



Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

ICCGSA INVERSIONES S.A.

Lima, Perú

Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 15 de enero de 2018

Contacto:

(511) 616 0400

Hernán Regis Parodi

Analista Senior

hregis@equilibrium.com.pe

Carmen Alvarado

Analista

calvarado@equilibrium.com.pe

Instrumento

Bonos Corporativos

Clasificación*

(modificada)
De A+.pe a A.pe

*Para mayor información respecto a las calificaciones asignadas referirse al Anexo I.

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.equilibrium.com.pe>) donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2013, 2014, 2015 y 2016, y Estados Financieros No Auditados al 30 de setiembre de 2016 y 2017 de Ingenieros Civiles y Constructores Generales S.A. Asimismo, se utilizaron los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015 y 2016, así como Estados Financieros No Auditados al 30 de setiembre de 2016 y 2017 de ICCGSA Inversiones S.A. Adicionalmente, se utilizó información complementaria proporcionada por la Entidad. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de clasificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

Fundamento:

Luego de realizar el análisis y la evaluación respectiva, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió bajar de A+.pe a A.pe la categoría de riesgo otorgada al Primer Programa de Bonos Corporativos de ICCGSA Inversiones S.A. (en adelante ICCGSA Inversiones).

La decisión considera el fuerte deterioro en la generación de ICCGSA Constructora (en adelante ICCGSA Constructora o la Compañía), empresa relacionada que es actualmente garante y la generadora de los flujos para el repago de las obligaciones asociadas al Primer Programa de Bonos Corporativos. La liquidez de ICCGSA Constructora muestra un fuerte ajuste en los últimos meses, lo cual se acompaña con la nula disponibilidad de líneas por parte del sistema financiero, toda vez que el grado de utilización de las mismas alcanza el 100%. A esto se suma que, entre los meses de junio y setiembre de 2017, las líneas (directas e indirectas) otorgadas a ICCGSA Constructora disminuyen en aproximadamente US\$80.0 millones. En ese sentido, la ausencia de líneas para capital de trabajo ha conllevado a que la Compañía presente algunas desviaciones respecto a lo estimado en los avances de obras, situación que viene afectando su generación, toda vez que se le dificulta registrar ingresos, mientras que continúa asumiendo los costos de las obras. Al respecto, si bien al 30 de setiembre de 2017, ICCGSA Constructora registra una utilidad neta de S/13.54 millones (-

57.23% interanual); de acuerdo a lo señalado por la Gerencia de la Compañía, la misma se habría visto fuertemente afectada producto de lo señalado anteriormente. El retraso en los avances de las obras, aunado al hecho que la Compañía solamente adicionó dos contratos a su cartera de proyectos por desarrollar a lo largo del 2017, ha conllevado a que el flujo de caja derivado de actividades de operación se mantenga en terreno negativo con S/25.58 millones al 30 de setiembre de 2017 (negativo en S/22.18 millones al 30 de setiembre de 2016), afectado principalmente por los menores anticipos recibidos de clientes tomando en consideración el menor dinamismo del negocio. En relación al *backlog* de la Compañía, el mismo asciende a S/1,043.91 millones al cierre del tercer trimestre de 2017, exhibiendo una contracción de 21.48% respecto al cierre de 2016. Esta evolución genera incertidumbre sobre la capacidad de generación futura de la Compañía, más aún cuando, de acuerdo a información proporcionada por ICCGSA Constructora al 30 de setiembre de 2017, el 88.36% del *backlog* se estaría ejecutando durante el 2018, manteniendo una fuerte concentración en contratos firmados con entidades estatales (90.55% del *backlog*). Cabe recordar que, la Primera Emisión de Bonos Corporativos vence en enero de 2020, mientras que la Segunda Emisión (aún en periodo de gracia) en enero de 2025. Asimismo, si bien la mayoría los contratos con entidades públicas han sido suscritos con Provías Nacional,

existen contratos con Gobiernos Regionales (8.80% del *backlog* total), los cuales Equilibrium ha señalado en sus informes anteriores que estos son más susceptibles de afrontar una situación de terminación anticipada o suspensión unilateral. Al respecto, mediante hecho de importancia del 08 de enero de 2018, la vinculada ICCGSA Inversiones informó que el Gobierno Regional de Arequipa (GRA) comunicó a ICCGSA Constructora la resolución del contrato de la Carretera Variante de Uchumayo, motivada por el abandono de obra del residente de obra. Si bien, la Compañía considera que la resolución de este contrato carece de validez legal al no respetarse los procedimientos establecidos en el Reglamento de la Ley de Contrataciones del Estado, el GRA ha procedido con la ejecución de las cartas fianzas, las mismas que suman S/34.38 millones y han sido cobradas entre los días 08 y 12 de enero del presente ejercicio. Cabe indicar que el monto ejecutado genera una situación de sobregiro en las cuentas de la Compañía con las entidades emisoras de las fianzas y, consecuentemente, presiona más la situación financiera de la misma. Otro elemento a mencionar es que, de acuerdo a la información obtenida de una central de riesgos, al 30 de noviembre de 2017, ICCGSA Constructora mantiene letras protestadas no aclaradas por aproximadamente S/4.86 millones. Debido a la coyuntura actual de la Compañía, eventualmente podría activarse la cláusula 9.1.2 del Contrato Marco, la cual establece como evento de incumplimiento el hecho que ICCGSA Inversiones o ICCGSA Constructora incumpla cualquier obligación de pago de cualquier obligación con terceros y como consecuencia de dicho incumplimiento se haya declarado vencido el plazo de dicha obligación, y siempre que dicho incumplimiento no haya sido suspendido, rescindido o dispensado por el acreedor respectivo.

