

Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones

Ratings

Tipo de Instrumento	Mayo 2019	
	Clasificación Actual	Clasificación Anterior
1ra. y 2da. Emisión del Primer Programa de Bonos Corp. ICCGSA Inversiones	AA-(pe)	B+(pe)

Con información financiera auditada a diciembre 2018. Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 31/05/2019 y 28/11/2018.

Perspectiva

Estable

Metodologías aplicadas: 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

Resumen

Apoyo & Asociados Internacionales (A&A) mejoró las clasificaciones de "B+(pe)" a "AA-(pe)", a la Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones. La perspectiva es estable.

El cambio de *rating* se sustenta principalmente en: i) la significativa disminución del saldo en circulación de los Bonos, debido a la importante amortización de los mismos registrada el 28/05/2019, producto de la venta de las acciones que la subsidiaria ICCGSA Agroindustrial S.A.C. tenía en Corporación Agrícola Olmos S.A. (CAO); ii) el perfeccionamiento del Fideicomiso de Activos y Flujos en Garantía al haberse superado el "Periodo de Sospecha"; y, iii) el aumento del *recovery* estimado por la Clasificadora por la venta de activos cedidos en un menor tiempo respecto a lo esperado. Además, en enero 2019 se vendió un terreno en Lurín que también permitió amortizar los Bonos.

En ese sentido, el saldo en circulación de los Bonos se redujo, de un importe inicial de S/ 39.3 MM a abril 2018, a S/ 9.1 MM a mayo 2019. Así, el importe de los inmuebles cedidos, considerando el valor realización ajustado por la Clasificadora, y la carta fianza otorgada en garantía por el Banco Pichincha, equivalían a aproximadamente 2.4x el saldo de los Bonos a mayo 2019 (3.3x a valor de realización según las tasaciones).

De este modo, las dos amortizaciones realizadas significaron aproximadamente un 75% del saldo inicial de los Bonos, siendo considerablemente mayor a lo establecido en el Contrato Marco de la Estructura, que exigía amortizar mínimo un 40% de los instrumentos en circulación dentro de los primeros 12 meses contados desde la Fecha de Efectividad (18/04/2018). Se debe indicar que los bonistas otorgaron en abril una dispensa al Emisor para que éste pudiera completar los trámites legales para formalizar la compra-venta de las acciones de CAO y amortizar los Bonos después de la Fecha de Efectividad.

Cabe recordar que la Estructura contempla que el repago de los Bonos procederá de los flujos generados básicamente por la venta de los inmuebles cedidos. Además, el plazo para la Primera y Segunda Emisión es de 24 meses *bullet*, debiéndose amortizar por lo menos 40% dentro del primer año.

Entre las principales garantías de la Estructura figuran:

a) Carta Fianza. Emitida por una entidad 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. Actualmente la carta fianza ha sido emitida por el Banco Pichincha y dicha garantía cubría aproximadamente en 1.2x el saldo de los Bonos en circulación al 28/05/2019.

b) El Fideicomiso de Activos en Garantía (FA). Conformado principalmente por inmuebles (dos inmuebles ubicados en San Isidro - Lima, y uno ubicado 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 febrero 2019 por Tinsa S.A.C., era de unos S/ 14.0 MM, siendo equivalente aproximadamente a 1.5x el saldo de los Bonos en circulación al 28/05/2019.

Es importante resaltar que el FA también contaba con un predio ubicado en Lurín, el cual fue vendido en enero 2019 por aproximadamente S/ 6.2 MM y que permitió amortizar los Bonos en unos S/ 3.6 MM.

c) El Fideicomiso de Activos y Flujos en Garantía (FAF).

Constituido, principalmente, por inmuebles (un inmueble ubicado en San Isidro - Lima y algunos predios agrícolas ubicados en Sullana - Piura).

El valor de realización de los inmuebles mencionados, según tasaciones realizadas en febrero y marzo 2019 por Tinsa S.A.C. y Asesoría Valuadora S.A., respectivamente, era de unos S/ 5.2 MM, siendo equivalente a aproximadamente 0.6x el saldo de los Bonos en circulación al 28/05/2019.

Es importante resaltar que el FAF también contaba con 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. Como se mencionó anteriormente, estas acciones se vendieron en mayo 2019, lo que permitió amortizar los Bonos.

