

# Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones

Ratings		Abril 2018
Tipo de Instrumento	Clasificación Actual	Clasificación Anterior
1ra. y 2da. Emisión del Primer Programa de Bonos Corp. ICCGSA Inversiones	B+(pe)	A-(pe)

Con información financiera no auditada a diciembre 2017.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 25/04/2018 y 24/01/2018.

## Perspectiva

Estable

**Metodologías aplicadas:** Metodología Maestra de Clasificación de Finanzas Estructuradas (01-2017).

## Analistas

Sergio Castro Deza  
[sergio.castro@aai.com.pe](mailto:sergio.castro@aai.com.pe)

María del Carmen Vergara  
[maria.vergara@aai.com.pe](mailto:maria.vergara@aai.com.pe)  
(511) 444 5588

## Fundamentos

El cambio en las clasificaciones asignadas de A-(pe) a B+(pe), refleja en opinión de la Clasificadora el cambio de la Estructura del Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones, así como los actuales riesgos asociados a la Estructura y al Emisor.

Cabe recordar que la Estructura Original tenía como principal fuente de repago los flujos generados por ICCGSA Constructora, los cuales eran canalizados a través de un Fideicomiso en Administración (F-Adm) y un Fideicomiso en Administración y Garantía (F-AG). Adicionalmente, existían algunos bienes cedidos a un Fideicomiso de Activos en Garantía, que servían como respaldo adicional. Además se contaba con una Cuenta Reserva que podía ser sustituida por una carta fianza y la fianza solidaria de ICCGSA Constructora y las principales subsidiarias de ICCGSA Inversiones.

Sin embargo, debido especialmente al impacto que tuvo el caso Lava Jato en el sector construcción, así como en ICCGSA Constructora, el sistema financiero restringió el otorgamiento de cartas fianza a las empresas del sector. Como respuesta a tal situación, ICCGSA Inversiones decidió plantear un cambio en la Estructura de los Bonos, el cual contempla la cesión de los flujos de ICCGSA Constructora, inicialmente cedidos a los bonistas, a sus principales acreedores del Sistema Financiero con la finalidad de que la Constructora pueda continuar obteniendo cartas fianza y seguir ejecutando su *backlog* de obras.

Por lo anterior, en línea con lo acordado el 28/03/2018 por las Asambleas de Bonistas, el 18/04/2018 se suscribieron las Escrituras Públicas formalizando una Nueva Estructura. En ese sentido: i) se modificó integralmente el Contrato Marco para establecer los nuevos términos de pago de los Bonos; ii) se dejó sin efecto los fideicomisos de flujos (F-Adm y el F-AG); iii) se constituyó el Fideicomiso de Activos y Flujos en Garantía (FAF), el cual incorpora nuevas garantías; y, iv) se modificó integralmente el Contrato de Fideicomiso de Activos en Garantía (FA).

Así, se pasó de una Estructura Original, en la cual el repago procedía principalmente de los flujos generados por ICCGSA Constructora, a una Nueva Estructura, en la cual el repago procederá de los flujos generados principalmente por la venta de los inmuebles cedidos y de las acciones de Corporación Agrícola Olmos S.A. (las cuales no forman parte del patrimonio fideicometido).

De esta manera, el nuevo plazo para la Primera y Segunda Emisión será de 24 meses *bullet*, debiendo amortizarse mínimo un 40% dentro de los primeros 12 meses desde la Fecha de Efectividad (18/04/2018). Lo anterior, le debería permitir al Emisor contar con el tiempo suficiente para poder vender los activos cedidos y amortizar los Bonos.

Entre las principales garantías de la Nueva Estructura se encuentran:

- **Carta Fianza.** Emitida por una entidad bancaria que cuente con una clasificación de riesgo igual o mejor a "A-" para entidades financieras y de seguros (SBS), a favor del Fiduciario, por S/ 10.86 MM. La carta garantizará las obligaciones asumidas por el Emisor bajo los Documentos del Programa y deberá mantenerse vigente durante todo el plazo de los Bonos. Actualmente la carta fianza ha sido emitida por el Banco Financiero del Perú y dicha garantía representaba aproximadamente el 28% del saldo de los Bonos en circulación a abril 2018.

## Financiamiento Estructurado

- **Fideicomiso de Activos en Garantía (FA).** Conformado principalmente por inmuebles (dos inmuebles ubicados en San Isidro - Lima, y dos ubicados en Lurín - Lima) y sobre las acciones representativas del capital social de ICCGSA Inversiones y de las Subsidiarias Principales (ICCGSA Agroindustrial, ICCGSA Forestal y Desinper).

