307	762	3.4%	Arándano, palto y uva de mesa.	Presencia en 11 países, en los cuales tiene más de 100 mil hectáreas sembradas. Dedicada a la producción de commodities de altos estándares.
6	Agrícola Pampa Baja S.A.C.	Paredes	1,100	930	2.9%	Palto.	Cuenta con más de 1,200 Has., produce y exporta hortalizas (pimientos, cebollas, alcachofa, entre otros) y frutas (uvas, paltas, granada, mandarina).
7	AQP OLMOS S.A.C.	Mendoza del Solar	1,012	291	2.7%	Alfalfa, arándano, banano orgánico, espárrago, granada, maíz y palto.	-
8	Completo Agroindustrial Beta S.A.	Matta Curotto	1,010	802	2.6%	Arándano, palto y uva de mesa.	Primer exportador de espárragos del Perú y segundo exportador de uvas. Presencia en los principales valles del Perú (Ventas 2018: US\$120 MM.).
9	Inversiones Agrícolas Olmos II	Ingroup	2,000	1,780	5.2%	Palto	Segundo productor de palta del país (2,919 Has. sembradas, 1,194 en Olmos)
10	DanPer Agrícola Olmos S.A.C.	DanPer Trujillo	1,000	828	2.6%	Espárrago y palto.	Joint Venture de capitales peruanos y daneses con 21 años de experiencia, con más de 6,000 hectáreas cultivadas en el Perú.
11	Inversiones Mosqueta S.A.C.	-	1,000	600	2.6%	Palto	Corporación uruguaya, que inició sus operaciones en el 2011, su principal rubro de negocios es la producción y exportación de paprika, paltas, uva, granada y mandarina.
12	Agrícola Alaya	El Parque (Chile)	1,000	700	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.
13	Inversiones Hefei S.A.C.	-	1,000	600	2.6%	Palto	Corporación uruguaya, que inició sus operaciones en el 2011, su principal rubro de negocios es la producción y exportación de paprika, paltas, uva, granada y mandarina.
14	Inversiones Pirona S.A.C.	-	1,000	435	2.6%	Palto	Corporación uruguaya, que inició sus operaciones en el 2011, su principal rubro de negocios es la producción y exportación de paprika, paltas, uva, granada y mandarina.
15	Corporación Agrícola Olmos S.A.	Agrícola Chapi	1,000	356	2.6%	Espárrago, palto y uva	Corporación Agrícola Olmos. Inversión para los próximos años: US\$44 MM.
16	Inversiones Lefkada S.A.C.	-	1,000	230	2.6%	-	Corporación uruguaya, que inició sus operaciones en el 2011, su principal rubro de negocios es la producción y exportación de paprika, paltas, uva, granada y mandarina.
17	Agrícola Campo Noble	Agrisol (Chile)	524	334	1.4%	Alfalfa y caña de azúcar.	Empresa con más de 40 años de trayectoria con más de 6,000 Has. de tierra agrícola.
18	HFE BERRIES S.A.C.	Hortifrut (Chile)*	506	403	1.3%	Arándano	Hortifruit es el líder mundial en la producción y venta de arándanos (25% del mercado mundial). Maneja operaciones en 7 países (Ventas anuales 2018: US\$600 MM.)
19	Agroindustrias AIB S.A.		500	215	1.3%	Espárrago, limón, maracuyá y palto.	Empresa con amplia experiencia (desde 1987) y líder del sector agroindustrial. Exporta a más de 10 países, maneja más de 3,000 Has.
Cultivos varios				300			
Total			38,137	23,819	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	Fiduciario	Fideicomisarios
GRL	La Fiduciaria	GRL
Proyecto Especial Olmos-Tinajones		Fideicomiso de Acreedores***
Usuarios***		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	Fiduciario	Fideicomisarios
H2Olmos	La Fiduciaria	SBP -> (Agente de Garantías: CMG)
La Fiduciaria		H2Olmos
CAF		
BCP -> (Representante de Obligacionistas: CME)		
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:		Contrato de Servicio (tarifa agua, hipoteca lotes)
	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 2020-2032
[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 20% de los off-takers en el 2021 y 2026, recuperándose al 30% al año siguiente y al 80% 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).	1.37	0.50	2.49	1.03	4.17	1.97	1.51	1.66
Rating Case: Default 42% de los off-takers en el 2021 y 2026, recuperándose al 30% al año siguiente y al 80% durante el resto de la concesión.. 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).	1.15	0.22	2.26	0.74	3.33	1.35	1.30	1.45