Otro elemento considerado es que, al 30 de setiembre de 2017, el 27.69% de los activos de la ICCGSA Constructora corresponden a cuentas por cobrar a vinculadas. Al respecto, la Compañía permanentemente ha financiado las actividades de capital de trabajo de sus relacionadas, principalmente de las subsidiarias de ICCGSA Inversiones, situación que en el actual contexto limita aún más la liquidez de la Compañía. Cabe indicar que, empresas como ICCGSA Agroindustrial e ICCGSA Forestal, a la fecha no generan flujos suficientes y se encuentran en etapa pre operativa. No obstante todo lo anteriormente comentado, la clasificación pondera positivamente los mejoradores con los que cuenta el Primer Programa de Bonos Corporativos de

ICCGSA Inversiones, siendo los siguientes: (i) Fideicomiso en Administración y Garantía, compuesto de determinados flujos cedidos por ICCGSA Constructora; (ii) Fideicomiso de Activos en Garantía, compuesto a la fecha por cinco inmuebles (cuyo valor de realización asciende a S/33.30 millones al 30 de junio de 2017), y por las acciones de capital de ICCGSA Inversiones y sus Principales Subsidiarias (ICCGSA Agroindustrial, ICCGSA Forestal y Desarrollos Inmobiliarios Peruanos -Desinper-); (iii) Cuenta de Reserva equivalente a un año de servicio de deuda, que actualmente es reemplazada por una carta fianza emitida por un banco local; y, (iv) la Fianza Solidaria de ICCGSA Constructora y las Principales Subsidiarias de ICCGSA Inversiones, garantizando el cumplimiento del pago de los bonos ante cualquier eventualidad. Cabe mencionar que, el Primer Programa incluye el cumplimiento de cinco resguardos financieros, los cuales a la fecha evaluada muestran resultados dentro de los límites establecidos, según información proporcionada por la Gerencia de la Compañía (para mayor detalle ver Anexo II del presente informe).

Por otra parte, es relevante señalar que, de acuerdo a lo conversado con la Gerencia de la Compañía, tanto ICCGSA Constructora como ICCGSA Inversiones se encuentran trabajando en un plan de reestructuración para afrontar estas necesidades de liquidez de la Compañía a través de la venta de activos; no obstante, Equilibrium considera que la ejecución y materialización de este plan puede tomar más tiempo del estimado por parte del Emisor. En línea con lo anterior, en Hecho de Importancia del 11 de enero de 2018, ICCGSA Inversiones comunicó al mercado que la Junta de Accionistas aprobó el inicio del procedimiento de venta del proyecto denominado "Andrés Reyes". Asimismo, anteriormente, en Hecho de Importancia del 27 de setiembre de 2017, ICCGSA Inversiones informó que en sesión de Directorio del 31 de agosto de 2017 se acordó aprobar que la subsidiaria ICCGSA Agroindustrial inicie un proceso de venta de la totalidad de sus acciones en Corporación Agrícola Olmos S.A.; y que los fondos obtenidos en la potencial venta serán destinados a reducir la deuda inter compañías con ICCGSA Constructora.

Finalmente, Equilibrium continuará monitoreando los eventos propios y externos que podrían impactar el performance y generación de la Compañía, comunicando oportunamente cualquier otra situación que amerite acciones de modificación en la clasificación de riesgo otorgada.

Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento Potencial en la Clasificación:

- Recuperación consistente en el *backlog* y generación de la Compañía.
- Disminución en la concentración de clientes en el sector público, así como un mayor número de contratos que permitan incrementar considerablemente los flujos de la Compañía.
- Reducción del financiamiento a empresas vinculadas, cuyos niveles de generación son todavía menores.
- Aprobación de una política de reparto de dividendos y capitalización de utilidades.

Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución Potencial en la Clasificación:

- Disminución constante en la generación y *backlog* por desarrollar de la Compañía.
- Reducción significativa o cancelación de líneas de crédito bancarias.
- Modificación del paquete de garantías que respaldan la emisión.
- Materialización de eventos de incumplimiento de los bonos emitidos por ICCGSA Inversiones.
- Restricciones en la capacidad para licitar y contratar con el Estado Peruano.

- Incorporación de la Compañía o alguno de sus funcionarios, en calidad de procesado, investigado o tercero civilmente responsable, en los procesos o investigaciones penales relacionadas a los presuntos actos de corrupción y/o lavado de activos que vienen siendo conocidos por la autoridad competente.
- Sanciones administrativas a la Compañía que restrinjan el desarrollo de sus operaciones.

Limitaciones Encontradas durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Generalidades

ICCGSA Inversiones fue constituida en Perú el 27 de junio de 2014 como consecuencia del proyecto de escisión que comprendió la segregación de bloques patrimoniales transferidos de ICCGSA a ICCGSA Inversiones. Dichos bloques patrimoniales corresponden a actividades vinculadas con los negocios agroindustriales, forestales, de desarrollo inmobiliario, de alquiler de grúas y de concesiones de infraestructura. El objeto social de ICCGSA Inversiones es dedicarse a constituir, adquirir o invertir de manera directa o indirecta, otras sociedades, instituciones, fundaciones, corporaciones, asociaciones en el Perú y en el extranjero.

A la fecha del presente informe, las principales subsidiarias de ICCGSA Inversiones son:

Empresa	Actividad
Desarrollos Inmobiliarios Peruanos S.A.	Empresa inmobiliaria que opera desde el año 2008 bajo el nombre comercial de Valora.
Grúas e Izajes S.A.C.	Empresa constituida en junio de 2012 con el objetivo de alquilar grúas de alto tonelaje.
ICCGSA Forestal S.A.C.	Empresa que inició operaciones en el año 2011, dedicada a industrializar la madera obtenida de tierras reforestadas.
ICCGSA Agroindustrial S.A.C.	Empresa constituida el 26 de diciembre de 2011 para operar en el negocio agroindustrial.
ICCGSA Concesiones S.A.	Empresa constituida el 27 de junio de 2014 para dedicarse principalmente a la construcción, ejecución y operación de obras públicas provenientes de procesos de concesión, iniciativas privadas, asociaciones público privadas y demás proyectos donde exista participación de la inversión privada directa o indirectamente.

Fuente: ICCGSA / Elaboración: Equilibrium

Ingenieros Civiles y Contratistas Generales S.A. (ICCGSA) es una empresa peruana del sector construcción, orientada a infraestructura, que brinda servicios de ingeniería, construcción y mantenimiento vial, así como infraestructura hospitalaria y de vivienda. ICCGSA inició actividades el 03 de mayo de 1965 y a lo largo de su trayectoria ha consolidado su desarrollo ejecutando obras en diversas especialidades de la ingeniería civil, tanto en el sector público como en el privado, en el que ha acompañado el impulso del sector minero.