Cabe señalar que el valor de realización de los inmuebles cedidos, según tasaciones realizadas en diciembre 2017 por Asesoría Valuadora S.A., era de S/ 28.3 MM, siendo equivalente a un 72% del saldo de los Bonos en circulación a abril 2018.

- **Fideicomiso de Activos y Flujos en Garantía (FAF).** Este nuevo fideicomiso está constituido, principalmente, por determinados inmuebles y derechos de cobro venta. En ese sentido, se han cedido inmuebles (un inmueble ubicado en San Isidro - Lima y algunos predios agrícolas ubicados en Sullana - Piura) cuyo valor de realización, según tasaciones realizadas en diciembre 2017 y marzo 2018 por Asesoría Valuadora S.A., era de S/ 12.0 MM, siendo equivalente a un 31% del monto en circulación a abril 2018. Además, se ha transferido el derecho de cobro venta del 50% de las acciones representativas del capital social de Corporación Agrícola Olmos S.A. (CAO), de titularidad de ICCGSA Agroindustrial S.A.C. Cabe indicar que dichas acciones no forman parte del patrimonio fideicometido.

De esta manera, las clasificaciones otorgadas a la Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos, teniendo en consideración la Nueva Estructura, se sustentan principalmente en:

- **El recovery estimado:** El valor de los bienes fideicometidos y la Carta Fianza permitirían contar con los recursos necesarios para cubrir el saldo de las obligaciones en circulación. Cabe señalar que para el análisis de la Estructura, la Clasificadora ha estresado el valor de los bienes cedidos, tomando como referencia las tasaciones actualizadas a diciembre 2017 y marzo 2018, así como las ofertas no vinculantes de terceros respecto a ciertos activos. En ese sentido, se consideró un valor de realización ajustado por la Clasificadora y los costos vinculados a la venta de los activos.
- **El cronograma de pagos:** El cronograma planteado permitiría a ICCGSA Inversiones contar con el tiempo suficiente para realizar la venta de los activos otorgados en garantía y de esta manera poder cumplir con el pago de los Bonos. Además, el mecanismo de pago incentiva al Emisor a liquidar gran parte de los activos durante los primeros 12 meses (desde la Fecha de Efectividad). Así, en caso de no amortizar al menos el 40% del *outstanding* de los Bonos, los bonistas tendrían la potestad de decidir dar por vencido el plazo de pago de los Bonos y exigir el pago total de los mismos.

Sin embargo, las clasificaciones asignadas se ven limitadas principalmente por:

- **El perfeccionamiento del FAF.** Es importante señalar que la constitución del FAF se encontraría bajo el denominado "Periodo de Sospecha", por lo que su perfeccionamiento requeriría de seis meses contados a partir de su formalización.
- **Los riesgos inherentes al sector inmobiliario.** Se suele observar una alta correlación entre el sector inmobiliario y la evolución económica del país. Además, existen diversos factores exógenos que pueden impactar en los precios y en la demanda de los inmuebles. Así, entre estos factores figuran cambios en las políticas de los gobiernos de turno, el ruido político, las expectativas de los inversionistas, cambios en la tasa de interés, entre otros.

### ¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

Se podría generar un impacto positivo en las clasificaciones si es que: i) los activos se logran liquidar a valores superiores a los estimados por la Clasificadora en un escenario estresado; ii) la liquidación de los activos se realiza rápidamente, reduciendo el costo financiero asociado a las obligaciones y la incertidumbre respecto a la demanda del mercado; y, iii) se perfecciona el FAF transcurrido el periodo de sospecha. Con respecto al último punto mencionado, una vez superado el "periodo de sospecha", las garantías adicionales del FAF permitirían que las clasificaciones mejoren a niveles de "BB(pe)".

Por su parte, el rating podría verse afectado por: i) la dificultad para la venta de los activos en garantía dentro de los plazos establecidos y/u obtención de precios menores a lo proyectado por la Clasificadora en un escenario de estrés; ii) inconvenientes o problemas para perfeccionar el FAF; iii) nuevos cuestionamientos legales y/o sanciones que involucren al grupo ICCGSA ante las autoridades; y, iv) que la medición efectuada por la Clasificadora de la cobertura de garantías [(Valor realización de inmuebles + Carta Fianza) / Saldo Bonos], se ubique por debajo de 1.0x. Cabe señalar que para la medición de este indicador la Clasificadora no considera el valor de las acciones de CAO.

## RESUMEN DE LA TRANSACCIÓN

ICCGSA Inversiones, en el marco del Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones (el Programa) hasta por S/ 155.0 MM, colocó en enero 2015 dos emisiones por un total de S/ 61.5 MM. 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.

