

Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones

Ratings

Tipo de Instrumento	Enero 2018	
	Clasificación Actual	Clasificación Anterior
Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones	A-(pe)	AA(pe)

Con información financiera a junio y setiembre 2017.
Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 24/01/2018 y 29/11/2017.

Perspectiva

Negativa

Metodologías aplicadas: Metodología de Empresas no Financieras (01-2017) y Metodología Maestra de Clasificación de Finanzas Estructuradas (01-2017).

Analistas

Sergio Castro Deza
sergio.castro@aai.com.pe

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

(511) 444 5588

Fundamentos

El ajuste en la clasificación de riesgo de AA(pe) a A-(pe) ha considerado que si bien el emisor es ICCGSA Inversiones, el repago de los Bonos depende fundamentalmente de las ventas futuras de Ingenieros Civiles y Contratistas Generales (ICCGSA Constructora o la Constructora), quien se constituye como el Garante Principal. Asimismo, consideró que la Constructora, que en la actualidad explica prácticamente la totalidad de las ventas del Grupo ICCGSA, viene registrando una disminución importante en su *backlog* de obras, menores líneas disponibles con el sistema financiero y una menor liquidez. Además, a enero 2018 registraba en la central de riesgos protestos / impagos sin regularizar, lo que podría configurarse como un evento de incumplimiento, según el Programa.

No obstante lo anterior, la clasificación también incorpora el hecho de que los Bonos se ven beneficiados con la existencia, entre otros, de una cuenta de reserva, la cesión de flujos y un fideicomiso de activos, que incluye inmuebles en garantía. Sin embargo, la perspectiva aún se mantiene negativa debido a la incertidumbre actual sobre la capacidad de la Constructora para mantener sus niveles de *backlog*.

Cabe señalar que la situación por la que actualmente atraviesan las principales empresas del sector construcción en el país, que vienen siendo relacionadas directa o indirectamente a actos ilícitos relacionados a Odebrecht, también ha impactado negativamente en ICCGSA Constructora.

En ese sentido, la Constructora viene registrando una disminución en la disponibilidad de líneas con el sistema financiero, lo cual dificulta su capacidad para obtener líneas para capital de trabajo y/o cartas fianza. Cabe indicar que las cartas fianza le permiten a ICCGSA Constructora participar en licitaciones y seguir desarrollando nuevas obras. A setiembre 2017 registraba líneas por unos US\$293 MM, las cuales estaban utilizadas al 93% (US\$351 MM y 86% a dic. 2016).

Asimismo, a setiembre 2017 la Constructora registraba un *backlog* de obras ascendente a S/ 1,044 MM, observándose una importante disminución con respecto a lo registrado a diciembre 2016 (S/ 1,330 MM). Cabe resaltar que aproximadamente un 88% del *backlog* sería ejecutado durante el cuarto trimestre del 2017 y ejercicio 2018, por lo que resulta relevante la capacidad que tenga la Constructora para generar nuevo *backlog*. Además, alrededor del 91% del *backlog* estaba concentrado con el sector público (81% con Provías y el saldo principalmente con gobiernos regionales).

De otro lado, el 08/01/2018 se comunicó la resolución de un contrato por parte del Gobierno Regional de Arequipa (GRA), el cual argumentó incumplimientos de parte de la Constructora. Por su parte, ICCGSA Constructora indicó que la resolución carece de validez legal al no haberse cumplido con los procedimientos establecidos, por lo que iniciará

su defensa legal. La obra era por S/ 83 MM, estando pendiente por ejecutar a setiembre 2017 S/ 26 MM (avance aprox. 69%). Asimismo, el GRA ejecutó cartas fianza por alrededor de S/ 30 MM, lo cual generará mayor presión a la liquidez de la Constructora.

Por otra parte, la clasificación también incorpora diversos aspectos positivos como: i) la experiencia de más de 50 años de ICCGSA en ingeniería y construcción, ubicándose dentro de las diez principales constructoras en el país; ii) la existencia de un significativo déficit de infraestructura vial y sanitaria, lo que hace prever que la demanda para el sector construcción continuará en los próximos años; y, iii) las garantías con las que cuentan los Bonos.

Además, existen algunos resguardos vinculados al Programa que son medidos cada semestre y otros, cada trimestre. Entre las garantías y/o mecanismos de protección que registran los Bonos figuran:

- **Cuenta de Reserva**, la cual deberá mantener el equivalente al monto de las cuotas por vencer en los próximos 12 meses. Este importe podrá ser sustituido por cartas fianza. Lo anterior permite contar con un “colchón de liquidez” y le otorga a la Estructura flexibilidad financiera ante cualquier imprevisto.

Así, a setiembre 2017 se contaba con una carta fianza por S/ 10.9 MM, la cual representaba aproximadamente el 25% del saldo de los bonos en circulación.

- **Fideicomiso de Activos**. Se ceden inmuebles en garantía, cuyo valor de realización cubre en por lo menos 0.50x el saldo de los bonos durante los primeros nueve años de emisión (0.61x durante el 3er. año y 0.69x durante el 4to. año). A partir del inicio del décimo año no aplica esta cobertura, ya que existe una Cuenta Reserva que cubriría el 100% del servicio de deuda de ese año.

Para respaldar las dos emisiones de bonos realizadas, ICCGSA cedió inmuebles cuyo valor de realización, según tasaciones realizadas en agosto 2017 por Asesoría Valuadora S.A., era S/ 33.3 MM, siendo equivalente a un 74% del saldo de los bonos a junio 2017.

- **Cesión de Flujos**: A setiembre 2017 los flujos cedidos permitieron registrar una cobertura en el tercer trimestre de Flujos Dinerarios / Servicio de Deuda de alrededor de 24x. Por su parte, a junio 2017 la cobertura de Flujos Futuros Cedidos / Saldo de los Bonos fue de unas 9.0x. De acuerdo a los resguardos del Programa, dichos indicadores deberán registrar niveles no menores a 2.50x y 1.15x (medido trimestral y semestralmente, respectivamente).

Cabe recordar que ICCGSA Inversiones, a través de su subsidiaria ICCGSA Concesiones, tiene una participación minoritaria del 4% en dos concesiones (Concesionaria Interoceánica Sur - Tramo 2 y Tramo 3), en las cuales la empresa Odebrecht tiene una participación mayoritaria. Por su parte, Odebrecht ha reconocido pagos ilícitos para obtener los proyectos mencionados; sin embargo, ICCGSA ha afirmado que ni ella ni sus funcionarios han participado ni tenían conocimiento de dichos hechos. Por lo anterior, de conocerse alguna información oficial adicional que pudiera repercutir en ICCGSA, la Clasificadora revisaría el impacto de la misma en la clasificación otorgada.

¿Qué podría modificar la clasificación asignada?

Podría generar un impacto negativo en la clasificación: i) la continua disminución de líneas con el sistema financiero, especialmente para la obtención de cartas fianza, lo que podría limitar la participación de la Constructora en nuevas licitaciones; ii) condiciones económicas, políticas y/o legales adversas que repercutan sostenidamente en la generación del *backlog* y/o en la generación de ICCGSA Constructora; y, iii) si la Constructora se viera limitada o impedida para contratar con el Estado.

Por su parte, podría generar un impacto positivo en la clasificación si ICCGSA Constructora lograra: i) obtener nuevos contratos y, por lo tanto, conservar su nivel de *backlog* y generación de flujos; y, ii) resolver sus cuestionamientos legales ante las autoridades.

ACONTECIMIENTOS RECIENTES

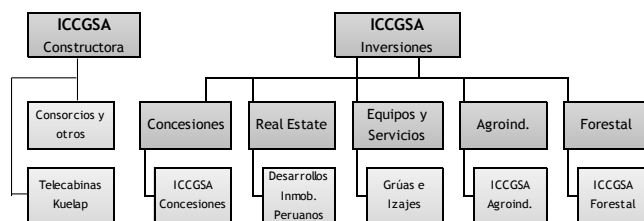
El 04/12/2017 se dicta prisión preventiva contra el Ex Presidente del Directorio de ICCGSA Constructora e ICCGSA Inversiones, el Sr. José Fernando Castillo Dibós ante la posibilidad de la existencia de actos ilícitos vinculados a los representantes de las empresas socias de Odebrecht en las concesiones Interoceánica Sur (Tramo 2 y Tramo 3). El 19/01/2018 se revoca la prisión preventiva y se cambia por comparecencia.

El 11/01/2018 la Junta General de Accionistas de ICCGSA Inversiones anuncia la venta del Edificio San Isidro 27 (Andrés Reyes), cuyo precio se ubicaría en alrededor de US\$21 MM y que permitiría reducir deudas. En ese sentido, la estrategia del Grupo ICCGSA sería focalizarse en su *core business*, el negocio de ingeniería y construcción.