ICCGSA ha venido consolidándose como uno de los mayores grupos de infraestructura del Perú, ubicándose dentro de las diez empresas más grandes de construcción a nivel local. Asimismo, la Compañía cuenta con un moderno y amplio parque de maquinarias, vehículos y equipos propios que le permiten brindar diversos servicios, entre los que se encuentran:

- Carreteras y aeropuertos
- Intercambios viales y vías urbanas
- Conservación vial

- Puentes y viaductos
- Sector energía
- Obras hidráulicas
- Obras marítimas y portuarias
- Minería e industria
- Edificaciones y habilitaciones urbanas
- Hospitales
- Restauraciones y electrificaciones
- Obras de saneamiento
- Concesiones

Al 30 de setiembre de 2017, ICCGSA mantiene participación en los siguientes consorcios:

Consorcio	Participación
Consorcio Vial Sierra	50.00%
Consorcio Vial San Martín	60.00%
Consorcio Hospitalario Ayacucho	57.00%
Consorcio Hospitalario Rioja	50.00%
Consorcio Hospitalario Moquegua	50.00%
Consorcio Vial Apurímac	25.00%
Consorcio Puentes del Perú	38.00%
Consorcio Túnel Callao	20.00%
Consorcio Puentes Regionales	37.00%

Fuente: ICCGSA / Elaboración: Equilibrium

Adicional a los consorcios de construcción, ICCGSA mantiene participaciones en las siguientes empresas:

➤ **Telecabinas Kuélap S.A.**

Consorcio integrado por ICCGSA y la empresa francesa Pomagalski S.A.S, en el que ICCGSA participa con el 75.0%. Este consorcio se adjudicó la buena pro del proyecto Telecabinas de Kuélap el 30 de mayo de 2014. La concesión comprende el diseño, financiamiento, construcción, equipamiento y operación de un sistema de telecabinas para el acceso rápido, cómodo y seguro a la Fortaleza de Kuélap (región Amazonas). Tiene un recorrido de aproximadamente 4 km para salvar una diferencia de nivel de 1,000 metros entre la localidad de Tingo Nuevo y la Fortaleza. Telecabinas Kuélap inició sus operaciones en marzo de 2017.

➤ **Postensados Perú S.A.C.**

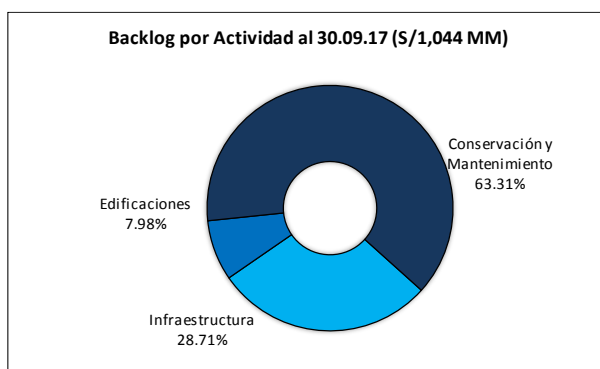
Constituida en diciembre de 2014 para operar en el diseño y ejecución de estructuras pretensadas y postensadas en la industria de la construcción, tales como edificios, puentes, losas, taludes, etc. ICCGSA posee el 99.90% del capital social de la sociedad.

Backlog

Al 30 de setiembre de 2017, el saldo de proyectos por desarrollar en los siguientes ejercicios (*backlog*) por parte de ICCGSA totaliza S/1,043.92 millones, mostrando una contracción de 21.48% respecto del saldo registrado al finalizar el ejercicio 2016. El debilitamiento del *backlog* de ICCGSA ha sido permanente durante el ejercicio 2017, situación que se explica por el hecho que la Compañía solamente logró adjudicarse dos nuevos proyectos en el año. El número de contratos adjudicados es inferior a lo observado en años previos, respondiendo este hecho al difícil escenario de las constructoras locales a raíz del reconocimiento por parte de la empresa Odebrecht de haber cometido actos ilícitos en el

pasado por contratos de infraestructura relevantes, afectando esta situación en mayor medida a las empresas consorciadas como es el caso de ICCGSA.

La cartera de proyectos por desarrollar de ICCGSA está conformada principalmente por contratos de conservación y mantenimiento, los mismos que representa el 63.31% del *backlog* total (52.21% al 31 de diciembre de 2016) y corresponden en su mayoría a contratos firmados con Provías Nacional. Del mismo modo, los contratos por obras de infraestructura han sido suscritos en su mayoría con Provías Nacional, representando el segmento infraestructura el 28.71% del *backlog* de la Compañía al 30 de setiembre de 2017 (36.66% al cierre de 2016). Por su parte, el 7.98% remanente corresponde a contratos de edificaciones por obras con Gobiernos Regionales y con sus relacionadas, principalmente.



Fuente: ICCGSA / Elaboración: Equilibrium

Al analizar la cartera de proyectos con saldos por desarrollar por tipo de cliente, la Compañía mantiene concentración en contratos con entidades públicas, cuyos montos por ejecutar representan el 90.55% del total del *backlog* al 30 de setiembre de 2017 (86.94% al 31 de diciembre de 2016). Del total del saldo por ejecutar con entidades públicas (S/945.26 millones), al corte de análisis el 89.40% corresponde a contratos suscritos con Provías Nacional y el 9.72% a contratos con Gobiernos Regionales. Es de señalar que Provías Nacional es el principal cliente de la Compañía, al participar con el 80.95% del saldo total por desarrollar al 30 de setiembre de 2017 (70.83% al cierre de 2016).

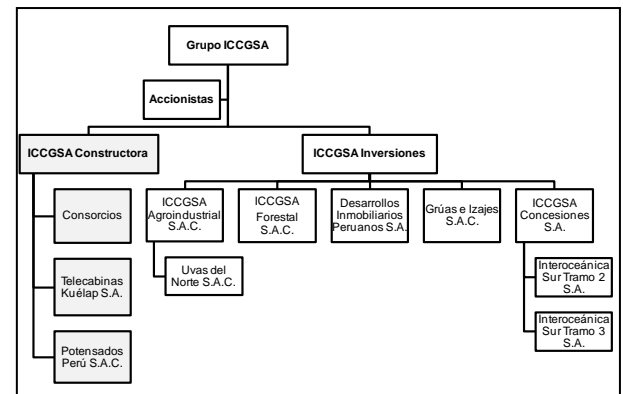
El segundo grupo de clientes más representativos de ICCGSA lo conforman los Gobiernos Regionales, entidades que en conjunto representan el 8.80% del total de *backlog* por desarrollar de la Compañía (15.28% al 31 de diciembre de 2016). Dicha participación incluye el contrato con el Gobierno de Arequipa que fue resuelto por esta entidad a fines del mes de diciembre de 2017. Cabe anotar que este contrato se firmó por S/83.16 millones, restando por ejecutar un total de S/25.93 millones al 30 de setiembre de 2017.