No obstante, el 18/04/2018 la Compañía reestructuró dicha deuda, formalizándose una Nueva Estructura. Así, actualmente las emisiones tienen, entre otros, un plazo menor y un cronograma de pagos *bullet* de capital e intereses al mes 24. Además, cada vez que se realice la venta de algún bien fideicometido, existe la obligación de realizar una amortización con los fondos disponibles. Asimismo, durante los primeros 12 meses desde la Fecha de Efectividad, deberán amortizarse los Bonos en por lo menos un 40%.

	Emisión 1	Emisión 2
<b>Estructura Original</b>		
Importe Original (S/ MM)	38.3	23.2
Plazo (años)	5	10
<b>Nueva Estructura</b>		
Saldo al 19/04/2018 (S/ MM)	16.5	22.8
Tasa	6.375%	8.000%
Plazo (años)	2	2
Amortización	<i>Bullet</i>	<i>Bullet</i>
Hito 1	Amort. min. 40% al mes 12	Amort. min. 40% al mes 12
Comisión por Amortización (cada vez que se prepague)	0.50%	0.50%

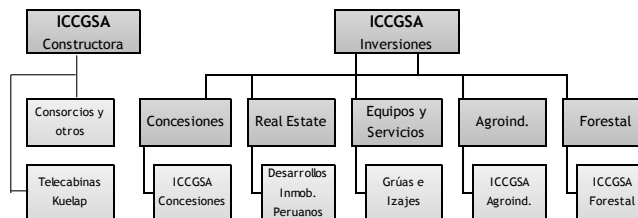
Fuente: ICCGSA

Cabe señalar que los Bonos cuentan con una Fianza Solidaria de ICCGSA Constructora 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. Cabe resaltar que se excluye las concesiones de cualquiera de las empresas mencionadas.

Adicionalmente, los Bonos están garantizados por: i) Carta Fianza Bancaria; ii) Fideicomiso de Activos en Garantía; iii) Fideicomiso de Activos y Flujos en Garantía; y, iv) el Contrato de Hipoteca, cuyas principales características están descritas más adelante en el presente informe.

## 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 encargaría 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

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 S.A. para desarrollar, a través de Corporación Agrícola Olmos S.A.C., dichos terrenos principalmente con productos de agro exportación.

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. En ese sentido, han desarrollado proyectos que abarcan más de 100 unidades inmobiliarias. Así, en los últimos años habían entregado diversos proyectos ubicados principalmente en Carabayllo, Surco y Jesús María.

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 diciembre 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 diciembre 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%. Cabe señalar que en dichas empresas 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.

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 en la Nueva Estructura planteada por ICCGSA Inversiones, no se tomará en cuenta los flujos generados por las concesiones previamente mencionadas.

Por otro lado, si bien el Emisor es ICCGSA Inversiones, la Clasificadora considera que su desempeño y/o el de sus vinculadas es menos relevante (respecto de la Estructura Original) para el análisis de la Nueva Estructura, en la cual el repago de los Bonos provendrá básicamente de los flujos generados por la venta de los inmuebles cedidos y de las acciones de CAO.

### ESTRUCTURA DEL PROGRAMA

Se debe considerar que todos los titulares de los Bonos que se emitieron 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, después del último pago realizado el 19/04/2018, los saldos de la Primera y Segunda Emisión ascendieron a S/ 16.5 y S/ 22.8 MM, respectivamente.

Cabe resaltar que con la Nueva Estructura de los Bonos, se continuará con las tasas de interés anteriormente mencionadas. Sin embargo la Nueva Estructura contempla un nuevo cronograma de pagos y una comisión de amortización de 0.50% cada vez que se realice una amortización.

Así, el nuevo plazo para ambas emisiones será de 24 meses con un pago único *bullet* al final (capital e intereses). No obstante, el Emisor deberá amortizar o causar que se amortice el principal de todos los Bonos en por lo menos un 40% dentro de los 12 meses siguientes a la Fecha de Efectividad que fue el 18/04/2018.

Tal como se mencionó, según la Nueva Estructura, los Bonos están garantizados por: i) la Carta Fianza; ii) el Fideicomiso de Activos en Garantía; iii) el Fideicomiso de Activos y Flujos en Garantía; iv) el Contrato de Hipoteca; y, v) Fianza Solidaria de ICCGSA Constructora y las Subsidiarias Principales del Emisor.

A continuación se describen de manera resumida los principales contratos vinculados a la Nueva Estructura. Sin embargo, para mayor detalle se recomienda revisar los documentos suscritos.