RESUMEN DE LA TRANSACCIÓN

ICCGSA Inversiones, en el marco del Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones hasta por S/ 155.0 MM, colocó dos emisiones por un total de S/ 61.5 MM en enero 2015. A través de la Primera Emisión se emitieron S/ 38.3 MM, a una tasa de 6.375% anual, a un plazo de cinco años y amortización trimestral; mientras que la Segunda Emisión fue por S/ 23.2 MM, a una tasa de 8.0%, a un plazo de diez años con cinco años de gracia y amortización trimestral a partir del sexto año.

ICCGSA Inversiones es una *holding* constituida en junio 2014, producto de la reorganización del Grupo para escindir los negocios no relacionados a la construcción. Así, ésta se encarga de gestionar el crecimiento y desarrollo de los nuevos negocios del Grupo en el sector inmobiliario, agroindustrial, forestal, alquiler de grúas de alto tonelaje y concesiones de infraestructura.



Fuente: ICCGSA

Los Bonos cuentan con una Fianza Solidaria de ICCGSA Constructora (Garante Principal) y de las principales subsidiarias del Emisor: ICCGSA Forestal, ICCGSA Agroindustrial y Desarrollos Inmobiliarios Peruanos (Desinper), quienes asumirían el pago de la totalidad de los Bonos ante cualquier eventualidad.

Adicionalmente, los Bonos están garantizados por: i) Fideicomiso de Administración y Garantía, compuesto por un porcentaje de las ventas futuras de ICCGSA Constructora, sea directamente o a través de consorcios mayoría (con participación $\geq 90\%$), tanto a entidades públicas y/o empresas vinculadas; y, los resultados de los consorcios en minoría; ii) Fideicomiso de Activos, el cual contempla inmuebles cuyo valor de realización en conjunto sea por lo menos 0.50x el monto del saldo en circulación, y las acciones del Emisor y sus principales subsidiarias; y, iii) Cuenta de Reserva, equivalente a un año del servicio de deuda.

Asimismo, los flujos dinerarios canalizados a través del Fideicomiso en Administración y Garantía durante el trimestre inmediatamente anterior a la Fecha de Vencimiento correspondiente, deben mantener una cobertura de al menos 2.50x de dicho Servicio de Deuda. Por su parte, los Flujos Cedidos deben ser equivalentes al menos a 1.15x el saldo de los Bonos, lo cual será medido semestralmente. De otro lado, La Fiduciaria será el administrador de los Fideicomisos y Scotiabank Perú, el Representante de los Obligacionistas.

Cabe mencionar que ICCGSA Constructora es la principal empresa del Grupo ICCGSA, cuyos negocios de construcción significan casi la totalidad de la facturación total del Grupo. Para el Primer Programa, ICCGSA Constructora ha constituido un Fideicomiso de Administración, al cual está transfiriendo la totalidad de sus ventas futuras que se deriven de los contratos con entidades públicas y consorcios mayoría.

De esas ventas, el 60% se ha cedido a los bonistas, por lo que estos fondos se transfieren a un Fideicomiso en Administración y Garantía (FAG). Dicha participación se reducirá al 30% una vez cancelada la Primera Emisión (lo que ocurre después de cinco años). Además, el FAG incluye el 100% de las ventas futuras de ICCGSA Constructora derivada de sus contratos con empresas vinculadas y consorcios, y flujos provenientes de los resultados de los consorcios en los que tenga una participación menor al 90%.

Cabe mencionar que en opinión de la Clasificadora, la existencia conjunta de un Fideicomiso de Flujos y un Fideicomiso de Activos en garantía, permite tener un mayor control de los flujos para el pago del servicio de deuda y, de ser el caso, facilita la posible ejecución de las garantías, reduciendo la severidad de la pérdida (*ver Anexo 1*).

RIESGO DE PERFORMANCE

En la clasificación de transacciones de flujos futuros, el *rating* es altamente dependiente del Originador de los flujos y de la capacidad de éste para seguir generando dichos flujos a través del tiempo. La Clasificadora considera que el riesgo comercial era mitigado, en parte, por la experiencia de ICCGSA Constructora, presente en el mercado desde 1965 y por las perspectivas de crecimiento, debido a su *backlog* de obras y al importante déficit de infraestructura existente en el país. Sin embargo, diversos acontecimientos mencionados anteriormente, vienen impactado negativamente en la generación de nuevo *backlog* de la Constructora.

De otro lado, se debe considerar que ante un Evento de Incumplimiento, los bonistas, mediante decisión de la Asamblea, tendrán la facultad de vender los inmuebles, obteniendo así un mejor *recovery* frente al que podrían obtener aquellos acreedores que no cuenten con garantías. Ello, permite mejorar la clasificación de los instrumentos del Programa frente a un instrumento corporativo *unsecured*.

ICCGSA CONSTRUCTORA (Garante Principal)

Cabe indicar que el presente análisis de la Constructora se ha efectuado principalmente con cifras a junio 2017, debido a que la Clasificadora aún no ha recibido la información completa a setiembre 2017. No obstante, algunos datos a junio serán complementados con información a setiembre 2017.

ICCGSA Constructora es la principal empresa del Grupo ICCGSA. Inició operaciones en 1965 y se focaliza en el negocio de conservación vial, construcción civil y edificaciones, principalmente con entidades del sector público.

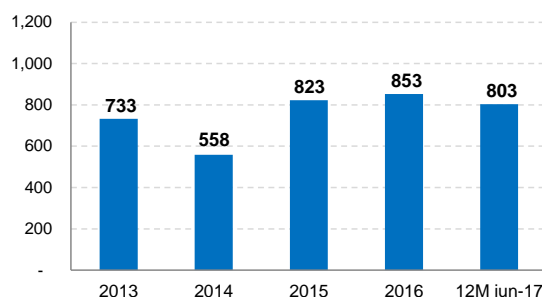
A la fecha, ha construido más de 1,000 km de carreteras y entre sus principales obras se tiene la V etapa de la vía expresa de Paseo de la República (década 60-70), Trébol de Monterrico (década 90), Instituto de Salud del Niño (2010-2012), la Estación Central de Metropolitano en el 2008, entre otros.

La Constructora ha mantenido un ritmo de crecimiento sostenido de los ingresos en los últimos años, impulsado por el crecimiento del sector construcción y el mayor gasto público en infraestructura pública. Así, las ventas crecieron en promedio (CAGR) un 5.2% anual del 2013 al 2016, a pesar de la disminución en el sector registrada en el 2015 y 2016 (-5.9% y -3.1%, respectivamente, según BCRP). Por su parte, en el primer semestre del 2017 las ventas se vieron afectadas por el impacto del fenómeno climatológico denominado El Niño costero y por atrasos en algunas obras, por lo cual, en los últimos 12 meses (12M) a junio

2017, los ingresos de ICCGSA Constructora a nivel individual (incluido consorcios) fueron de S/ 803.1 MM, siendo 5.8% menores que los registrados en el ejercicio 2016.

Es importante mencionar que sector construcción está relacionado a demandas variables, debido a que el comportamiento de las inversiones públicas y privadas es sensible a la actividad económica y a los cambios en las decisiones de inversión de los participantes.

Ventas ICCGSA Constructora Individual (incluye consorcios)

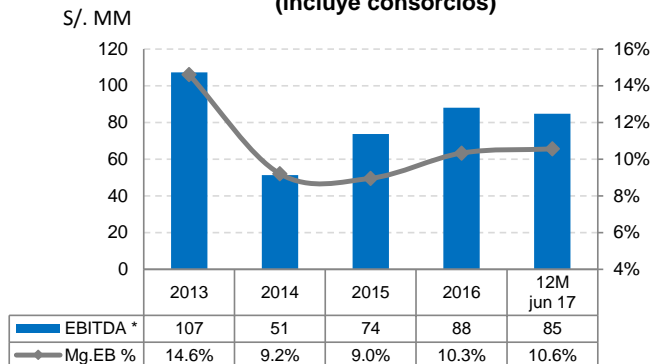


Fuente: ICCGSA

Por otro lado, el crecimiento de sus ventas en los últimos años, le permitió a la Constructora obtener economías de escala, a lo cual se sumó una mejor gestión en los costos y la optimización de los gastos operativos.

De esta manera, en los últimos 12M a junio 2017 el EBITDA (no incluye otros ingresos y egresos) fue S/ 84.8 MM, siendo menor al registrado en el 2016 (S/ 88.1 MM). Sin embargo, el margen EBITDA fue ligeramente mayor (10.6% vs. 10.3%).

