

Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones

Informe Semestral

Ratings

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

Con información financiera a junio 2019.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 15/11/2019 y 31/05/2019.

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 ratifica las clasificaciones de AA-(pe) a la Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones, teniendo en consideración los actuales riesgos asociados a la Estructura y al Emisor. La perspectiva es estable.

La Estructura contempla que el repago de los Bonos procederá de los flujos generados básicamente por la venta de los inmuebles cedidos, siendo el plazo para la Primera y Segunda Emisión de 24 meses *bullet*, debiéndose amortizar por lo menos 40% dentro del primer año. El saldo inicial de los Bonos (Nueva Estructura) fue S/ 39.3 MM y el actual, después de efectuada la última amortización realizada el 07/11/2019, es de S/ 6.3 MM.

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 1.7x el saldo de los Bonos en circulación.

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

Así, el valor de realización de los inmuebles cedidos, según tasaciones realizadas en octubre 2019 por Allemant Asociados, era de unos S/ 7.6 MM, siendo equivalente aproximadamente a 1.2x el saldo de los Bonos en circulación.

Es importante resaltar que el FA también contaba con dos predios ubicados en Lurín, los cuales fueron vendidos en enero y noviembre 2019 por alrededor de S/ 6.2 MM y S/ 3.3 MM, respectivamente, y que permitieron amortizar el capital de los Bonos en unos S/ 6.4 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 0.8x el saldo de los Bonos en circulación.

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. Estas acciones se vendieron en mayo 2019 por unos US\$8.4 MM y permitieron amortizar los Bonos en unos S/ 26.6 MM.

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, marzo y octubre 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 07/11/2019 de aproximadamente 2.9x (3.8x si se considera el valor de realización de las tasaciones).

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

En opinión de Apoyo & Asociados, es poco probable que los *ratings* asignados pudiesen verse afectados, teniendo en cuenta el plazo y saldo remanente de los Bonos, así como la existencia de una carta fianza en garantía.

HECHOS DE IMPORTANCIA

Venta de activos

En noviembre 2019 se vendió uno de los predios de Lurín cedidos dentro del FA por unos S/ 3.3 MM. Con dicha venta ICCGSA Inversiones logró amortizar los Bonos en aproximadamente S/ 2.8 MM y pagar unos S/ 0.5 MM de gastos, comisiones e intereses.

Así, dicha venta permitió amortizar aproximadamente el 7% del saldo inicial de los Bonos (Nueva Estructura), quedando actualmente un saldo en circulación de S/ 6.3 MM.

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 los Bonos, después de las amortizaciones efectuadas el 07/11/2019, era de S/ 6.3 MM.

	Emisión 1	Emisión 2
Estructura Original		
Importe Original (S/ MM)	38.3	23.2
Plazo (años)	5	10
Nueva Estructura		
Saldo Inicial al 19/04/2018 (S/ MM)	16.5	22.8
Saldo al 07/11/2019 (S/ MM)	2.7	3.7
Tasa	6.375%	8.000%
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%

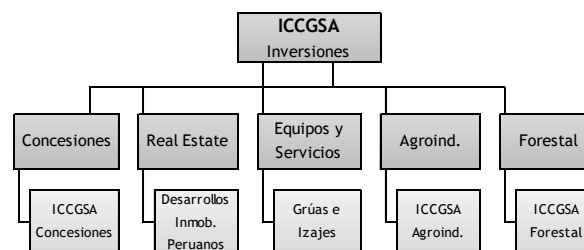
Fuente: ICCGSA

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.

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 las 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 emisiones después de las últimas amortizaciones realizadas 07/11/2019, era de S/ 2.7 MM y S/ 3.7 MM, respectivamente.

Asimismo, 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 (Nueva Estructura), 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:

- 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 incluían:

- 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.

Se debe mencionar que el valor de realización de los dos inmuebles ubicados en el distrito de San Isidro, según tasaciones realizadas en octubre 2019 por Allemant Asociados, era de unos S/ 7.6 MM, siendo equivalente a aproximadamente 1.2x el saldo de los Bonos en circulación al 07/11/2019.

Como se mencionó previamente, el Fideicomiso también contaba con dos predios adicionales en Lurín, los cuales fueron vendidos en enero y noviembre 2019 por S/ 6.2 MM y S/ 3.3 MM, respectivamente.

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 lograse 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 junio 2019, La Fiduciaria registró activos por S/ 18.5 MM (S/ 23.0 MM a dic. 2018), pasivos por S/ 7.0 MM (S/ 6.5 MM a fines del 2018) y un patrimonio neto de S/ 11.5 MM, siendo menor al registrado al cierre del 2018 (S/ 16.5 MM). Asimismo, durante los últimos 12 meses al cierre de junio 2019 tuvo una utilidad neta de S/ 13.9 MM (S/ 12.7 MM a dic. 2018).