### Contrato Marco de Emisión del Primer Programa de Bonos Corp. ICCGSA Inversiones (Contrato Marco):

En octubre 2014 se firmó el Contrato Marco, el cual establecía las condiciones y características del Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones hasta por S/ 155 MM. Asimismo, se suscribieron los Contratos Complementarios correspondientes a la Primera y Segunda Emisión.

Posteriormente, el 28/03/2018, las Asambleas de Bonistas acordaron, entre otros, modificar el Contrato Marco, para lo cual el 18/04/2018 se suscribió una Modificación Integral al Contrato Marco de Emisión.

De esta manera, según la Modificación Integral del Contrato Marco, durante la vigencia de los Bonos el Emisor deberá, entre otros, cumplir con lo siguiente:

- Amortizar la totalidad de los Bonos en el mes 24, sin perjuicio de amortizar o causar que se amortice el principal de los Bonos en por lo menos un 40% dentro de los 12 meses siguientes a la Fecha de Efectividad. Además, deberá realizar Amortizaciones Obligatorias cada vez que se acrediten Flujos Venta en las Cuentas Recolectoras de los fideicomisos.
- Mantener un Ratio de Cobertura de Garantías [(Valor de Realización de Inmuebles + Importe de la Carta Fianza + Valor de las Acciones CAO) / Valor Nominal Vigente de la totalidad de los Bonos] mayor a 1.0x.
- Obtener y mantener durante toda la vigencia de los Bonos una clasificación de riesgo no menor a "A+", asignada por dos clasificadoras; salvo que el Emisor obtenga dispensa de parte de la Asamblea.

### **Eventos de Incumplimiento**

En el Contrato Marco figuran diversos Eventos de Incumplimiento, que podrían determinar la terminación anticipada de los Bonos, dentro de los cuales figuran:

- A. Que el Emisor no cumpla con amortizar o causar que se amortice el principal de los Bonos en por lo menos un 40% dentro de los 12 meses siguientes a la Fecha de Efectividad y/o amortizar o causar que se amorticen los Bonos cuando se acrediten Flujos Venta en las Cuentas Recolectoras.

- B. Si uno o más acreedores del Emisor, inicia cualquier tipo de proceso de quiebra, procedimiento concursal o reestructuración patrimonial ante las autoridades competentes, o cualquier proceso de cesación de pagos; y dicho proceso no es declarado improcedente o se archiva dentro de los 30 días hábiles siguientes a su inicio.
- C. Si transcurridos seis meses desde la fecha de la última publicación, a la que se refiere la Ley de Bancos respecto de la transferencia fiduciaria en virtud del Fideicomiso de Activos y Flujos en Garantía, la clasificación de riesgo se mantiene por debajo de A+, salvo que el Emisor obtenga dispensa de parte de la Asamblea.
- D. Si el Emisor o sus vinculadas no cumplen con perfeccionar las Garantías o incumple cualquiera de las obligaciones establecidas en los Contratos de Garantía, sin haberse subsanado en los plazos establecidos.
- E. Que el Ratio de Cobertura de Garantías sea menor a 1.0x.

Ante la configuración de un Evento de Incumplimiento [excepto por lo señalado en el punto A. anterior], el Representante de Obligacionistas convocará a Asamblea General, a fin que ésta decida si: i) se darán por vencidos los plazos de pago de los Bonos; ii) se ampliará el plazo de subsanación; iii) se dispensará de forma expresa al Emisor; o, iv) se adoptará alguna otra medida.

Asimismo, ante la ocurrencia del Evento de Incumplimiento señalado en el punto A. anterior, los Bonistas podrán mediante acuerdo de Asamblea General: i) otorgar al Emisor un plazo adicional para el pago de los intereses y/o principal vencido; ii) determinar la forma en que ejercerán el cobro de los mismos; iii) dar por vencido el plazo de pago de los Bonos; o, iv) adoptar cualquier otra medida.

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

### **Fideicomiso de Activos en Garantía (FA):**

En octubre 2014 se firmó el Contrato de FA, el cual tuvo diversas adendas entre los años 2015 y 2017, las cuales permitieron, principalmente, restituir o excluir algunos inmuebles cedidos.

Posteriormente, en línea con lo acordado el 28-03-2018 en las Asambleas de Bonistas, el 18-04-2018 se suscribió la Escritura Pública denominada "Modificación Integral al Contrato de Fideicomiso de Activos en Garantía", la cual, entre otros, incorpora un procedimiento de venta voluntaria de los inmuebles cedidos.