EBITDA ICCGSA Constructora Individual (incluye consorcios)



*EBITDA: No incluye Otros Ingresos y Egresos

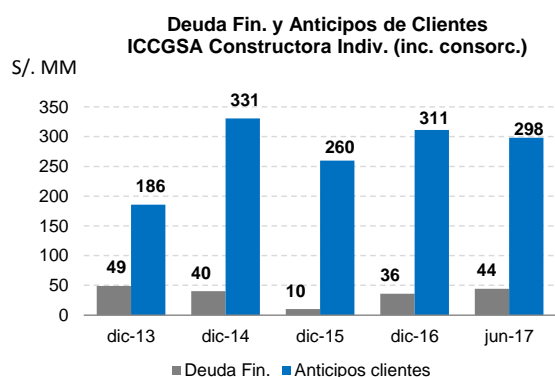
Fuente: ICCGSA

Respecto a los gastos financieros, éstos registraron una leve disminución, siendo de S/ 4.6 MM en el año móvil a junio 2017 (S/ 5.0 MM en el ejercicio 2016). Así, el ratio EBITDA / Gastos Financieros fue 18.5x, mayor al registrado a fines del 2016 (17.5x).

Es importante resaltar que la Constructora mantiene una política de alquilar una parte significativa de la maquinaria que utiliza para el desarrollo de sus obras. Por lo anterior, si se añaden los alquileres pagados (por maquinaria, equipos y locales) al EBITDA, la cobertura de gastos financieros + alquileres sería de 2.1x (2.5x al cierre del 2016).

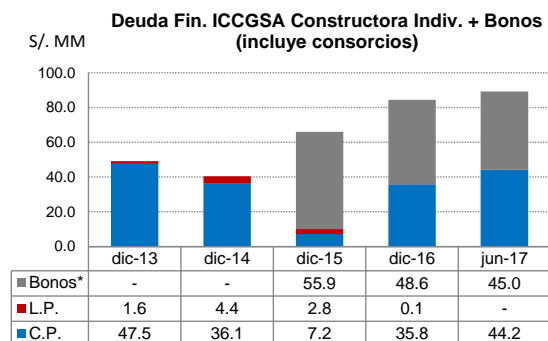
Por su parte, en los últimos 12M a junio 2017 se registró un Flujo de Caja Operativo (CFO) de S/ 32.8 MM (-S/ 5.3 MM en el 2016). Si al saldo anterior se le deducen inversiones en activo fijo por S/ 21.2 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) de S/ 11.6 MM (-S/ 45.6 MM en el 2016). Así, en el año móvil a junio 2017 el FCF generado, sumado a los ingresos netos por otras inversiones por S/ 25.8 MM (incluye el cobro neto de préstamos a vinculadas), permitieron registrar una disminución neta de la deuda financiera de S/ 11.4 MM y una reducción neta de otros financiamientos por S/ 16.4 MM, generando en el periodo señalado un aumento de caja de S/ 9.6 MM.

Históricamente, el negocio de construcción se ha autofinanciado con los avances de obra que suele obtener de sus clientes. Sin embargo, principalmente a partir del 2012, el Grupo decidió impulsar la diversificación de sus negocios en el sector inmobiliario, agroindustrial, forestal, de concesiones y de alquiler de grúas, por lo que el nivel de endeudamiento financiero aumentó.



De este modo, el saldo de anticipos recibidos de clientes no vinculados, los cuales son amortizables a lo largo de los proyectos, pasó de S/ 311 MM a diciembre 2016, a S/ 298 MM a junio 2017 (S/ 289 MM a set. 2017), observándose una tendencia decreciente.

De otro lado, la deuda financiera de ICCGSA Constructora registró una tendencia creciente, pasando de S/ 35.9 MM al cierre del 2016, a S/ 44.2 MM a junio 2017 (S/ 47.8 MM a set. 2017). Lo anterior se debió principalmente a la obtención de algunos préstamos para capital de trabajo. Por su parte, el saldo de los Bonos en circulación continuó reduciéndose, pasando de S/ 48.6 MM al cierre del 2016, a S/ 45.0 MM a junio 2017 (S/ 43.2 MM a set. 2017).



* Bonos emitidos por ICCGSA Inversiones y garantizados por ICCGSA Constructora

Fuente: ICCGSA

En ese sentido, al cierre del año móvil a junio 2017 el ratio Deuda financiera / EBITDA ascendió a 0.5x (0.4x a dic. 2016).

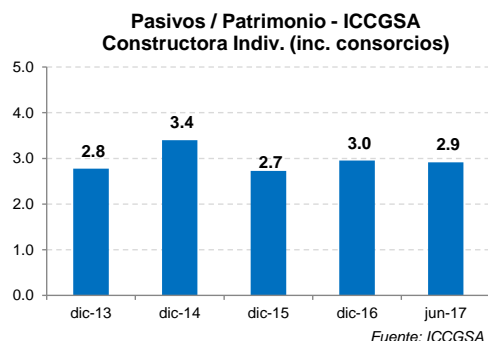
Por su parte, si a la deuda financiera de la Constructora se le suma el saldo de los Bonos que garantiza, a junio 2017 la deuda total ascendería a S/ 89.2 MM. Así, si los Bonos son incluidos en el endeudamiento, el ratio de (Deuda financiera + Bonos) / EBITDA sería de 1.1x (1.0x a dic. 2016). Cabe resaltar que los niveles de endeudamiento eran moderados para el nivel de generación. Lo mencionado está relacionado al giro del negocio, ya que los adelantos recibidos de los clientes le permiten financiar una parte importante de las obras.

Asimismo, lo anterior está en línea con el compromiso por parte del Garante Principal de mantener un ratio de Deuda Financiera / EBITDA (incluyendo los Bonos) no mayor a 2.5x hasta diciembre 2015 y no mayor a 2.3x en adelante.

Respecto al apalancamiento contable de la Constructora, a junio 2017 el ratio Pasivos / Patrimonio fue de 2.9x, siendo similar a lo registrado a fines del 2016.

Es importante mencionar que la Constructora mantenía a junio 2017 un saldo de caja de S/ 36.2 MM (S/ 48.8 MM a dic. 2016), siendo equivalente alrededor del 40% de la suma de la deuda financiera más el saldo de los Bonos en circulación. Por su parte, a setiembre 2017 el saldo caja se redujo a S/ 14.5 MM y pasó a representar aproximadamente el 16% de la deuda financiera más el saldo de los Bonos. Lo anterior se debió, entre otros, a los menores anticipos

recibidos de clientes, así como a la menor disponibilidad de líneas para capital de trabajo a esa fecha.



Adicionalmente, a junio 2017 el apalancamiento medido como (Pasivos + Saldo Bonos) / Patrimonio ascendió a 3.1x.

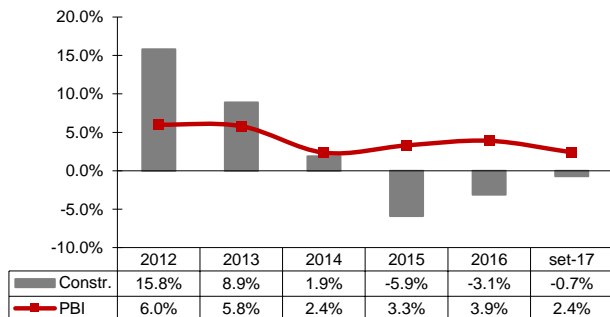
Si se calcula el apalancamiento según el resguardo descrito para la emisión de bonos [(Pasivo total + valor de los bonos - caja, existencias y cuentas por cobrar comerciales) / Patrimonio neto], dicho índice fue de 1.0x, estando dentro del límite objetivo (menor o igual a 2.5x). En opinión de la Clasificadora el *covenant* exigido es muy laxo para las clasificaciones otorgadas, por lo que no se esperaría llegar a los niveles máximos permitidos por el resguardo.

Análisis de la Industria

A setiembre 2017 el PBI nacional creció 2.4%, debido, entre otros, a la moderación de la demanda interna y a la contracción de la inversión privada y pública, asociada, entre otros, al fenómeno El Niño Costero y a la postergación de proyectos de infraestructura. Sin embargo, esta evolución ha comenzado a revertirse desde mayo del presente año.

Por su parte, a setiembre 2017 el PBI Construcción registró una disminución de -0.7%, reduciéndose el decrecimiento registrado hasta junio 2017 (-4.1%), ante el mayor consumo interno de cemento y el mayor avance físico de obras, esperándose un mayor impulso durante el cuarto trimestre del 2017.