En relación a los contratos suscritos con entidades privadas, éstas representan el 9.45% del *backlog* al corte de análisis (13.06% al 31 de diciembre de 2016). Cabe indicar que los contratos con entidades privadas no relacionadas representan el 7.05% del *backlog* total, mientras que con entidades privadas relacionadas el 2.40% (7.45% y 5.61%, respectivamente, al 31 de diciembre de 2016).

Con referencia a la concentración del *backlog* por proyecto, el contrato con saldo por desarrollar de mayor monto representa el 21.58% del total al 30 de setiembre de 2017 (17.89% al 31 de diciembre de 2016). Dicho proyecto corresponde a un contrato de conservación vial y mantenimiento firmado con Provías Nacional, en donde ICCGSA mantiene el 100% de participación.

Grupo Económico

ICCGSA forma parte del Grupo ICCGSA, grupo económico familiar con negocios en el sector construcción, así como en otros sectores económicos a través del holding ICCGSA Inversiones.



Fuente: ICCGSA / Elaboración: Equilibrium

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y plana gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo III.

Como hecho de importancia debe mencionarse que el 04 de diciembre de 2017 el Sr. José Fernando Castillo Dibós dejó ser Presidente del Directorio, y a su vez Director, de ICCGSA Inversiones, ocupando dicha posición el Sr. Luis Javier Castillo Dibós. Adicionalmente, se comunicó el ingreso de la Sra. Elizabeth Natal Rodríguez De Castillo como Directora.

ANÁLISIS FINANCIERO

En relación al análisis financiero, resulta importante mencionar que si bien el emisor de los Bonos Corporativos es ICCGSA Inversiones, son los flujos de ICCGSA Constructora los que respaldan las obligaciones de pago. Por tal motivo el análisis financiero recae principalmente sobre la Constructora.

ICCGSA Inversiones S.A.

Al finalizar el tercer trimestre de 2017, los activos de ICCGSA Inversiones se ubicaron en S/210.98 millones, cifra que refleja un crecimiento en 10.39% respecto a lo registrado en el mismo periodo del ejercicio previo. El dinamismo se encuentra explicado principalmente en la evolución del activo fijo y de la partida inversiones mobiliarias, la cual registra la participación que mantiene ICCGSA Inversiones en sus subsidiarias.

En relación al activo fijo, éste aumentó interanualmente en 34.45% hasta situarse en S/48.95 millones a la fecha de

corte evaluada, estando dicho incremento asociado a las mayores obras en curso registradas por la construcción del Proyecto Andrés Reyes. Al respecto es importante indicar que, según lo notificado mediante Hecho de Importancia del 11 de enero de 2018, ya se aprobó el inicio del procedimiento de venta de este activo inmobiliario. Por otro lado, el crecimiento de las inversiones mobiliarias (+15.29% interanual), fue consecuencia de la capitalización de préstamos por S/9.99 millones en la subsidiaria ICCGSA Agroindustrial, aumentando el capital social de dicha subsidiaria en el mismo monto (totaliza S/27.0 millones al 30 de setiembre de 2017), según acuerdo de Junta General de Accionistas (JGA) del 26 de diciembre de 2016. De esta manera, las inversiones mobiliarias se mantienen como el principal activo de ICCGSA Inversiones, al representar el 37.41% del total a la fecha de corte evaluada (35.82% al 30 de setiembre de 2016).

Respecto de los pasivos de ICCGSA Inversiones, éstos totalizaron S/183.72 millones al 30 de setiembre de 2017, registrando un crecimiento de 12.29% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. La evolución se explica por el dinamismo registrado en las cuentas por pagar (+21.58% interanual) asociado principalmente a los mayores préstamos recibidos de ICCGSA Constructora. Es importante indicar que las cuentas por pagar a relacionadas representan la principal fuente de fondeo de ICCGSA Inversiones, financiando el 53.60% del total de activos a la fecha de corte de análisis.

Otra partida de los pasivos que registró un incremento relevante durante el periodo evaluado fue obligaciones financieras (+45.86% interanual) a razón de un leasing financiero adquirido en el segundo semestre del ejercicio 2016 por S/9.04 millones. En contraparte, el importe de los bonos corporativos en circulación disminuyó en S/8.28 millones durante el mismo periodo de tiempo, totalizando S/43.18 millones al concluir el tercer trimestre del ejercicio 2017¹.

Respecto al patrimonio de ICCGSA Inversiones, éste disminuyó ligeramente respecto de setiembre de 2016 (-0.92%), debido al mayor resultado acumulado negativo producto de la pérdida neta del ejercicio 2016. Es de indicar que el capital social se mantuvo sin variación en S/33.70 millones.

En referencia a la generación, al 30 de setiembre de 2017, los ingresos de ICCGSA Inversiones se ubicaron en S/3.46 millones, superiores en 42.82% a los registrados en el mismo periodo del ejercicio anterior. Cabe mencionar que estos ingresos se generan en su mayoría por los préstamos otorgados a las subsidiarias. Por el lado de los costos, éstos disminuyeron en 2.11% durante los últimos doce meses, totalizando S/3.95 millones. Los menores costos se explican por las menores cargas financieras asociadas a los intereses devengados por la emisión de bonos.

A pesar de lo anterior, la utilidad bruta de ICCGSA Inversiones se mantuvo en niveles negativos; no obstante, se identifica un menor nivel pérdida al pasar de -S/1.62 millo-

nes a -S/0.49 millones. Por otro lado, los gastos administrativos disminuyeron en 34.85% respecto a lo registrado a setiembre de 2016, debido a los menores gastos por servicios prestados por terceros, con lo cual la pérdida operativa disminuyó a -S/0.81 millones (-S/4.78 millones al 30 de setiembre de 2016). Adicionalmente, ICCGSA Inversiones registró una ganancia por diferencia en cambio por S/0.75 millones, en línea con la fluctuación del tipo de cambio (las obligaciones financieras, a excepción de los bonos corporativos, están denominadas en dicha divisa). Finalmente, se registró el impacto de un mayor gasto en impuesto a la renta durante el presente periodo (+0.95 millones). Lo mencionado previamente le permitió obtener una utilidad neta de S/0.14 millones (pérdida neta de S/2.24 millones al 30 de setiembre de 2016).