Así, el Contrato de FA tiene como finalidad: i) administrar los Bienes Fideicometidos hasta el pago total y oportuno de las Obligaciones Garantizadas; ii) que el Patrimonio Fideicometido sirva de garantía del oportuno cumplimiento de las Obligaciones Garantizadas Bonos; y, iii) establecer un mecanismo de venta voluntaria de los inmuebles para el pago de las Obligaciones Garantizadas Bonos.

Cabe señalar que los Bienes Fideicometidos del FA incluyen:

i) Acciones de ICCGSA Agroindustrial, ICCGSA Forestal, Desinper e ICCGSA Inversiones.

ii) Inmuebles: a) dos predios ubicados en la Av. Aramburú, San Isidro, Lima, de titularidad de Desinper; y, b) dos predios ubicados en Lurín, Lima, de titularidad de ICCGSA Constructora.

iii) Flujos Dinerarios: son los Flujos de la Ejecución, Flujos por Seguros y Flujos Venta.

iv) Pólizas de Seguro: contratadas para proteger a los Inmuebles cedidos.

Cabe señalar que el valor de realización de los dos inmuebles ubicados en el distrito de San Isidro y de los dos predios ubicados en el distrito de Lurín, según tasaciones realizadas en diciembre 2017 por Asesoría Valuadora S.A., era de S/ 28.3 MM, siendo equivalente a un 72% del saldo de los Bonos en circulación a abril 2018.

Es importante señalar que los Fideicomitentes podrán sustituir unos o más inmuebles por otros inmuebles y/o una o más cartas fianza, siempre que se cumpla que el inmueble sustituto o la carta fianza tengan un valor no menor al de los inmuebles objeto de sustitución.

Ante un Evento de Incumplimiento la Asamblea podrá decidir si acelera el pago de los Bonos. De ser ese el caso, el Representante de los Obligacionistas comunicará a la Fiduciaria para que proceda con la ejecución de los inmuebles cedidos. En ese supuesto, el precio base ofrecido mínimo será equivalente al 90% del valor de realización que se obtenga de las tasaciones. Si una vez cumplidos los procedimientos y plazos establecidos en el Contrato de FA no se recibieran ofertas de compra que reúnan los requisitos indicados, se deberá realizar una nueva convocatoria, en la cual el precio se reducirá en un 15% con respecto al precio base de la convocatoria anterior. Este procedimiento se repetirá hasta en tres veces. Si a pesar de lo señalado no se lograra vender los inmuebles, entonces, según el procedimiento y plazos establecidos en el Contrato de FA, se realizará una nueva convocatoria adjudicándose los bienes al mejor postor.

### **Fideicomiso de Activos y Flujos en Garantía (FAF):**

Según lo acordado el 28-03-2018 en las Asambleas de Bonistas, el 18-04-2018 se firmó el Contrato de FAF que servirá como medio de pago y garantía de las Obligaciones Garantizadas.

Cabe señalar que el Contrato de FAF tiene como finalidad: i) administrar los Bienes Fideicometidos hasta el pago total y oportuno de las Obligaciones Garantizadas; y, ii) que el Patrimonio Fideicometido sirva de garantía del oportuno cumplimiento de las Obligaciones Garantizadas.

Los Bienes Fideicometidos del FAF son los siguientes:

i) Inmuebles: un predio ubicado en la Av. Aramburú, San Isidro, Lima, de titularidad de Desinper; y, predios rurales ubicados en Sullana, Piura, de titularidad de Uvas del Norte. El valor de realización de dichos predios, según tasaciones realizadas en diciembre 2017 y marzo 2018 por Asesoría Valuadora S.A. era de S/ 4.9 y S/ 7.1 MM, respectivamente.

ii) Pólizas de Seguro, contratadas para proteger a los Inmuebles cedidos.

iii) Derecho de Cobro Venta: Son los derechos de crédito futuros que cualquiera de los Fideicomitentes tenga derecho a recibir por la venta o cualquier forma de disposición de: A) los inmuebles o B) las acciones de Corporación Agrícola Olmos S.A. (CAO), las cuales no forman parte del patrimonio fideicometido. Cabe señalar que ICCGSA Agroindustrial S.A.C. es propietaria del 50% de las acciones representativas del capital social de CAO. Como referencia, según el FAF, las acciones fueron valorizadas para el cálculo del Ratio de Cobertura de Activos en S/ 43.1 MM.

iv) Flujos Dinerarios Venta: Son las sumas de dinero provenientes de los Derechos de Cobro Venta.

v) Derechos de Cobro Remanentes: Son los derechos de crédito presentes o futuros que pudieran corresponder a ICCGSA Constructora sobre el remanente al que tenga derecho a recibir bajo los Fideicomisos Aseguradoras. Con respecto a esta garantía, Apoyo & Asociados considera que los Bonistas se encontrarían subordinados frente a otros acreedores, por lo que estas garantías no son consideradas por la Clasificadora como relevantes dentro del paquete de garantías otorgado.

vi) Flujos Dinerarios Remanentes: son todas las sumas de dinero provenientes de los Derechos de Cobro Remanentes.