Variación % - PBI Global y PBI Sector Construcción



Fuente: BCRP

Es importante resaltar que el negocio de ingeniería y construcción está directamente relacionado a las variaciones que se puedan producir en la inversión pública y privada en infraestructura, lo cual suele tener un comportamiento cíclico y sensible a la actividad económica y política.

El mercado de infraestructura vial, en el cual se concentra ICCGSA Constructora, se caracteriza principalmente por depender de la inversión pública, siendo el principal contratante el Ministerio de Transportes y Comunicaciones, a través de Provías Nacional. Se debe señalar que según el Proyecto de Ley del Presupuesto Público para el 2018 (data del MEF a ago. 2017), el gasto en el sector transporte sería de unos S/ 15,100 MM en el 2018, dentro del cual la mayor parte se enfocaría en transporte terrestre.

Si bien es cierto que aún se muestra un significativo déficit de infraestructura que debería cubrirse con mayores inversiones, cambios en la política de inversión del Estado o situaciones financieras, sociales y/o políticas adversas, podrían generar una contracción de la inversión en nuevos proyectos o incluso ocasionar retrasos o suspensiones en los ya licitados.

ICCGSA INVERSIONES (Emisor)

ICCGSA Inversiones es una *Holding* constituida en junio 2014 producto de la reorganización del Grupo para escindir los negocios no relacionados a la construcción. Así, ésta se encargará de gestionar el crecimiento y desarrollo de los nuevos negocios del Grupo en el sector inmobiliario, agroindustrial, forestal, alquiler de grúas de alto tonelaje y concesiones de infraestructura.

De esta manera, entre los principales proyectos del Emisor figuraban el desarrollo agroindustrial por etapas de 1,000 *ha* de terreno en el proyecto Olmos, que adquirió en el 2012. En ese sentido, en el 2014 se asoció con Agrícola Chapi para desarrollar dichos terrenos principalmente con productos de agro exportación. Sin embargo, en agosto 2017 ICCGSA Inversiones decidió iniciar un proceso para vender las acciones de su subsidiaria ICCGSA Agroindustrial S.A.C. en Corporación Agrícola Olmos S.A.

Además, la empresa cuenta con unas 62 *ha* en Piura en donde siembran uva para la exportación.

De otro lado, la *Holding* participa en el negocio de construcción de viviendas principalmente para los segmentos socioeconómicos B+ y C+ con su marca Valora, a través de su subsidiaria Desinper. Actualmente cuenta con proyectos que abarcan más de 100 unidades inmobiliarias. Así, a fines del 2016 se habían entregado diversos proyectos (Carabayllo, Surco y Jesús María) y

otros se encontraban en distintas fases de desarrollo (Surco y Chorrillos).

Asimismo, a través de la subsidiaria ICCGSA Forestal (posee el 99.9% de la acciones) cuenta con unas 1,390 *ha* de terreno para la siembra y producción de madera en Huánuco. A setiembre 2017 tenía unas 240 *ha* sembradas con las variedades bolaina y capirona, cuya producción de madera se espera que inicie en el 2020. Para el desarrollo de estos campos se ha contratado a Reforestadora Amazónica (RAMSA), empresa especializada en el rubro.

De otro lado, ICCGSA Inversiones constituyó en el 2012 Grúas e Izajes S.A. con el objeto de operar en el negocio de alquiler de grúas de alto tonelaje. En el 2016 aumentó su participación de 33.34 a 50.10% en el capital de empresa, siendo el otro accionista CON-PAX S.A. (Chile). A setiembre 2017 contaban con seis grúas de alto tonelaje y una capacidad de carga total de 730 toneladas, atendiendo principalmente al sector minero.

Por su parte, ICCGSA Concesiones participa en la Concesionaria Interoceánica Sur Tramo 2 y Tramo 3 con una participación minoritaria del 4%, lo cual le genera dividendos por aproximadamente unos S/ 1.4 MM anuales. Cabe señalar que en febrero 2017 la *Holding* decidió iniciar un proceso para vender su participación en dichas empresas.

Además, a través de ICCGSA Constructora el Grupo participa con el 75% en Telecabinas Kuelap. Esta última concesión se adjudicó en el 2014, y tiene como socio estratégico a la francesa POMA S.A.S. Cabe señalar que esta concesión le generaría a partir del 2018 unos S/ 3.5 MM de ingresos anuales.

ESTRUCTURA FINANCIERA Y LEGAL DE LA EMISIÓN

Se debe considerar que todos los titulares de los Bonos que se emitan dentro del marco de este Programa tendrán el mismo orden de prelación (*pari passu*), independientemente de la emisión o serie que se trate.

Si bien el Programa es por S/ 155 MM, solo se colocó, en enero del 2015, la Primera Emisión por S/ 38.3 MM, a una tasa de 6.375% anual, un plazo de cinco años y con amortización trimestral; así como la Segunda Emisión por S/ 23.2 MM, a una tasa de 8.0%, un plazo de diez años con cinco años de gracia y amortizaciones trimestrales a partir del sexto año. Por su parte, a setiembre 2017 el saldo de los bonos en circulación fue S/ 43.2 MM (S/ 45.0 MM a jun. 2017 y S/ 48.6 MM a dic. 2017).

Tal como se comentó, los Bonos están garantizados por:
i) Fideicomiso de Administración y Garantía; ii) Fideicomiso

de Activos; y, iii) Fianza Solidaria de ICCGSA Constructora y las Subsidiarias Principales del Emisor.

Asimismo, la Estructura se beneficia de la existencia de una Cuenta de Reserva para el Servicio de Deuda, por un importe equivalente al monto de las cuotas por vencer en los próximos 12 meses. Este importe podría ser sustituido por cartas fianza. En ese sentido, a setiembre 2017 se contaba con una carta fianza emitida por el Banco Financiero por S/ 10.9 MM, lo cual representaba aproximadamente el 25% del saldo de los Bonos. Lo anterior le permite a la Estructura contar con flexibilidad financiera ante cualquier imprevisto.

En adición, se deberán mantener, con respecto a los fideicomisos, los siguientes resguardos (algunos son medidos trimestralmente y otros semestralmente):

- Ratio de Cobertura de Flujos (Flujos cedidos / Saldo de bonos en circulación) no menor a 1.15x, siendo el indicador a junio 2017 de 9.0x.
- Mantener un Ratio de Cobertura de Activos [Valor de realización de inmuebles / Saldo de Bonos en circulación] (0.75x a junio 2017), según lo establecido en el siguiente cuadro.

Año	Condición	Año	Condición
1	no menor a 0.5x	6	no menor a 0.75x
2	no menor a 0.55x	7	no menor a 0.75x
3	no menor a 0.61x	8	no menor a 0.74x
4	no menor a 0.69x	9	no menor a 0.57x
5	no menor a 0.75x	10	no aplica.

Fuente: ICCGSA

- Mantener un Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda (Flujos dinerarios / Servicio de deuda) no menor a 2.5x (24x a set. 2017).

Además, exclusivamente respecto de ICCGSA Constructora se deberá mantener:

- Ratio de Endeudamiento [(Deuda financiera + Valor nominal de los Bonos) / EBITDA] menor o igual a 2.5x hasta diciembre del 2015 y menor a 2.3x en adelante. A setiembre 2017 el indicador fue 1.1x.
- Ratio de Apalancamiento [(Pasivo total + Valor de los bonos - caja, existencias y cuentas por cobrar comerciales) / Patrimonio neto] menor o igual a 2.5x, siendo de 1.0x a setiembre 2017.

La medición del Ratio de Cobertura de Flujos y el Ratio de Cobertura de Activos se realizará semestralmente durante los primeros diez días hábiles del mes de enero y julio de cada año; mientras que la medición del Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda se realizará trimestralmente dentro de los diez días hábiles contados a partir de la fecha de pago

del servicio de deuda. Los otros dos ratios se medirán de manera trimestral.

Asimismo, tomando en cuenta ambos indicadores mencionados, se considerara un Evento de Incumplimiento si:

- El resultado del Ratio de Cobertura de Flujos disminuye por debajo de 1.15 veces, pero se mantiene por encima de 1.0x en los dos últimos periodos semestrales; o, disminuye por debajo de 1.0x.
- Si el Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda disminuye por debajo de 2.5x pero se mantiene por encima de 2.0x en dos ocasiones, consecutivas o no, dentro de un periodo de 12 meses; o, disminuye por debajo de 2.0x.

En ese sentido, a junio 2017 la Compañía había cumplido con los indicadores mencionados.