Ingenieros Civiles y Contratistas Generales S.A. (ICCGSA)

Activos y Liquidez

Al 30 de setiembre de 2017, los activos de ICCGSA totalizan S/911.94 millones, superior en 1.11% al saldo observado al finalizar el ejercicio 2016. Dicho incremento responde al aumento en las cuentas por cobrar, tanto a terceros como a relacionadas, evolución que estuvo parcialmente mermada por la disminución del activo fijo.

Respecto a las cuentas por cobrar a relacionadas, éstas se mantienen como el principal activo de la Compañía al representar el 27.69% del total. En relación al término del ejercicio 2016, las cuentas por cobrar a vinculadas aumentaron en 6.30%, principalmente por un mayor saldo por cobrar a ICCGSA Inversiones. Precisamente, esta última es la mayor cuenta por cobrar, totalizando S/111.49 millones al 30 de setiembre de 2017, correspondiendo a fondos destinados a financiar principalmente el capital de trabajo del resto de empresas del Grupo.

Por su parte, las cuentas por cobrar comerciales a terceros suman S/184.77 millones (equivalente al 20.26% del total del activo) mostrando un incremento de 15.11% respecto de diciembre de 2016. Dicho crecimiento obedece principalmente a mayores saldos por cobrar a Provías Nacional.

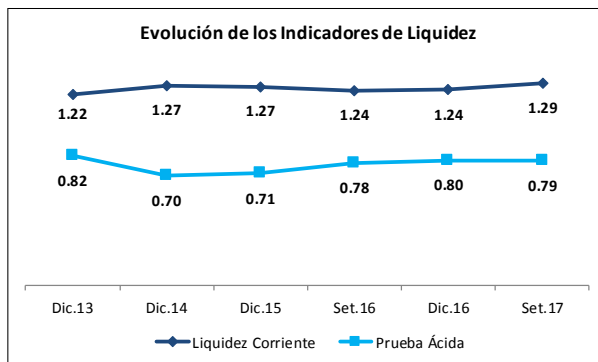
Respecto del activo fijo de la Compañía, el mismo disminuye en 6.46% en relación al cierre de 2016, debido a la venta de equipos realizada durante el 2017. De esta manera, el activo fijo asciende a S/152.69 millones, equivalente al 16.74% del total de activos.

Por otro lado, en lo que respecta a la liquidez, al 30 de setiembre de 2017, el efectivo y equivalente de ICCGSA disminuye en 70.31% en relación al cierre de 2016, totalizando S/14.49 millones. Dicha evolución se explica principalmente por la disminución en otras cuentas por pagar, asociado a los menores anticipos de clientes.

En relación al indicador de liquidez corriente de la Compañía, el mismo pasa de 1.24 a 1.29 veces entre diciembre de 2016 y setiembre de 2017, debido a la disminución en los

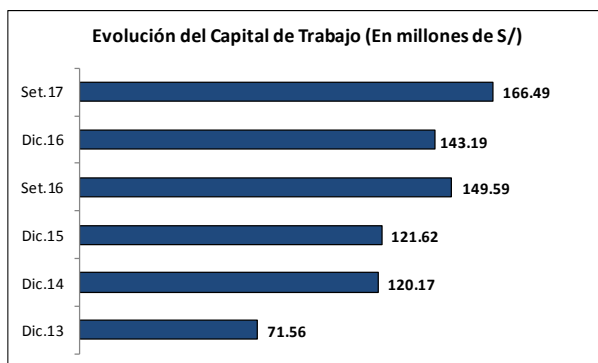
¹ Remitirse al Anexo IV para detalle de los bonos corporativos emitidos por ICCGSA Inversiones, incluyendo cumplimiento de resguardos financieros.

anticipos de clientes (pasivo corriente). En tanto, la liquidez ácida no muestra mayor variación y se ubica en 0.79 veces (0.80 veces al cierre de 2016). Las mencionadas evoluciones se muestran a continuación:



Fuente: ICCGSA / Elaboración: Equilibrium

A consecuencia de la contracción en 1.14% del pasivo corriente, asociado a menores anticipos de clientes, el capital de trabajo de ICCGSA aumenta al pasar de S/143.19 millones a S/166.49 millones entre diciembre de 2016 y setiembre de 2017, según se detalla:



Fuente: ICCGSA / Elaboración: Equilibrium

El flujo de caja operativo (FCO) de la Compañía fue negativo en S/25.59 millones al 30 de setiembre de 2017, explicado principalmente por la reducción de los anticipos de clientes. Cabe señalar que, tanto al 30 de setiembre de 2016 como al 31 de diciembre de 2016, dicho indicador estuvo también en niveles negativos (S/22.18 millones y S/5.29 millones, respectivamente), situación que no se observaba antes del ejercicio 2015. Es de indicar que la situación de liquidez de la Compañía se agrava toda vez que, al 30 de setiembre de 2017, solamente mantenía disponible el 7.03%. Es pertinente mencionar que, de acuerdo a lo mencionado por la Gerencia de la Compañía, al 31 de diciembre de 2017, no mantiene líneas disponibles en el sistema financiero. En ese sentido, la Gerencia señaló que la estrategia para hacer frente a las necesidades de liquidez será la venta de activos.

Estructura Financiera y Solvencia

Al 30 de setiembre de 2017, los pasivos de ICCGSA totalizan S/676.83 millones, presentando un ligero incremento (+0.47%) en relación al cierre de 2016. Si bien se observan aumentos en el financiamiento con proveedores y con entidades bancarias, dicho incremento estuvo contrarrestado por el menor anticipo de clientes.