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 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 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, marzo y octubre 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 77% del saldo inicial de los Bonos (Nueva Estructura).

Posteriormente, en noviembre 2019, se vendió el segundo terreno ubicado en Lurín, lo que permitió la amortización de alrededor del 7% del saldo inicial de los Bonos, quedando un saldo en circulación total de S/ 6.3 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 1.7x el saldo de los Bonos en circulación al 07/11/2019.

Además, aún quedan en garantía en los fideicomisos los tres inmuebles ubicados en San Isidro 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 (19/04/2020).

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 2.9x el saldo de los Bonos al 07/11/2019 (3.8x si se considera el valor de realización de las tasaciones), contando de este modo con una cobertura significativa.

Estados Financieros Consolidados del Emisor

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

ACTIVO	Jun-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	PASIVO	Jun-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
		Auditado	Auditado	Auditado			Auditado	Auditado	Auditado
Activo Corriente					Pasivo Corriente				
Cajas y bancos	553	361	8,475	7,997	Obligaciones Financieras	28,152	142,768	96,293	53,302
Cuentas por cobrar comerciales a terceros	606	959	2,826	4,750	Bonos Corporativos	9,133	17,766	7,810	7,249
Cuentas por cobrar comerciales a vinculadas	8,047	116,122	4,420	8,372	Cuentas por pagar comerciales a terceros	1,915	2,483	678	3,284
Cuentas por cobrar diversas	14,864	15,546	16,088	4,591	Cuentas por pagar comerciales a vinculadas	31,246	50,841	85,933	130,044
Anticipos a proveedores	359	172	458	11,040	Anticipos de clientes	253	96	5,841	24,851
Existencias	20,721	22,460	72,894	96,784	Otros pasivos corrientes	4,940	4,426	2,321	4,606
Otros activos corrientes	231	545	24	974					
Activos mantenidos para su venta	17,458	17,458	0	0					
Total Activo Corriente	62,839	173,623	105,185	134,508	Total Pasivo Corriente	75,639	218,380	198,876	223,336
Activo no corriente					Pasivo no corriente				
Otras cuentas por cobrar a largo plazo	123,001	5,625	6,040	13,579	Deuda financiera de largo plazo	131,036	6,000	6,000	37,667
Inversiones en asociadas	3,863	39,505	45,198	10,310	Bonos Corporativos	0	23,585	33,561	41,313
Existencia largo plazo	0	0	0	39,118	Impuestos Diferidos	15,888	14,375	14,688	3,520
Inmuebles, Maq. y Equipos neto	13,011	13,214	15,119	92,384	Cuentas por pagar diversas	101,218	78,065	57,738	0
Activos mantenidos para su venta									
Propiedades de Inversión	87,431	87,431	154,320	17,852	Total Pasivo no corriente	248,142	122,025	111,987	82,500
Activo Biológico neto	3,939	3,939	4,584	4,333					
Otros Activos	0	3,199	3,199	3,199	Total Pasivo	323,781	340,405	310,863	305,836
Activo por Impuesto a la Renta Diferido	18,924	17,847	10,784	7,283	Patrimonio Neto Atribuible a la Matriz	-10,766	3,911	33,541	16,898
Activos Intangibles neto	2	3	110	262	Interés Minoritario	-5	70	135	94
Total Activo No corriente	250,171	170,763	239,354	188,320	Total Patrimonio Neto	-10,771	3,981	33,676	16,992
Total Activo	313,010	344,386	344,539	322,828	Total Pasivo y Patrimonio	313,010	344,386	344,539	322,828

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

	Jun-19	Jun-18	Dic-18	Dic-17	Dic-16
			Auditado	Auditado	Auditado
Ventas Netas	2,562	37,268	41,347	58,831	33,028
Costo de Ventas	-2,105	-35,384	-39,181	-56,695	-34,331
Utilidad Bruta	457	1,884	2,166	2,136	-1,303
Gastos de Administración	-1,870	-5,396	-10,636	-9,309	-17,494
Utilidad Operativa	-1,413	-3,512	-8,470	-7,173	-18,797
Ingresos Financieros	3,682	1,383	4,047	0	6
Gastos Financieros	-6,153	-5,609	-15,867	-5,572	-116
Valor razonable de activos biológicos	0	0	0	39	-3,104
Deterioro de inmuebles, maquinaria y equipo	0	0	0	-10,960	0
Otros Ingresos	238	3,445	1,641	46,826	9,236
Otros Egresos	-14,936	-15,312	-17,890	-270	
Resultados Atribuibles a Asociadas	-24	-82	-1,796	-788	-1,113
Diferencia de Cambio neta	446	-500	-2,432	756	-91
Utilidad antes de Impuestos	-18,160	-20,187	-40,767	22,858	-13,979
Impuesto a la Renta	4,823	0	7,450	-8,353	2,635
Resultado integral	-13,337	-20,187	-33,317	14,505	-11,344

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
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.