Principales Contratos y Estructura de Pagos

Contrato de Fideicomiso en Administración y Garantía:

Constituido como medio de pago y garantía de los Bonos (cascada de pagos). Está compuesto por parte de los flujos del Fideicomiso de Administración (60% de los contratos de la Constructora con entidades públicas y Consorcios Mayoría); y por el 100% de los flujos futuros derivados de los contratos de la Constructora con empresas vinculadas y consorcios, y los resultados netos de los consorcios de los cuales posee menos del 90% de participación.

Todos estos flujos ingresarán a la Cuenta Recolectora, en la cual, cada día hábil, la Fiduciaria aplicará dichos fondos en el siguiente orden de prelación:

- A cubrir tributos, gastos y costos del Fideicomiso.
- A la Cuenta Pagadora: dentro de los primeros 30 días calendario de cada trimestre, transferirá el 50% del próximo Servicio de Deuda (SD); y dentro de los 30 días siguientes los flujos necesarios para completar el 100% del próximo SD.

Cabe señalar que si en el día 30 de cada trimestre no se llegara a acumular el 50% del SD, se considerará un Evento de Falta de Fondos, debiendo los garantes realizar los desembolsos necesarios para cubrir el déficit de fondos; caso contrario, se considerará un Evento de Incumplimiento.

- En caso los fondos de la Cuenta Reserva se hayan utilizado, se transferirá a dicha cuenta los fondos necesarios hasta completar el equivalente al monto de las cuotas por vencer en los próximos 12 meses. Esta cuenta, podría reemplazarse por cartas fianzas (incondicionales, irrevocables, de realización automática

y sin beneficio de excusión), emitidas por bancos categoría SBS no menor de "A". En opinión de la Clasificadora esta garantía forma parte de un paquete de mejoradores, siendo más relevante como referencia la clasificación de riesgo de largo plazo que pudieran tener las entidades que emitan dichas garantías.

- El remanente, será depositado en la Cuenta Destino ICCGSA Constructora, en caso no se haya producido un Evento de Incumplimiento. Si se produce alguno de dichos eventos, los fondos serán mantenidos en la Cuenta Recolectora.

ICCGSA Constructora se ha comprometido a instruir a cada deudor cedido para que depositen los flujos en la cuenta recolectora del Fideicomiso en Administración y del FAG, para lo cual incorporará en todos sus comprobantes de pago una leyenda que indique que los importes contenidos en dichos documentos han sido cedidos a los fideicomisos, debiendo depositarse el pago en la Cuenta Recolectora. En la eventualidad que los clientes cedidos abonen dichos recursos a la Constructora, ésta se obliga a transferirlos a más tardar el día hábil siguiente de haber recibido los fondos. Asimismo, en los contratos futuros que firme, incluirá una cláusula especificando la cesión de los flujos al Fideicomiso de Administración.

La Constructora se encargará de la cobranza de los flujos así como de iniciar las acciones judiciales en caso de mora. Asimismo, la Constructora tiene la facultad de resolver y/o modificar los términos de los contratos que originan los flujos cedidos, debiendo informar al Representante de Obligacionistas dentro de los dos días hábiles de suscritos los documentos.

Contrato de Fideicomiso de Activos en Garantía:

La Estructura contempla, además, la constitución de un Fideicomiso de Activos en Garantía (FA) con el objeto de respaldar los Bonos y que en la eventualidad de un Evento de Incumplimiento no subsanado oportunamente o insubsanable, el FA, a través de un proceso de ejecución, sirva como medio de pago de las obligaciones.

El fiduciario de las garantías es La Fiduciaria y el FA incluye: i) los Inmuebles, incluyendo las edificaciones existentes en los mismos; ii) las Acciones (100%) de ICCGSA Inversiones, ICCGSA Agro, ICCGSA Forestal y Desinper; y, iii) las Coberturas de las Pólizas de Seguro sobre los Inmuebles.

Así, a junio 2017 para cubrir el saldo de los bonos emitidos se habían transferido inmuebles cuyo valor de realización, según tasaciones realizadas en agosto 2017 por Asesoría Valuatoria S.A., era de S/ 33.3 MM, siendo equivalente a un 74% del monto en circulación. De este modo, el ratio de

cobertura de activos era de 0.74x (siendo el resguardo mínimo establecido para el tercer año de 0.61x y de 0.69x para el cuarto año).

Es importante señalar que existe la posibilidad de reemplazar alguno de los inmuebles con cartas fianzas, por montos necesarios que le permitan cumplir con el *covenant*.

Ante un Evento de Incumplimiento la Asamblea decidirá si acelera los Bonos. De ser el caso, el Representante de los Obligacionistas comunicará a la Fiduciaria para que proceda con la ejecución de los inmuebles. El precio base de ejecución será equivalente al 90% del valor de realización que se obtenga con la tasación más reciente. Si se declarara desierta la subasta de los bienes, dentro de los tres días hábiles siguientes se convocará a una nueva subasta en la cual el precio se reducirá en un máximo del 15% del precio base de la convocatoria anterior. Este procedimiento se repetirá hasta tres veces. Si luego de esto no se logra subastar, se convocará nuevamente sin un precio mínimo establecido, adjudicándose los bienes al mejor postor.

Fiduciario

La Fiduciaria se desempeña como fiduciario de los fideicomisos del presente financiamiento estructurado. Esta empresa inició sus operaciones en el 2001 y tiene amplia experiencia en el manejo de fideicomisos. A setiembre 2017 sus accionistas eran Credicorp (45%), Interbank (35%) y Scotiabank Perú (20%). Cabe señalar que su principal accionista, Credicorp, es el mayor holding financiero del país y que dentro de sus empresas figura el BCP, que es la mayor institución financiera peruana y tiene un rating de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe).

Por su parte, a setiembre 2017 La Fiduciaria registró activos por S/ 19.0 MM (S/ 18.9 MM a dic. 2016), pasivos por S/ 5.6 MM (S/ 5.3 MM a fines del 2016) y un patrimonio neto de S/ 13.4 MM, ligeramente menor al registrado al cierre del 2016 (S/ 13.6 MM). Asimismo, durante los primeros meses del 2017 tuvo una utilidad neta de S/ 9.6 MM (S/ 8.4 MM a set. 2016).

Fianza Solidaria de ICCGSA Constructora y de las “Subsidiarias Principales” del Emisor (ICCGSA Agroindustrial, ICCGSA Forestal y Desinper): La principal empresa del Grupo y otras subsidiarias de ICCGSA Inversiones han otorgado una fianza solidaria, incondicional, irrevocable, de realización automática y sin beneficio de excusión a favor de los bonistas, en garantía del pago total y oportuno de los Bonos.

Como se mencionó anteriormente, el desempeño de la Estructura está muy ligado al riesgo operativo de ICCGSA Constructora. Adicionalmente, el rating de los Bonos se ve beneficiado con la existencia de un Fideicomiso de Activos

y la Cuenta de Reserva que permiten reducir la severidad de los bonistas ante un eventual *default* del garante principal.

El rating de las “Subsidiarias Principales” que otorgan su fianza solidaria sería menor al de la Estructura, ya que se trata de empresas relativamente nuevas y en proceso de expansión, por lo que dichas garantías no son consideradas por la Clasificadora como relevantes dentro del paquete de garantías otorgado.

Eventos de Incumplimiento

Se han definido ciertos eventos que de ocurrir podrían determinar la terminación anticipada de los Bonos, de los cuales destacan:

- Insolvencia del Emisor y/o el Garante Principal.
- Incumplimiento de cualquiera de los Resguardos.
- Incumplimiento de obligaciones con terceros del Emisor y/o Garante Principal.
- Que la *Holding* otorgue garantías a terceros, afiliadas y/o Subsidiarias por un monto que represente más del 15% de su patrimonio neto.
- Si la Cuenta de Reserva equivale a un monto inferior a un año del Servicio de Deuda.

Cabe indicar que los Eventos de Incumplimiento poseen varias condiciones, incluyendo periodos de cura. Por ello, para mayor detalle, se recomienda revisar los documentos de la transacción.

Por otro lado, ante la configuración de cada Evento de Incumplimiento y en caso la Asamblea General decida no acelerar los Bonos, el Fiduciario retendrá los flujos remanentes en la Cuenta de Recolectora. El remanente acumulado podrá ser liberado si se subsana o dispensa el incumplimiento.

Ante la ocurrencia de cualquiera de estos eventos, la Asamblea General de Obligacionistas podrá acordar lo siguiente: i) otorgar un plazo adicional para la subsanación del Evento de Incumplimiento; ii) dispensar al Emisor; iii) la terminación anticipada del plazo de los Bonos y la ejecución de garantías; o, iv) cualquier otro acuerdo relacionado.