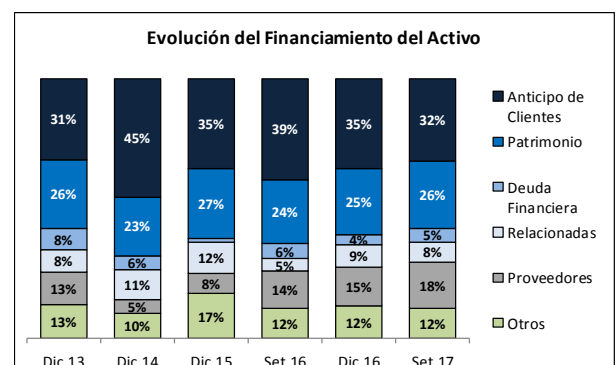
Respecto de las obligaciones financieras de la Compañía, éstas suman S/47.75 millones al 30 de setiembre de 2017, mostrando un crecimiento de 27.54% en relación al cierre del ejercicio 2015. Dicho crecimiento está explicado por la Primera Emisión (S/15.0 millones) de Instrumentos de Corto Plazo, mientras que por otro lado se observa una caída en las obligaciones por arrendamientos financieros que pasa de S/3.11 millones a S/0.35 millones. Cabe agregar que la porción más representativa de las obligaciones financieras corresponde a los pagarés bancarios, los mismos que suman S/30.50 millones a la fecha de análisis. Asimismo, en octubre de 2017 se colocó la Segunda Emisión de Instrumentos de Corto Plazo por S/4.80 millones.

Es importante indicar que en el ejercicio 2016 se modificó la Ley de Contratación con el Estado, disminuyendo el porcentaje que el contratista podía solicitar como adelanto para la ejecución de obras. Esto se refleja en la menor participación de los anticipos recibidos de clientes en la estructura de fondeo de ICCGSA, pasando dicha participación de 34.52% a 31.68% entre diciembre de 2016 y setiembre de 2017 (45.44% al cierre de 2014). Lo anterior ha generado que la Compañía requiera de mayor financiamiento de terceros para la ejecución de proyectos y consecuentemente la modificación de las políticas de pago con proveedores (ampliaciones en los días de pago).

Con referencia a las cuentas por pagar comerciales, las mismas se incrementan en 17.18% respecto al cierre de 2016, hasta totalizar S/161.41 millones. Esta partida incluye los financiamientos recibidos de proveedores para la adquisición de materiales, suministros y prestación de servicio para el desarrollo de obras. De acuerdo a lo señalado por la Gerencia de la Compañía, los clientes privados y Gobiernos Regionales presentan un plazo de cobro mayor, motivo por el cual ICCGSA ha tenido que adecuar su política de pago. En línea con esto, la rotación de cuentas por pagar se incrementa de 68 días a 102 días entre diciembre de 2016 y setiembre de 2017.

El patrimonio de la Compañía asciende a S/235.11 millones al 30 de setiembre de 2017, luego de crecer en 3.02% respecto al cierre de 2016. Este incremento obedece a los mayores resultados acumulados registrados, toda vez que no se repartieron dividendos sobre los resultados del ejercicio 2016.

La evolución de las fuentes de fondeo de la Compañía se muestra en el gráfico siguiente:

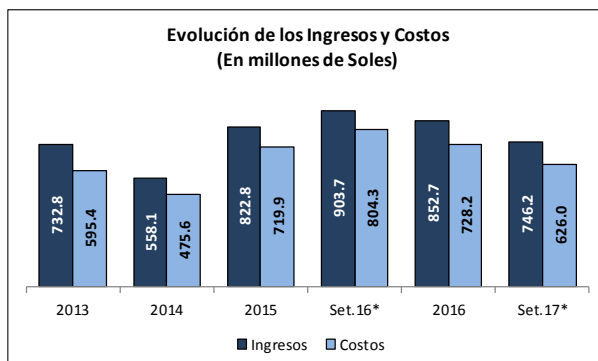


Fuente: ICCGSA / Elaboración: Equilibrium

En cuanto al indicador de apalancamiento contable, éste disminuye de 2.95 a 2.88 veces en línea con el mayor dinamismo del patrimonio respecto del pasivo. Cabe agregar que, de excluir los anticipos de clientes, el ratio de apalancamiento contable de la Compañía se ubica en 1.65 veces (1.59 veces al 31 de diciembre de 2016). Por su parte, ratio deuda financiera sobre patrimonio se incrementa de 0.16 a 0.20 veces entre el periodo evaluado, debido a la emisión de los Instrumentos de Corto Plazo. Cabe agregar que, de considerar el saldo en circulación de los Bonos Corporativos de la relacionada ICCGSA Inversiones, el indicador de apalancamiento contable de la Compañía ascendería a 3.07 veces, mientras que el ratio deuda financiera sobre patrimonio sería de 0.39 veces a la fecha evaluada (3.10 veces y 0.38 veces, respectivamente, al 31 de diciembre de 2016).

Generación y Rentabilidad

Al 30 de setiembre de 2017, los ingresos de ICCGSA ascienden a S/478.34 millones, saldo inferior en 18.22% a los ingresos observados en el mismo periodo del ejercicio anterior. Dicha evolución se explica por el hecho que la Compañía no se adjudicó proyectos al ritmo de años anteriores, aunado a que presenta retrasos en el avance de varios de sus proyectos. En esa misma línea, los costos de ventas se contrajeron interanualmente en 19.28% hasta S/427.79 millones. Dicho lo anterior, el resultado bruto se contrajo en 7.9% hasta S/50.55 millones, aunque a nivel de margen bruto esta pasó de 9.38% a 10.57%.



*Anualizado.

**En el ejercicio 2016 los ingresos de la Compañía incluyen S/46.15 millones de ingresos por reclamaciones de obras y laudos arbitrales.

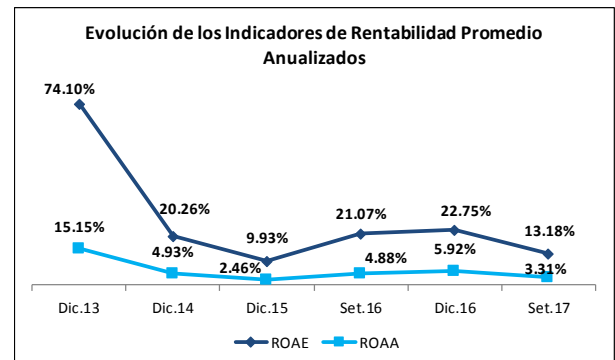
Fuente: ICCGSA / Elaboración: Equilibrium

Debido al menor dinamismo del negocio, los gastos administrativos de la Compañía disminuyen interanualmente en 17.27%. Por otra parte, los ingresos financieros totalizan S/250 mil (-71.96% interanual) en línea con el menor saldo en caja y bancos. Por su parte, los gastos financieros se incrementan ligeramente en 1.27%, hasta alcanzar los S/3.36 millones, producto de las mayores obligaciones financieras. Cabe mencionar que ICCGSA registra otros ingresos netos por S/9.79 millones producto de la venta de equipos. De esta manera, la utilidad antes de impuestos de la Compañía asciende a S/23.31 millones, ligeramente inferior en 0.42% al resultado observado al 30 de setiembre de 2016.