Ante un Evento de Incumplimiento la Asamblea decidirá si acelera el pago de los Bonos. De ser el caso, el Representante de los Obligacionistas comunicará a la Fiduciaria para que proceda con la ejecución de los inmuebles. En ese supuesto, el precio base de ejecución será equivalente como mínimo al 90% del valor de realización de las tasaciones correspondientes. Si se declara desierta la subasta de los bienes, según los procedimientos y plazos establecidos en el Contrato FAF, se convocará a una nueva subasta en la cual el precio se reducirá en un 15% con respecto al precio base de la convocatoria anterior. Este procedimiento se repetirá hasta en tres ocasiones. Si a pesar de lo señalado no se lograra vender los inmuebles, entonces, según el procedimiento y plazos establecidos en el Contrato de FAF, se realizará una

nueva convocatoria adjudicándose los bienes al mejor postor.

### Cuentas de los Fideicomisos (FA y FAF)

Los Patrimonios Fideicometidos (PF) contarán, cada uno, principalmente con las siguientes cuentas:

1. Cuenta Recolectora (C-R): Cuenta en la que se canalizarán los flujos de venta de todos los activos y/o derechos de cobro cedidos.
2. Cuenta Seguros (C-S): Sólo se abrirá una C-S en caso de ocurrencia de un siniestro respecto a un inmueble. En la C-S se depositarán los flujos que reconozca la aseguradora correspondiente.
3. Cuenta de Ejecución (C-E): Sólo se procederá a abrir una C-E en caso se ejecuten bienes Fideicometidos. En dicha cuenta se depositarán los flujos de la ejecución.

### PRELACIÓN DE PAGOS - Asignación de flujos

En tanto no haya quedado configurado un Evento de Incumplimiento, los Flujos Venta serán canalizados a través de la C-R. Cabe señalar que la administración de cada fideicomiso se realizará de manera independiente.

En el caso del FA, los flujos que se encuentren en la C-R tendrán el siguiente orden de prelación:

1. El Fiduciario cubrirá los tributos que se adeuden con relación a los Bienes Fideicometidos.
2. Se deberá cubrir los gastos y costos que se generen como consecuencia de la constitución, administración y defensa del Patrimonio Fideicometido.
3. Se cubrirá la retribución que se pudiera estar adeudando a: i) La Fiduciaria; ii) el Representante de los Obligacionistas; y, iii) las Empresas Clasificadoras.
4. Se pagarán las comisiones, gastos de asesores y otros costos o gastos directamente asociados a la venta de los inmuebles.
5. Se deben pagar las Obligaciones Garantizadas Bonos.

En el caso del FAF la prelación será la siguiente:

1. El Fiduciario cubrirá los tributos que se adeuden con relación a los Bienes Fideicometidos.
2. Se deberá cubrir los gastos de administración, custodia y ejecución del Patrimonio Fideicometido, así como los gastos con terceros relacionados a la administración y al proceso de ejecución.
3. Se cubrirá la retribución que se pudiera estar adeudando a: i) La Fiduciaria; ii) el Representante de los Obligacionistas; y, iii) las Empresas Clasificadoras.

4. Se deben pagar las Obligaciones Garantizadas Bonos.

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

Como se mencionó anteriormente, el *rating* de los Bonos se respalda fundamentalmente en la existencia del Fideicomiso de Activos en Garantía, el Fideicomiso de Activos y Flujos en Garantía, y la Carta Fianza.

En opinión de Apoyo & Asociados, actualmente el *rating* de ICCGSA Constructora, así como de las “Subsidiarias Principales” que otorgan su fianza solidaria no sería mayor que el de la Estructura, ya que se trata de empresas que se encuentran en una coyuntura desfavorable, por lo que dichas garantías no son consideradas por la Clasificadora como relevantes dentro del paquete de garantías otorgado.

### 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 marzo 2018 sus accionistas eran Credicorp (45%), Interbank (35%) y Scotiabank Perú (20%). Cabe señalar que su principal accionista, Credicorp, es el mayor holding financiero del país y que dentro de sus empresas figura el BCP, que es la mayor institución financiera peruana y tiene un *rating* de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe).