De esta manera, las clasificaciones otorgadas han tenido en consideración principalmente:

- i) **Cronograma de Pagos:** Al contar con un cronograma de pagos *bullet* de capital e interés al mes 24 (con un pago de al menos un 40% durante los primeros 12 meses), éste le 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.
- ii) **Perfeccionamiento del FAF:** Se logró perfeccionar el fideicomiso al superarse el periodo de sospecha establecido tanto por la Ley de Bancos (6 meses desde la Fecha de Efectividad), así como por la Ley General del Sistema Concursal (12 meses desde la Fecha de Efectividad). En dicho contexto, el inmueble ubicado en San Isidro y algunos predios agrícolas ubicados en Sullana - Piura cedidos al FAF también se toman en cuenta para el análisis de los *ratings* otorgados.
- iii) **Recovery estimado:** El valor de los bienes fideicometidos cedidos aún no vendidos (incluyendo a aquellos que son parte del FAF) y la Carta Fianza otorgada en garantía 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 realización de los bienes cedidos, tomando como referencia las tasaciones actualizadas a febrero y marzo 2019. Así, considerando los inmuebles cedidos en garantía, a valor de realización ajustado por la Clasificadora, y la carta fianza emitida por el Banco Pichincha, se tendría una cobertura con respecto al saldo de los Bonos al 28/05/2019 de aproximadamente 2.4x (3.3x si se considera el valor de realización de las tasaciones).

Sin embargo, las clasificaciones asignadas se ven limitadas principalmente por 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 las tasas de interés, entre otros.

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

En opinión de Apoyo & Asociados, los *ratings* podrían verse afectados si: i) existiesen nuevos cuestionamientos legales y/o sanciones que involucren al grupo ICCGSA ante las autoridades y que repercutan en el Emisor; y, ii) la medición efectuada por la Clasificadora de la cobertura de garantías [(Valor realización ajustado de inmuebles + Carta Fianza) / Saldo Bonos], se ubique por debajo de 1.0x.

Por otro lado, en el corto plazo no se esperaría una mejora en las clasificaciones otorgadas.

HECHOS DE IMPORTANCIA

Periodo de Sospecha culminado

Dado que se superó el periodo de sospecha establecido por la Ley de Bancos (6 meses desde la Fecha de Efectividad) y la Ley General del Sistema Concursal (12 meses desde la Fecha de Efectividad), se logró el perfeccionamiento del FAF; por lo cual los predios cedidos a dicho fideicomiso también se toman en cuenta para el análisis de los *ratings* otorgados.

Venta de activos

- En enero 2019 se vendió uno de los predios de Lurín cedidos dentro del FA por unos S/ 6.2 MM. Con dicha venta ICCGSA Inversiones logró amortizar los Bonos en aproximadamente S/ 3.6 MM y pagar unos S/ 2.2 MM de gastos, comisiones e intereses.
- En mayo 2019 se logró cerrar la venta de las acciones representativas del capital social de CAO que eran de titularidad de ICCGSA Agroindustrial S.A.C., cuyo derecho de cobro fue cedido al FAF, por US\$8.4 MM (equivalente a unos S/ 28.2 MM). Con dichos ingresos se pagaron gastos de los fideicomisos, intereses y comisiones, y con el remanente se amortizaron los Bonos en S/ 26.6 MM.

En dicho contexto, ambas ventas permitieron amortizar aproximadamente el 75% del saldo inicial de los Bonos, porcentaje mayor al 40% estipulado en el Contrato Marco de Emisión para los primeros 12 meses después de la Fecha de Efectividad.

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%. Se debe indicar que el saldo de la deuda al 28/05/2019 era de S/ 9.1 MM.

	Emisión 1	Emisión 2
Estructura Original		
Importe Original	38.3	23.2
Plazo (años)	5	10
Nueva Estructura		
Saldo al 28/05/2019 (S/ MM)	3.8	5.3
Tasa		
Plazo (años)	2	2
Amortización		
	Bullet	Bullet
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%

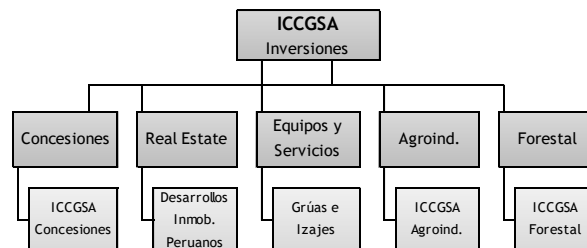
Fuente: ICCGSA

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.

Además, 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.

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. Como se mencionó anteriormente, en mayo 2019 se realizó la venta de las acciones de propiedad

de ICCGSA Agroindustrial en CAO con la finalidad de amortizar los Bonos.

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

Adicionalmente, 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.

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.

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.

Se debe indicar que la Nueva Estructura **no** toma 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 presente Estructura, en la cual el repago de los Bonos proviene básicamente de los flujos generados por la venta de activos cedidos en garantía.

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.