Consideraciones Legales

Apoyo & Asociados consideró las opiniones legales correspondientes para validar la oponibilidad de la cesión de derechos de cobro y flujos frente a cualquier otro acreedor del Emisor y Garante Principal y la protección que ofrecen los fideicomisos en garantía de flujos futuros y de activos. De esta forma, la cesión de activos a los respectivos fideicomisos aísla a los acreedores

garantizados de una eventual insolvencia del Emisor y mitiga el riesgo de la voluntad de no pago por parte del mismo.

Se debe considerar que tratándose de fideicomisos en garantía, éste se encuentra expuesto al perfeccionamiento de las garantías. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 245 de la Ley de Bancos, la acción para anular la transferencia en fideicomiso de activos en fraude de acreedores caduca a los seis meses luego de publicar, por tres días consecutivos en el diario oficial El Peruano, un aviso que dé cuenta de la enajenación (periodo de sospecha).

ANÁLISIS DE LOS FLUJOS CEDIDOS

A pesar que el emisor de los Bonos es ICCGSA Inversiones, el pago de los mismos está directamente relacionado con la cesión de las ventas futuras de ICCGSA Constructora a través del Fideicomiso de Administración y Garantía.

De acuerdo con dicha Estructura, ICCGSA Constructora transfiere la totalidad de sus ventas futuras que se deriven de contratos con entidades públicas y consorcios en mayoría. De esas ventas, el 60% se destinan al pago del Servicio de la Deuda, porcentaje que se reducirá al 30% luego de la cancelación de la Primera Emisión (que ocurrirá después del quinto año). Sin embargo, se deben seguir cumpliendo con los Ratios de Cobertura de Flujos y de Servicio de Deuda.

Asimismo, se ceden las ventas futuras de la Constructora derivadas de sus contratos con empresas vinculadas y consorcios, y los flujos provenientes de los resultados de los consorcios en los que tenga una participación menor al 90%.

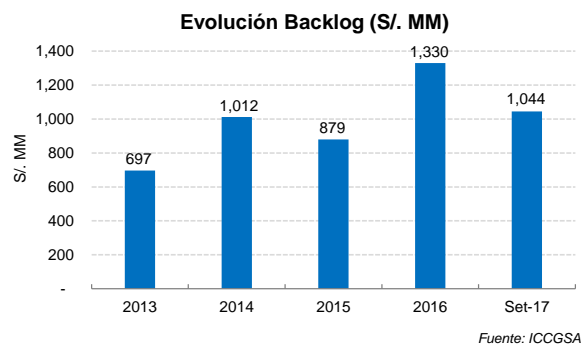
En los últimos años, las ventas de la Constructora han mostrado una tasa elevada de crecimiento, a excepción del 2014, año en que se registró una disminución (-24%) como consecuencia de la desaceleración de la economía del país y del aplazamiento de algunos proyectos. Sin embargo, en el 2015 los ingresos mostraron una importante recuperación (+47%), debido especialmente a la mayor ejecución de proyectos. Por su parte, en el 2016 el crecimiento fue más moderado (+3.6%), en línea con la desaceleración de la economía y el cambio de autoridades nacionales ocurrido ese año. De otro lado, durante el primer semestre del 2017 las ventas disminuyeron un 5.8% con respecto a similar periodo del 2016, explicado, entre otros, por la postergación de algunos proyectos y la presencia del fenómeno climatológico denominado El Niño costero.

Si bien la Constructora muestra una alta concentración de sus ingresos con entidades públicas, la cual la expone a los cambios en las políticas del gobierno de turno (nacional y/o

subnacional), la Clasificadora ha reconocido que la tasa de crecimiento de sus ventas ha sido superior al aumento del PBI construcción, el cual en el 2015 y 2016 mostró un decrecimiento. Asimismo, la focalización de la empresa en obras de conservación vial, le otorga cierta estabilidad en parte de sus flujos con contratos entre tres y cinco años. Cabe señalar que sus ventas se pactan principalmente en moneda nacional, lo cual le permite estar calzada.

Por su parte, a setiembre 2017 el *backlog* de obras de la Constructora fue S/ 1,044 MM, registrando una disminución con respecto a lo observado a junio 2017 (S/ 1,089 MM) y diciembre 2016 (S/ 1,330 MM).

En el siguiente cuadro se aprecia la evolución del *backlog* de obras:



Es importante mencionar que alrededor de un 81% del *backlog* mencionado correspondía a contratos con Proviás Nacional y MTC, y un 9% a contratos con diversos Gobiernos Regionales del país, lo cual representa una importante concentración de contratos con el Estado.

Entre los principales proyectos por ejecutar a setiembre 2017 figuraban: la integración Vial Tacna - La Paz (tramo Tacna - Collpa); la gestión vial por niveles de servicios de la carretera Cañete Lunahuaná - Pampas; y, la gestión y conservación del corredor vial Juliaca - Tilali, entre otros.

Debido a la naturaleza de sus principales clientes, el riesgo de contraparte está ligado principalmente al riesgo soberano, subnacional y riesgo de las entidades públicas. El Perú ha venido mejorando su clasificación de riesgo siendo actualmente de BBB+ internacional por *FitchRatings*, en moneda extranjera y A- en moneda local. De acuerdo con los contratos, el riesgo de contraparte también se ve mitigado por los adelantos que suelen recibir de sus clientes, que por lo general son del 20%, y para lo cual la Constructora otorga cartas fianza en garantía. Así, se financian la mayor parte de sus necesidades de capital de trabajo.

Cabe señalar que debido a que la Constructora suele trabajar con adelantos otorgados por sus clientes, se mitiga el riesgo de morosidad. Asimismo, si un cliente le dejase de pagar las valorizaciones periódicas de una obra, la Constructora rápidamente podría paralizar sus operaciones en ese proyecto, acotando los riesgos. Sin embargo, estas eventuales paralizaciones le podrían generar sobrecostos.

Como parte de su evaluación, Apoyo & Asociados analizó los flujos generados por la Constructora con el fin de obtener un rating corporativo base. El análisis de los flujos incluye lo esperado por la administración para los siguientes años. Adicionalmente, se evaluó la Estructura y los mejoradores de la misma. Finalmente, los flujos fueron analizados considerando diversos escenarios de sensibilización para evaluar si aún en esos supuestos los Bonos se pueden pagar.

PERFIL Y ANALISIS FINANCIERO

Modelación financiera y sensibilizaciones

La Clasificadora considera la transacción dentro del contexto del sector construcción y los riesgos asociados a éste, expuesto a factores exógenos no controlables por ICCGSA Constructora como los cambios en las políticas de los gobiernos de turno y en las políticas de licitación, periodos electorales, ciclos económicos, competencia de empresas extranjeras, entre otros.

De esta manera, debido a que el pago de los Bonos depende principalmente del desempeño de la Constructora (incluye consorcios), se efectuó una proyección sensibilizada, considerando tanto las condiciones macroeconómicas, como el funcionamiento específico de ese negocio. La Clasificadora utilizó un modelo propio de flujo de caja para la Constructora y los ratios de cobertura, considerando la cascada de pagos y los mecanismos de operación especificados en los documentos de las emisiones, para verificar si los flujos estresados, así como los niveles de colateral provistos por la transacción, son suficientes para cubrir el pago de capital e intereses.

En ese sentido, Apoyo & Asociados proyectó el desempeño esperado de la Estructura bajo escenarios en los que se sensibilizaron diversas variables, como: *backlog* de obras, ingresos, márgenes y tasas de interés, entre otras. De esta forma, para determinar la capacidad de pago sólo se consideraron los flujos generados por la Constructora.

Por su parte, a setiembre 2017 los flujos cedidos permitieron registrar una cobertura en el segundo trimestre de Flujos Dinerarios / Servicio de Deuda de alrededor de 24x. Asimismo, la cobertura de Flujos Futuros Cedidos / Outstanding de los Bonos fue de unas 9.0x. Cabe señalar que de acuerdo a los resguardos del Programa, dichos

indicadores deberán registrar niveles no menores a 2.50x (medido trimestralmente) y 1.15x (medido semestralmente), respectivamente.

A pesar de que los indicadores anteriormente mencionados registraban una significativa holgura con respecto a los resguardos establecidos, en opinión de la Clasificadora la actual coyuntura por la que atraviesa la Constructora podría seguir afectando su capacidad para obtener nuevos contratos y mantener su actual nivel de *backlog*, por lo que podría repercutir en su generación futura.

Análisis de Recupero

Finalmente, utilizando la metodología del *recovery*, se evaluó el Fideicomiso de Activos en Garantía, compuesto por las acciones de las principales subsidiarias e ICCGSA Inversiones, pólizas de seguro y diversos inmuebles. Para el análisis del *recovery* la Clasificadora sólo se centró en el valor de los inmuebles.