Por su parte, a diciembre 2017, La Fiduciaria registró activos por S/ 24.0 MM (S/ 18.9 MM a dic. 2016), pasivos por S/ 8.0 MM (S/ 5.3 MM a fines del 2016) y un patrimonio neto de S/ 16.0 MM, mayor al registrado al cierre del 2016 (S/ 13.6 MM). Asimismo, durante el ejercicio 2017 tuvo una utilidad neta de S/ 12.2 MM (S/ 10.0 MM a dic. 2016).

### ANÁLISIS FINANCIERO

#### Modelación financiera y Análisis de Recupero

La Clasificadora considera que la presente Estructura tiene una fuerte vinculación con la evolución del sector inmobiliario y los riesgos asociados a éste, por lo que está expuesta a factores exógenos no controlables por ICCGSA Inversiones que podrían repercutir en la demanda y/o en los precios de los activos a ser vendidos. Así, por ejemplo, estos activos podrían verse afectados por los cambios en las políticas de los gobiernos de turno, el ruido político, las expectativas de los inversionistas, los ciclos económicos, cambios en la tasa de interés, entre otros. Sin embargo, se debe tener en consideración que el nuevo plazo de los Bonos será de 24 meses *bullet*, lo que mitiga parcialmente la posible exposición a dichos factores.

En ese sentido, para estimar el posible *recovery*, Apoyo & Asociados evaluó los bienes cedidos al Fideicomiso de Activos en Garantía, así como al Fideicomiso de Activos y Flujos en Garantía.

Por lo anterior, la Clasificadora utilizó las tasaciones de los inmuebles cedidos actualizadas a diciembre 2017 y marzo 2018, así como algunas ofertas no vinculantes respecto a ciertos activos.

De esta manera, en el caso de los inmuebles cedidos se evaluaron diversos escenarios, utilizándose en el escenario estresado los valores de realización ajustados (VRA) por la Clasificadora. En ese sentido, se evaluaron escenarios en el que el VRA llegaba incluso a un 50 y/o 60% del valor comercial. Sin embargo, cabe mencionar que los tasadores ubicaban el valor de realización en 80% del valor comercial.

En el caso del 50% de las acciones de CAO, se consideró el patrimonio, la deuda y la caja de la empresa a fines del 2017 para poder estimar un posible valor.

Además, la Clasificadora consideró que los tres inmuebles cedidos ubicados en San Isidro y los dos inmuebles de Lurín, recién se venderían a finales del primer año; y los predios agrícolas y los flujos generados por la venta de las acciones de CAO recién se registrarían a finales del segundo año. Así, este escenario asumiría que se tendrían que pagar los intereses por el 100% del saldo de los Bonos durante todo el primer año, lo cual sería menor si es que los bienes se vendieran antes. Igualmente para el segundo año se asumió que recién al final de ese año el saldo de la deuda (60%) sería amortizado.

Adicionalmente, la existencia de una Carta Fianza emitida por el Banco Financiero por S/ 10.9 MM, permite que esta garantía sea equivalente inicialmente a aproximadamente un 28% del saldo de los Bonos en circulación. Considerando que los Bonos deberían ser amortizados por lo menos en 40% durante el primer año, la garantía se incrementaría proporcionalmente respecto al valor de los Bonos conforme se van amortizando.

De este modo, los bienes cedidos y la Carta Fianza permitirían cubrir el saldo de los Bonos en circulación. No obstante, las clasificaciones se ven limitadas inicialmente, entre otros, por la existencia del denominado “periodo de sospecha” que afectaría al nuevo FAF, por lo que se requerirían de seis meses contados desde su formalización para su perfeccionamiento. Además, como se mencionó, diversas variables exógenas podrían tener impacto en el valor de los activos a ser vendidos o en el tiempo requerido para su venta.

Sin embargo, una vez superado el “periodo de sospecha” el Fideicomiso de Activos y Flujos en Garantía, las garantías adicionales permitirían que las clasificaciones mejoren a niveles de “BB(pe)”. Igualmente, en el caso de que los bienes cedidos se vendan en un periodo de tiempo más corto y a mejores precios que los estimados por la Clasificadora, también podría registrarse un impacto positivo en las clasificaciones asignadas.