A través de la Primera Emisión del Programa se colocaron S/ 38.3 MM a una tasa de 6.375%; mientras que, en la Segunda Emisión, S/ 23.2 MM a una tasa de 8.0%. El saldo capital de las dos emisiones al 28/05/2019 después de las amortizaciones realizadas era de S/ 3.8 MM y S/ 5.3 MM, respectivamente.

El plazo actual para ambas emisiones es de 24 meses con un pago único *bullet* al final (capital e intereses). No obstante, el Emisor debía 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 (18/04/2018). Respecto al último punto, cabe precisar que, el Emisor solicitó una extensión del plazo, el cual fue otorgado por los bonistas hasta el 31/04/2019, con la posibilidad de ampliación hasta el 20/05/2019, con la finalidad de poder concluir los trámites para formalizar la compra-venta de las acciones de CAO y poder amortizar los Bonos, lo cual se materializó el 28/05/2019.

Adicionalmente, la Estructura contempla una comisión de amortización de 0.50% cada vez que se realice una amortización.

Tal como se mencionó, 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 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.

Así, con la venta de las acciones de CAO (realizada en mayo 2019) y del terreno de Lurín (efectuado en enero 2019) se logró amortizar aproximadamente un 75% del saldo de los Bonos en circulación, siendo significativamente mayor al 40% establecido en el Contrato Marco.

- 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:

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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 incluían:

- Acciones de ICCGSA Agroindustrial, ICCGSA Forestal, Desinper e ICCGSA Inversiones.
- 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.
- Flujos Dinerarios: son los Flujos de la Ejecución, Flujos por Seguros y Flujos Venta.
- 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 el predio ubicado en el distrito de Lurín, según tasaciones realizadas en febrero 2019 por Tinsa S.A.C., era de unos S/ 14.0 MM, siendo equivalente a aproximadamente 1.5x el saldo de los Bonos en circulación al 28/05/2019.

Como se mencionó previamente, el Fideicomiso también contaba con otro predio adicional en Lurín, el cual fue vendido en enero 2019 por S/ 6.2 MM.

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 eran 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 febrero 2019 y marzo 2019 por Tinsa S.A.C. y Asesoría Valuadora S.A., respectivamente, era de unos S/ 5.2 MM.
- 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. era propietaria del 50% de las acciones representativas del capital social de CAO. Como se mencionó previamente, dichas acciones fueron vendidas en mayo 2019 en US\$8.4 MM (equivalente a unos S/ 28.2 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 declarara 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 fines del 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), con perspectiva estable.

Por su parte, a diciembre 2018, La Fiduciaria registró activos por S/ 23.0 MM (S/ 24.0 MM a dic. 2017), pasivos por S/ 6.5 MM (S/ 8.0 MM a fines del 2017) y un patrimonio neto de S/ 16.5 MM, siendo mayor al registrado al cierre del 2017 (S/ 16.0 MM). Asimismo, durante el 2018 tuvo una utilidad neta de S/ 12.7 MM (S/ 12.2 MM a dic. 2017).

ANALISIS 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 las tasas de interés, entre otros. Sin embargo, se debe tener en consideración que el nuevo plazo de los Bonos es 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 febrero y marzo 2019.

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.

Es importante indicar que las proyecciones iniciales de la Clasificadora consideraban la venta de los tres inmuebles cedidos ubicados en San Isidro y los dos inmuebles de Lurín, dentro del primer año; y la venta de los predios agrícolas y los flujos generados por la venta de las acciones de CAO a finales del segundo año.

Sin embargo, transcurrido el primer año, se realizó la venta de uno de los inmuebles ubicados en Lurín, tal como se estimó, pero, además, se obtuvieron recursos provenientes de la venta de las acciones de CAO (antes de lo anticipado por la Clasificadora). Con ambas transacciones, se logró amortizar alrededor del 75% del saldo de los Bonos, quedando pendiente un total de S/ 9.1 MM.

Considerando el escenario actual, solo la Carta Fianza emitida por el Banco Pichincha por S/ 10.86 MM, que también garantiza las emisiones, permitiría cubrir aproximadamente en 1.2x el saldo de los Bonos en circulación al 28/05/2019.

Además, aún quedan en garantía en los fideicomisos los tres inmuebles ubicados en San Isidro, un inmueble en Lurín y los predios agrícolas de Piura, los cuales se considera que se podrían vender antes del cumplimiento de la fecha segunda de amortización de los Bonos (18/04/2020).

En ese sentido, en el escenario estresado por la Clasificadora, se estima que los inmuebles cedidos en garantía, considerados al valor de realización ajustado por la Clasificadora, y la carta fianza emitida por el Banco Pichincha, permitirían cubrir en 2.4x el saldo de los Bonos al 28/05/2019 (3.3x si se considera el valor de realización de las tasaciones), contando de este modo con una cobertura importante.