Cabe recordar que el Programa tiene un resguardo que contempla que el valor de realización de los inmuebles debe significar no menos del 50% del saldo de los Bonos en circulación durante los primeros nueve años. A partir del inicio del décimo año, este resguardo no aplicaría, ya que se tendría en la Cuenta Reserva el equivalente al Servicio de Deuda de los siguientes y últimos 12 meses de los Bonos en circulación y, por lo tanto, la emisión estaría garantizada al 100% por efectivo y/o por cartas fianza.

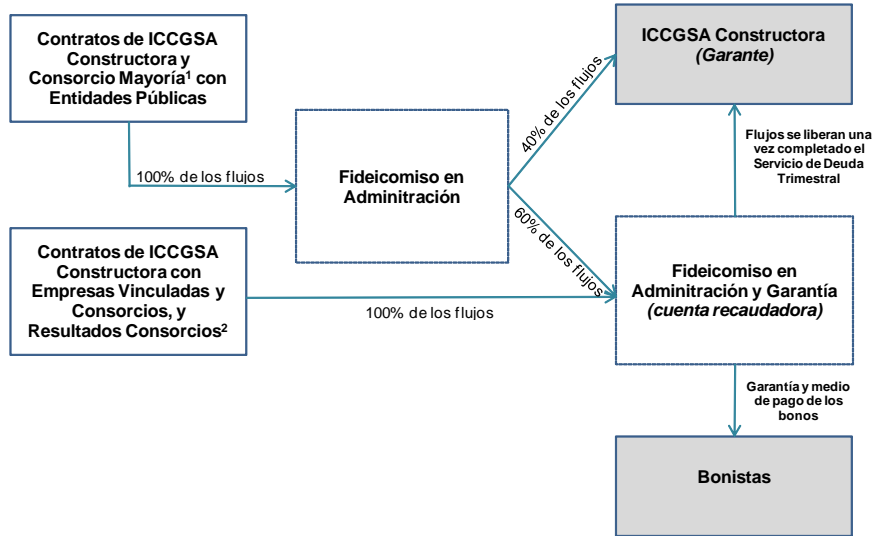
Es importante indicar que en un escenario hipotético en el que los inmuebles fueran ejecutados, la no posesión de los mismos por parte del Grupo no afectaría de manera significativa a las actividades operativas de ICCGSA Constructora y Consorcios.

De otro lado, la existencia de una Cuenta de Reserva que contenga en efectivo y/o en cartas fianza el equivalente al Servicio de Deuda de los siguientes 12 meses, permite que para el primer año ese importe en garantía sea equivalente por lo menos al 11.6% del saldo de los Bonos emitidos (25% a set. 2017). Considerando que los Bonos tienen amortizaciones trimestrales y esta condición se mantiene vigente durante todas las emisiones, la garantía se va incrementando gradualmente hasta significar el 100% del saldo de los Bonos al inicio del décimo año. De esta manera, en la eventualidad de un *default*, los inmuebles en garantía y la Cuenta de Reserva permiten reducir la severidad de la pérdida de los inversionistas.

Anexo 1 (Estructura del Fideicomiso de Flujos y del Fideicomiso de Estructura de Garantías).

Estructura del Fideicomiso de Flujos

Flujo de la Transacción y Pago de Servicio de Deuda

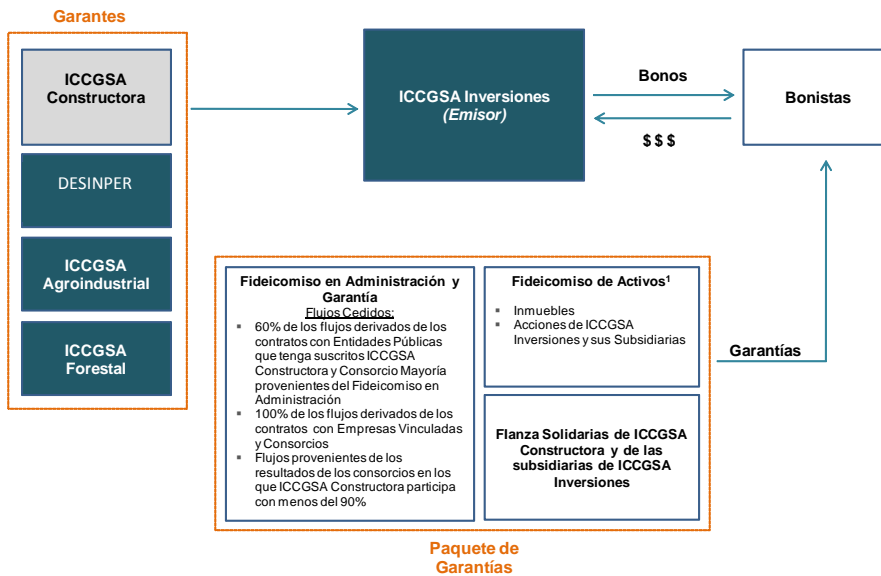


1) Consorcio Mayoría: Consorcios en los cuales ICCGSA Constructora posee el 90% o más de la participación

2) Resultados Consorciados: Flujos provenientes de los resultados de los consorcios en los que ICCGSA Constructora participa con menos del 90%.

Estructura de Garantías

Garantías de los Bonos



1) Se excluye las concesiones

Fuente: ICCGSA / Elaboración Propia

Indicadores Financieros del Garante principal

Resumen Financiero ICCGSA Constructora Individual

(Incluye Consorcios)

(Cifras en miles de Soles)

Tipo de Cambio S/ / US\$ a final del Período	3.25	3.36	3.41	2.99	2.80
	12M Jun-17	dic-16	dic-15	dic-14	dic-13
Rentabilidad					
EBITDA	84,769	88,070	73,680	51,313	107,243
Mg. EBITDA	10.6%	10.3%	9.0%	9.2%	14.6%
EBITDAR	151,947	138,194	150,976	89,863	154,010
Margen EBITDAR	18.9%	16.2%	18.4%	16.1%	21.0%
FCF / Ingresos	1.4%	-5.3%	0.6%	26.9%	3.5%
ROE (promedio)	19.9%	22.8%	9.9%	20.3%	74.1%
Cobertura					
EBITDA / Gastos financieros	18.5	17.5	12.2	9.8	114.9
EBITDAR / (Gastos financieros + Alquileres)	2.1	2.5	1.8	2.1	3.2
EBITDA / Servicio de deuda	1.7	2.2	5.5	1.2	2.2
EBITDAR / (Servicio de deuda + Alquileres)	1.3	1.5	1.7	1.1	1.6
FCF / Servicio de deuda	0.2	-1.1	0.4	3.6	0.5
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	1.0	0.1	4.7	5.0	1.4
CFO / Inversión en Activo Fijo	1.5	-0.2	1.1	8.3	3.1
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda financiera total / EBITDA	0.5	0.4	0.1	0.8	0.5
Deuda financiera neta / EBITDA	0.1	-0.1	-0.6	-0.3	0.1
(Deuda fin. total + Bonos garant.) / EBITDA	1.1	1.0	0.9	0.8	0.5
(Deuda fin. neta + Bonos garant.) / EBITDA	0.6	0.4	0.1	-0.3	0.1
Deuda ajustada total / EBITDAR	2.1	1.7	2.0	1.7	1.2
Deuda ajustada neta / EBITDAR	1.9	1.3	1.6	1.1	0.9
Deuda financiera total / Capitalización	16.1%	13.6%	4.8%	19.8%	23.8%
Deuda ajustada total / Capitalización ajustada	58.3%	50.7%	59.7%	48.8%	54.6%
Costo de financiamiento estimado	18.4%	21.8%	23.9%	11.7%	3.7%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	100.0%	99.7%	71.9%	89.2%	96.8%
Balance					
Activos totales	903,717	901,903	748,873	727,553	594,721
Caja e inversiones corrientes	36,161	48,819	57,787	57,263	43,422
Deuda financiera Corto Plazo	44,220	35,772	7,242	36,114	47,536
Deuda financiera Largo Plazo	-	104	2,835	4,374	1,562
Deuda financiera Total	44,220	35,876	10,077	40,488	49,098
Bonos garantizados de ICCGSA Inversiones	45,009	48,562	55,919	-	-
Deuda fuera de Balance (inc. bonos garant. y arriendos)*	278,152	198,933	287,807	115,650	140,301
Deuda ajustada total	322,372	234,809	297,884	156,138	189,399
Patrimonio Total	230,812	228,223	201,123	164,098	157,566
Capitalización	275,032	264,099	211,200	204,586	206,664
Capitalización ajustada	553,184	463,032	499,007	320,236	346,965
Anticipos de clientes terceros	298,134	311,355	259,562	330,633	185,551
Flujo de caja					
Flujo de caja operativo (CFO)					
Inversiones en activo fijo	-21,158	-22,957	-33,739	-21,567	-15,197
Dividendos comunes	-	-17,323	-	-7,491	-6,071
Flujo de caja libre (FCF)					
Ventas de activo fijo	11,618	-45,567	5,032	150,150	25,290
Otras inversiones, neto	-	-	-	5,821	-
Variación neta de deuda	25,809	34,488	15,999	-150,591	-88,852
Variación neta de deuda	-11,387	25,799	-30,411	-18,179	48,215
Variación neta de capital	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	-16,406	-23,688	9,904	26,640	25,859
Variación de caja	9,634	-8,968	524	13,841	10,512
Resultados					
Ingresos	803,131	852,711	822,757	558,142	732,810
Variación de Ventas	-5.8%	3.6%	47.4%	-23.8%	24.5%
Utilidad operativa (EBIT)	71,990	70,350	45,416	36,465	87,259
Gastos financieros	4,594	5,019	6,035	5,222	933
Ingresos Financieros	631	1,171	6,894	6,745	5,329
Alquileres	67,178	50,124	77,296	38,550	46,767
Resultado neto	44,463	48,840	18,141	32,588	76,832