Al finalizar el tercer trimestre de 2017, la Compañía registra un cargo de impuesto a la renta de S/9.76 millones. Cabe indicar que, para el mismo periodo del ejercicio 2016, ICCGSA se benefició por el efecto del impuesto diferido generado por los Consorcios, con un saldo a favor de S/8.26

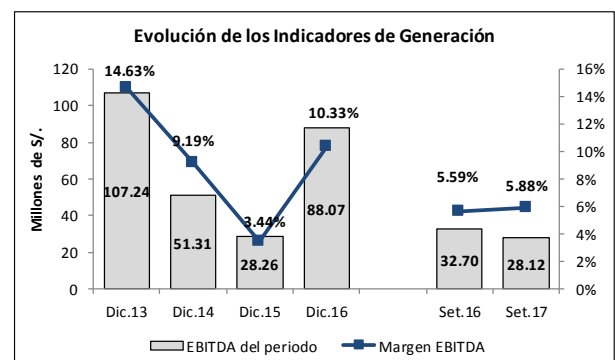
millones. A consecuencia de lo anterior, la utilidad neta de la Compañía se contrajo en 57.23% respecto de setiembre de 2016, totalizando un resultado neto de S/13.54 millones. A nivel de margen neto, este disminuye de 5.41% a 2.83% entre los periodos evaluados.

Como consecuencia del menor resultado neto, tanto el retorno anualizado promedio sobre el capital (ROAE) como el retorno anualizado promedio sobre el activo (ROAA) muestran disminuciones con respecto a lo observado al 30 de setiembre de 2016. En ese sentido, el ROAE pasó de 21.07% a 13.18%, mientras que el ROAA de 4.88% a 3.31% entre ejercicios.



Fuente: ICCGSA / Elaboración: Equilibrium

En lo que respecta a la generación de ICCGSA, medida a través del EBITDA (utilidad operativa + depreciación + amortización), la misma se sitúa en S/28.12 millones al 30 de setiembre de 2017, nivel inferior en 13.99% al observado en el mismo periodo del ejercicio anterior. Dicha evolución recae en el menor gasto por depreciación y amortización del periodo. Asimismo, de considerar los últimos 12 meses, el EBITDA de la Compañía se sitúa en S/83.49 millones (S/88.07 millones al 31 de diciembre de 2016), con lo cual se alcanza un margen EBITDA de 11.19%, superior al 10.33% de diciembre de 2016 por efecto de una mayor caída en los ingresos anualizados.



*En el ejercicio 2016 se incluyen los ingresos por reclamaciones de obras y laudos arbitrales ascendentes a S/46.15 millones.

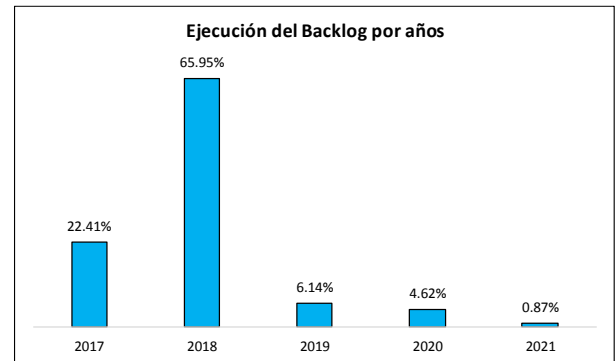
Fuente: ICCGSA / Elaboración: Equilibrium

Al analizar la cobertura que otorga el EBITDA a los gastos financieros, se observa que esta se ubica en 16.50 veces en términos anualizados (17.55 veces al cierre de 2016). En lo que respecta a la cobertura del servicio de deuda (gastos financieros + la porción corriente de la deuda a largo plazo)

la misma se sitúa en 15.42 veces, mejorando desde la cobertura de 10.97 veces observada al cierre de 2016 debido a la reducción de la porción corriente de la deuda de largo plazo (arrendamientos financieros). Es de señalar que, de agregar al ratio los préstamos bancarios y los instrumentos de corto plazo, la cobertura caería a 1.58 veces a la fecha de corte evaluada. Por otra parte, de considerar la porción corriente y los gastos financieros asociados a los Bonos Corporativos emitidos por ICCGSA Inversiones -de los cuales ICCGSA es el garante y quien repaga dichas obligaciones- la cobertura de los gastos financieros se situaría en 9.36 veces, mientras que la cobertura del servicio de deuda en 5.92 veces al 30 de setiembre de 2017, respectivamente.

Al medir el apalancamiento financiero (Deuda Financiera / EBITDA), el mismo aumenta al pasar de 0.41 a 0.57 veces entre diciembre de 2016 y setiembre de 2017, debido a las mayores obligaciones financieras por la emisión de los Instrumentos de Corto Plazo. Asimismo, al incluir la deuda asociada a los Bonos Corporativos de ICCGSA Inversiones (S/43.81 millones al 30 de setiembre de 2017), el apalancamiento financiero de ICCGSA ascendería a 1.10 veces a la fecha de corte evaluada.

En lo relacionado a la ejecución del *backlog* de ICCGSA, de acuerdo a los contratos, el 89.36% se estaría ejecutando entre el último trimestre de 2017 y durante el ejercicio 2018 (22.41% y 65.95%, respectivamente). En ese sentido, será relevante que en el corto plazo la Compañía adicione nuevos proyectos a su cartera para no continuar debilitando el *backlog* y, en consecuencia, mermar la capacidad de generación futura. La distribución de la ejecución el *backlog* de la Compañía se muestra a continuación:



Fuente: ICCGSA / Elaboración: Equilibrium.