Estados Financieros Consolidados del Emisor

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

ACTIVO	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15	PASIVO	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
	Auditado	Auditado	Auditado	Auditado		Auditado	Auditado	Auditado	Auditado
Activo Corriente					Pasivo Corriente				
Cajas y bancos	361	8,475	7,997	9,304	Obligaciones Financieras	142,768	96,293	53,302	31,708
Cuentas por cobrar comerciales a terceros	959	2,826	4,750	3,095	Bonos Corporativos	17,766	7,810	7,249	7,707
Cuentas por cobrar comerciales a vinculadas	116,122	4,420	8,372	5,393	Cuentas por pagar comerciales a terceros	2,483	678	3,284	2,695
Cuentas por cobrar diversas	15,546	16,088	4,591	5,021	Cuentas por pagar comerciales a vinculadas	50,841	85,933	130,044	108,077
Anticipos a proveedores	172	458	11,040	11,025	Anticipos de clientes	96	5,841	24,851	21,541
Existencias	22,460	72,894	96,784	63,731	Otros pasivos corrientes	4,426	2,321	4,606	1,333
Otros activos corrientes	545	24	974	215					
Activos mantenidos para su venta	17,458	-	-	-					
Total Activo Corriente	173,623	105,185	134,508	97,784	Total Pasivo Corriente	218,380	198,876	223,336	173,061
Activo no corriente					Pasivo no corriente				
Otras cuentas por cobrar a largo plazo	5,625	6,040	13,579	10,109	Deuda financiera de largo plazo	6,000	6,000	37,667	17,426
Inversiones en asociadas	39,505	45,198	10,310	1,074	Bonos Corporativos	23,585	33,561	41,313	48,212
Existencia largo plazo	-	-	39,118	35,124	Impuestos Diferidos	14,375	14,688	3,520	2,799
Inmuebles, Maq. y Equipos neto	13,214	15,119	92,384	79,333	Cuentas por pagar diversas	78,065	57,738	-	-
Activos mantenidos para su venta									
Propiedades de Inversión	87,431	154,320	17,852	16,510	Total Pasivo no corriente	122,025	111,987	82,500	68,437
Activo Biológico neto	3,939	4,584	4,333	5,587					
Otros Activos	3,199	3,199	3,199	8,341	Total Pasivo	340,405	310,863	305,836	241,498
Activo por Impuesto a la Renta Diferido	17,847	10,784	7,283	3,694	Patrimonio Neto Atribuible a la Matriz	3,911	33,541	16,898	16,381
Activos Intangibles neto	3	110	262	415	Interés Minoritario	70	135	94	92
Total Activo No corriente	170,763	239,354	188,320	160,187	Total Patrimonio Neto	3,981	33,676	16,992	16,473
Total Activo	344,386	344,539	322,828	257,971	Total Pasivo y Patrimonio	344,386	344,539	322,828	257,971

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

	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
	Auditado	Auditado	Auditado	Auditado
Ventas Netas	41,347	58,831	33,028	4,309
Costo de Ventas	(39,181)	(56,695)	(34,331)	(13,710)
Utilidad Bruta	2,166	2,136	(1,303)	(9,401)
Gastos de Administración	(10,636)	(9,309)	(17,494)	(9,264)
Gastos de Venta	-	-	-	-
Utilidad Operativa	(8,470)	(7,173)	(18,797)	(18,665)
Ingresos Financieros	4,047	-	6	1,728
Gastos Financieros	(15,867)	(5,572)	(116)	(745)
Valor razonable de activos biológicos	-	39	(3,104)	(397)
Deterioro de inmuebles, maquinaria y equipo	-	(10,960)	-	-
Otros Ingresos	1,641	46,826	9,236	2,460
Otros Egresos	(17,890)	(270)	-	-
Resultados Atribuibles a Asociadas	(1,796)	(788)	(1,113)	125
Diferencia de Cambio neta	(2,432)	756	(91)	(701)
Utilidad antes de Impuestos	(40,767)	22,858	(13,979)	(16,195)
Impuesto a la Renta	7,450	(8,353)	2,635	3,200
Resultado integral	(33,317)	14,505	(11,344)	(12,995)

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 Rodríguez	Director

RELACIÓN DE EJECUTIVOS - ICCGSA Inversiones

Javier Arteaga Castillo	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	5.43%
Martha Rosa Inés Ibáñez Sánchez	5.43%

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	AA-(pe)
Perspectiva	Estable

Definiciones

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

(+) Corresponde a 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.