EBITDA = Ut. Operativa (no incluye otros ingresos y egresos) + Deprec. + Amort.

FFO = Rstdo. Neto + Deprec.+ Amort. + Rstdo. en Venta de Activos + Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstdo. Neto

+ Variación en Otros Activos + Variación de Otros Pasivos - Dividendos Preferentes

Var. Capital de Trabajo = Cambio en Ctas.x Cobrar Comerc.+ Cambio en Exist. -Cambio en Ctas.x Pagar Comerc.

CFO = FFO + Variación de capital de trabajo. // FCF = CFO + Inversión en Activo Fijo + Pago de Dividendos Comunes

Cargos fijos = Gastos Fin. + Dividendos Pref. + Arriendos

*Deuda fuera de Balance = Incluye avales y arriendos anuales multiplicados por el factor 3.0x

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

Capitalización ajustada: Deuda ajustada total + patrimonio total + acciones preferentes + interés minoritario

Estados Financieros Consolidados del Emisor

ICCGSA INVERSIONES S.A. Y SUBSIDIARIAS ESTADO DE SITUACION FINANCIERA AL 30-09-2017 (Expresado en Miles de Soles)

ACTIVO	sep-17	dic-16	dic-15	PASIVO	sep-17	dic-16	dic-15
Activo Corriente				Pasivo Corriente			
Cajas y bancos	4,673	7,997	9,304	Obligaciones Financieras	52,762	53,302	31,708
CxC Comerciales a terceros	2,534	4,750	3,095	Bonos Corporativos	7,657	7,249	7,707
CxC Comerciales a vinculadas	7,080	8,372	5,393	CxP Comerciales a terceros	1,245	3,284	2,695
CxC Diversas	7,573	4,591	5,021	CxP Comerciales a vinculadas	147,019	130,044	108,077
Anticipos a proveedores	10,919	11,040	11,025	Anticipos de clientes	35,800	24,851	21,541
Existencias	145,497	96,784	63,731	Otros pasivos corrientes	1,017	4,325	1,333
Otros activos corrientes	806	399	215				
Total Activo Corriente	179,082	133,933	97,784	Total Pasivo Corriente	245,500	223,055	173,061
Activo no corriente				Pasivo no corriente			
Otras CxC largo plazo	13,873	13,579	10,109	Deuda financiera de largo plazo	33,029	37,667	17,426
Inversiones en asociadas	10,586	10,310	1,074	Bonos Corporativos	35,527	41,313	48,212
Existencia largo plazo	-	39,118	35,124	Impuestos Diferidos	-	3,520	2,799
Inmuebles, Maq. y Equipos neto	97,706	92,384	79,333	CxP Diversas	-	281	-
Propiedades de Inversión	17,852	17,852	16,510				
Activo Biológico neto	4,333	4,333	5,587	Total Pasivo no corriente	68,556	82,781	68,437
Otros Activos	3,199	3,774	8,341	Total Pasivo	314,056	305,836	241,498
Activo por Impuesto a la Renta Diferido	3,239	7,283	3,694	Patrimonio Neto Atribuible a la Matriz	15,879	16,898	16,381
Activos Intangibles neto	170	262	415	Interés Minoritario	105	94	92
Total Activo No corriente	150,958	188,895	160,187	Total Patrimonio Neto	15,984	16,992	16,473
Total Activo	330,040	322,828	257,971	Total Pasivo y Patrimonio	330,040	322,828	257,971

ICCGSA INVERSIONES S.A. Y SUBSIDIARIAS ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS INTEGRALES AL 30-09-2017 (Expresado en Miles de Soles)

	sep-17	sep-16	dic-16	dic-15
Ventas Netas	22,438	5,551	33,028	4,309
Costo de Ventas	(18,446)	(7,223)	(34,331)	(13,710)
Utilidad Bruta	3,992	(1,672)	(1,303)	(9,401)
Gastos de Administración	(8,803)	(8,328)	(17,494)	(9,264)
Gastos de Venta	-	(2,111)	-	-
Utilidad Operativa	(4,811)	(12,111)	(18,797)	(18,665)
Ingresos Financieros	66	5	6	1,728
Gastos Financieros	(623)	(5,539)	(116)	(745)
Valor razonable de activos biológicos			(3,104)	(397)
Otros Ingresos neto	1,591	3,315	9,236	2,460
Resultados Atribuibles a Asociadas	(156)	(135)	(1,113)	125
Diferencia de Cambio neta	644	(135)	(91)	(701)
Utilidad antes de Impuestos	(3,289)	(14,600)	(13,979)	(16,195)
Interés minoritario	4	10	12	7
Impuesto a la Renta	(205)	3,811	2,635	3,200
Resultado Neto atribuible a mayoritarios	(3,490)	(10,779)	(11,332)	(12,988)

ANTECEDENTES

Emisor:	ICCGSA Inversiones S.A.
Domicilio:	Av. Aramburú No. 651, San Isidro - Lima
Teléfono:	(511) 221-3050
Garante Principal:	ICCGSA Constructora
Domicilio:	Av. Aramburú No. 651, San Isidro - Lima
Teléfono:	(511) 221-3050
Representante Obligacionistas:	Scotiabank Perú S.A.A.
Domicilio:	Av. Dionisio Derteano, 102, San Isidro - Lima
Teléfono:	(511) 211-6000

RELACIÓN DE DIRECTORES– ICCGSA Constructora *

Luis Javier Castillo Dibós	Presidente del Directorio
José Javier Jordán Morales	Vicepresidente del Directorio
César Augusto Castillo Petit	Director
Roberto Dall’Orto Lizárraga	Director
Elizabetb Natal Rodriguez	Director

RELACIÓN DE EJECUTIVOS - ICCGSA Constructora

Ricardo Freidenson	Gerente General
Carlos Carbajal Olmos	Gerente de Operaciones
Oscar Alvítez Velasco	Gerente de Administración y Finanzas
José Carbajal Olivera	Gerente de Recursos Humanos
Javier Jordán Morales	Gerente Técnico
Rafael Granados Cueto	Gerente Comercial
Ari Seiner Drassinower	Gerente de Logística
Juan José González Núñez	Gerente de Equipos
Margaret Carrillo Espinoza	Gerente Legal

RELACIÓN DE EJECUTIVOS - ICCGSA Inversiones

Tito Piqué Romero	Gerente General
Oscar Alvítez Velasco	Gerente de Administración y Finanzas

RELACIÓN DE ACCIONISTAS - ICCGSA Constructora*

José Fernando Castillo Dibós	23.84%
Luis Javier Castillo Dibós	17.84%
María José Castillo Llong	17.84%
Carmen Cecilia Castillo Dibós	17.84%
Roberto Dall’Orto Lizárraga	11.81%
Augusto Martín Ibáñez Sánchez	5.42%
Martha Rosa Inés Ibáñez Sánchez	5.42%

(*) Los directores y accionistas de ICCGSA Constructora son los mismos que ICCGSA Inversiones.

Información actualizada al 04-12-2017

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>Instrumentos</u>	<u>Clasificación</u>
Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones	A-(pe)
Perspectiva	Negativa

Definiciones

CATEGORÍA A(pe): Corresponde a una alta capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados; sin embargo, esta capacidad puede ser vulnerable ante cambios adversos en circunstancias o el entorno económico.

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% 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.