## Estados Financieros Consolidados del Emisor

### ICCGSA INVERSIONES S.A. Y SUBSIDIARIAS ESTADO DE SITUACION FINANCIERA (Expresado en Miles de Soles)

ACTIVO	dic-17	dic-16	dic-15	PASIVO	dic-17	dic-16	dic-15
<b>Activo Corriente</b>				<b>Pasivo Corriente</b>			
Cajas y bancos	8,475	7,997	9,304	Obligaciones Financieras	52,810	53,302	31,708
CxC Comerciales a terceros	2,826	4,750	3,095	Bonos Corporativos	7,810	7,249	7,707
CxC Comerciales a vinculadas	4,420	8,372	5,393	CxP Comerciales a terceros	678	3,284	2,695
CxC Diversas	15,965	4,591	5,021	CxP Comerciales a vinculadas	85,933	130,044	108,077
Anticipos a proveedores	670	11,040	11,025	Anticipos de clientes	5,841	24,851	21,541
Existencias	72,894	96,784	63,731	Otros pasivos corrientes	2,767	4,325	1,333
Otros activos corrientes	24	399	215				
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>105,274</b>	<b>133,933</b>	<b>97,784</b>	<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>155,840</b>	<b>223,055</b>	<b>173,061</b>
<b>Activo no corriente</b>				<b>Pasivo no corriente</b>			
Otras CxC largo plazo	6,040	13,579	10,109	Deuda financiera de largo plazo	49,589	37,667	17,426
Inversiones en asociadas	45,198	10,310	1,074	Bonos Corporativos	33,561	41,313	48,212
Existencia largo plazo	-	39,118	35,124	Impuestos Diferidos	14,741	3,520	2,799
Inmuebles, Maq. y Equipos neto	15,119	92,384	79,333	CxP Diversas	57,738	281	-
Propiedades de Inversión	154,320	17,852	16,510				
Activo Biológico neto	4,333	4,333	5,587	<b>Total Pasivo no corriente</b>	<b>155,629</b>	<b>82,781</b>	<b>68,437</b>
Otros Activos	3,199	3,774	8,341	<b>Total Pasivo</b>	<b>311,469</b>	<b>305,836</b>	<b>241,498</b>
Activo por Impuesto a la Renta Diferido	8,216	7,283	3,694	<b>Patrimonio Neto Atribuible a la Matriz</b>	<b>30,206</b>	<b>16,898</b>	<b>16,381</b>
Activos Intangibles neto	110	262	415	Interés Minoritario	134	94	92
<b>Total Activo No corriente</b>	<b>236,535</b>	<b>188,895</b>	<b>160,187</b>	<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>30,340</b>	<b>16,992</b>	<b>16,473</b>
<b>Total Activo</b>	<b>341,809</b>	<b>322,828</b>	<b>257,971</b>	<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>341,809</b>	<b>322,828</b>	<b>257,971</b>

### ICCGSA INVERSIONES S.A. Y SUBSIDIARIAS ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Expresado en Miles de Soles)

	dic-17	dic-16	dic-15
Ventas Netas	62,897	33,028	4,309
Costo de Ventas	(56,695)	(34,331)	(13,710)
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>6,202</b>	<b>(1,303)</b>	<b>(9,401)</b>
Gastos de Administración	(9,309)	(17,494)	(9,264)
Gastos de Venta	-	-	-
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>(3,107)</b>	<b>(18,797)</b>	<b>(18,665)</b>
Ingresos Financieros	-	6	1,728
Gastos Financieros	(5,572)	(116)	(745)
Valor razonable de activos biológicos	-	(3,104)	(397)
Otros Ingresos	42,760	9,236	2,460
Otros Egresos	(11,230)	-	-
Resultados Atribuibles a Asociadas	(788)	(1,113)	125
Diferencia de Cambio neta	756	(91)	(701)
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>22,819</b>	<b>(13,979)</b>	<b>(16,195)</b>
Interés minoritario	(26)	12	7
Impuesto a la Renta	(11,650)	2,635	3,200
<b>Resultado Neto atribuible a mayoritarios</b>	<b>11,143</b>	<b>(11,332)</b>	<b>(12,988)</b>



## **ANTECEDENTES**

Emisor: ICCGSA Inversiones S.A.  
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 Inversiones**

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 Inversiones**

Tito Piqué Romero	Gerente General Adjunto
Marta Gutiérrez Yupanqui de Salas	Gerente de Administración y Finanzas

## **RELACIÓN DE ACCIONISTAS - ICCGSA Inversiones**

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%

## 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>
Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones	B+(pe)
Perspectiva	Estable

## Definiciones

**CATEGORÍA B+(pe):** Corresponde a una mínima capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados. Esta capacidad es significativamente vulnerable ante cambios adversos en circunstancias o el entorno económico.

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

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

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

(\*) 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.