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 Set-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
	No aud.	Aud. 2019	Aud. 2018	Aud. 2018	Aud. 2017
Rentabilidad					
EBITDA ²	47,826	47,701	41,985	28,704	42,967
Mg. EBITDA	63.4%	64.1%	57.6%	39.9%	61.5%
EBITDA Ajustado ³	47,826	47,701	48,129	42,310	51,582
FCF / Ingresos	66.9%	75.7%	78.4%	56.9%	86.8%
Cobertura					
Cobertura de intereses del FFO	5.2	5.6	4.9	3.9	4.6
EBITDA / Gastos financieros	2.4	2.2	1.9	1.1	1.6
EBITDA / Servicio de deuda ⁴	1.4	1.3	1.2	0.4	1.1
Cobertura de cargos fijos del FFO	3.6	3.8	3.7	2.7	3.1
FCO neto / Servicio de deuda	1.4	1.6	1.6	0.5	1.5
(FCO neto + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	4.7	4.4	3.5	1.5	3.1
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda financiera total / EBITDA	5.9	6.1	7.0	11.9	8.0
Deuda financiera neta / EBITDA	3.5	4.0	5.4	9.2	6.5
Deuda financiera total / Capitalización	86.1%	86.3%	88.1%	92.1%	92.0%
Costo de financiamiento estimado	7.0%	7.3%	6.8%	8.0%	8.0%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	5.3%	4.9%	4.7%	15.4%	3.8%
Pasivo / Patrimonio	11.8	12.0	14.3	21.5	21.7
Balance					
Activos totales	588,058	598,655	608,640	660,030	678,768
Caja e inversiones corrientes	114,011	100,182	68,574	77,267	63,432
Deuda financiera Corto Plazo	15,059	14,254	13,805	52,269	13,074
Deuda financiera Largo Plazo	268,629	274,582	280,482	288,190	329,176
Deuda financiera total	283,688	288,836	294,287	340,459	342,250
Patrimonio Total	45,947	46,041	39,855	29,306	29,956
Capitalización	329,635	334,877	334,143	369,765	372,206
Flujo de caja					
Flujo generado por las operaciones (FFO)	52,177	58,554	58,620	45,528	57,180
Variación de capital de trabajo	-743	-1,395	1,219	-1,073	3,363
Flujo de caja operativo (FCO)	51,434	57,159	59,839	44,455	60,543
Actividades de inversión	-931	-847	-2,732	-3,536	115
Flujo de caja operativo neto	50,503	56,312	57,107	40,919	60,658
Ventas de activo fijo	1	1	1	14	36
Otras inversiones, neto	12	12	174	-2,734	473
Variación neta de deuda	-12,708	-11,967	-50,629	-11,342	-10,711
Variación neta de capital	0	0	0	0	0
Otros financiamientos, netos	-12,523	-12,738	-15,171	-15,742	-15,991
Otros ajustes	-11,456	-13	-175	2,720	-509
Variación de caja	13,829	31,607	-8,693	13,835	33,956
Resultados					
Ingresos ¹	75,435	74,435	72,860	71,962	69,892
Variación de Ventas	1.3%	2.2%	1.2%	3.0%	3.7%
Utilidad operativa (EBIT)	17,340	17,084	11,437	-1,645	12,754
Gastos financieros	19,977	21,261	21,637	27,306	27,456
Resultado neto	10,674	9,725	10,550	-650	8,256

¹Ingresos = 9,032 m3/ha.neta/año * 38,000 Has. * Tarifa ajustada. No incluyen anticipos recibidos (US\$ MM; U12M Set20 - 2016: 15.3, 2015: 24.9)

²EBITDA = 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. **FCO** = FFO + Variación de capital de trabajo. **FCF** =FCO + Inversión Activo Fijo + Pago de Dividendos Comunes.

³EBITDA Ajustado = EBITDA + Ingresos por reclamaciones al seguro

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

Fuente: H2OImos. Elaboración Propia.



Antecedentes

Emisor:	H2OImos S.A.
Domicilio legal:	Av. Víctor Andrés Belaunde 280, Of. 403, 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) 221-6000
Fax:	(511) 426-1098

Relación de directores

Oscar Eduardo Salazar Chiappe	Presidente del Directorio
Roger Fernando Llanos Correa	Vicepresidente
Erlon Arfelli	Director

Relación de ejecutivos

Alfonso Pinillos Moncloa	Gerente General
Karla Knize	Gerente de Administración y Finanzas
Fabrizio Cesaro Raffo	Gerente Comercial
Ana Cecilia Rodríguez	Gerente Legal y Contractual
José Salinas Saavedra	Gerente de Operación y Mantenimiento
Juan Soria Casaverde	Gerente de Sostenibilidad

Relación de accionistas (según derecho a voto)*

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 las siguientes clasificaciones de riesgo para los siguientes instrumentos:

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

Definiciones

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 instituciones con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.

(-) Corresponde a instituciones 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.

(*) 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.aai.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.