ICCGSA Inversiones S.A.**ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA**

(Miles de Soles)

	Dic.14	Dic.15	Set. 16	Dic. 16	Set.17
ACTIVOS					
Activo Corriente					
Caja Bancos	0	4,227	1,207	663	111
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	30	37,040	32,441	34,318	36,735
Otras Cuentas por Cobrar	170	345	1,205	941	1,980
Gastos Contratados por Anticipado	0	0	148	0	0
Total Activo Corriente	200	41,612	35,001	35,922	38,826
Cuentas por Cobrar Diversas a Relacionadas	0	37,574	47,506	39,746	42,036
Inversiones Mobiliarias	21,570	64,650	68,460	78,924	78,925
Desinper	16,627	39,924	39,924	39,934	39,924
Concesiones	3,202	3,202	3,202	3,202	3,202
ICCGSA Agroindustrial	30	17,013	17,013	27,003	27,003
ICCGSA Forestal	699	2,697	2,697	2,697	2,697
Gruas é Izajes S.A.	1,012	1,814	5,624	6,088	6,089
Inmueble, Maquinaria y Equipo Neto de Depreciación Acumulada	19,680	36,406	36,406	47,572	48,949
Gastos Contratados por Anticipado e IR diferido	992	1,116	3,742	2,319	2,241
Total Activo No Corriente	42,242	139,746	156,114	168,561	172,151
TOTAL ACTIVOS	42,442	181,358	191,115	204,483	210,977
PASIVOS					
Pasivo Corriente					
Obligaciones Financieras	0	0	513	0	3
Bonos Corporativos	0	6,901	7,392	7,249	7,657
Cuentas por Pagar Comerciales	91	110	47	267	205
Cuentas por Pagar a Relacionadas	20,859	89,185	92,900	98,398	113,081
Otras Cuentas por Pagar	0	1,089	416	2,065	221
Total Pasivo Corriente	20,950	97,285	101,268	107,979	121,167
Obligaciones Financieras	0	18,217	18,531	27,798	27,029
Bonos Corporativos	0	48,212	43,810	41,313	35,527
Total Pasivo no Corriente	0	66,429	62,341	69,111	62,556
TOTAL PASIVO	20,950	163,714	163,609	177,090	183,723
PATRIMONIO					
Capital social	21,600	21,600	33,700	33,700	33,700
Resultados Acumulados	0	-108	-3,956	-3,956	-6,306
Resultado del Ejercicio	-108	-3,848	-2,238	-2,351	-140
TOTAL PATRIMONIO NETO	21,492	17,644	27,506	27,393	27,254
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	42,442	181,358	191,115	204,483	210,977

ESTADO DE RESULTADOS

(Miles de Soles)

	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
Ingresos	-	7,347	2,422	5,126	3,459
Intereses sobre préstamos	-	6,442	2,422	4,988	3,459
Honorarios por servicios prestados a relacionadas	-	881	-	137	-
Otros	-	24	-	1	-
Costos	-	-11,441	-4,038	-8,024	-3,953
Cargas financieras	-	-8,679	-2,092	-4,981	-1,857
Gastos de personal	-	-2,108	-1,650	-2,238	-1,643
Servicios de Terceros	-	-654	-296	-805	-453
Utilidad Bruta	-	-4,094	-1,616	-2,898	-494
Gastos de Administración	-224	-689	-482	-769	-314
Utilidad de Operación	-224	-4,783	-2,098	-3,667	-808
Ingresos Financieros	-	-	1	-	-
Gastos Financieros	-	-	-1,486	-	-
Otros Ingresos	-	-	512	-	-
Utilidad antes de Diferencia en Cambio	-224	-4,783	-3,071	-3,667	-808
Diferencia en cambio	116	-181	-37	113	746
Utilidad antes de Impuesto a la Renta	-108	-4,964	-3,108	-3,554	-62
Impuesto a la Renta		1,116	870	1,203	-78
Utilidad Neta	-108	-3,848	-2,238	-2,351	-140

INGENIEROS CIVILES Y CONTRATISTAS GENERALES S.A.**ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA**

(Miles de Soles)

	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15	Set.16	Dic.16	Set.17
ACTIVOS						
Activo Corriente						
Caja Bancos	43,422	57,263	57,787	64,378	48,819	14,494
Cuentas por Cobrar Comerciales	194,535	204,803	79,524	327,698	160,517	184,769
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	89,157	216,209	222,641	233,380	235,552	249,079
Otras Cuentas por Cobrar	32,230	44,351	61,958	87,718	67,419	72,669
Existencias	31,624	34,979	28,615	41,648	25,401	26,587
Productos Terminados	713	553	93	1,088	264	336
Productos en Proceso	0	13,702	3,735	0	1,324	0
Materiales de Construcción	16,352	10,315	9,998	23,174	6,100	10,145
Materiales Auxiliares, Suministros y Repuestos	13,550	10,330	14,333	16,931	17,257	15,650
Existencias por Recibir	1,009	79	456	456	456	456
Ingreso de obras en curso por facturar	0	0	125,566		191,480	187,693
Activo Diferido	8,410	3,290	2,454	11,748	2,312	12,820
Total Activo Corriente	399,378	560,895	578,545	766,570	731,500	748,111
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	22,332	24,679	3,611	1,947	1,967	3,393
Inversiones Financieras	16,333	1,093	1,093	4,205	4,206	7,132
Inmueble, Maquinaria y Equipo, Neto	155,612	139,826	164,421	170,173	163,226	152,686
Intangibles	1,066	1,060	860	688	603	404
Activo Diferido	0	0	343	389	401	211
Total Activo No Corriente	195,343	166,658	170,328	177,402	170,403	163,826
TOTAL ACTIVOS	594,721	727,553	748,873	943,972	901,903	911,937
PASIVOS						
Pasivo Corriente						
Sobregiros Bancarios	71	0	0	0	0	0
Pagarés y Préstamos Bancarios	44,670	28,967	1,390	50,078	32,765	47,400
Cuentas por Pagar Comerciales	75,872	37,444	59,779	133,448	137,750	161,412
Cuentas por Pagar a Relacionadas	43,311	64,713	73,981	30,544	76,890	72,630
Otras Cuentas por Pagar	42,430	39,510	61,623	61,612	48,199	44,387
Provisiones	2,803	0	0	0	0	0
Anticipo de clientes	115,866	262,947	228,224	336,488	281,546	250,333
Facturación en exceso de costos y utilidades estimadas de obras en curso	0	0	26,081	0	8,153	5,108
Parte Corriente Deuda de Largo Plazo	2,795	7,147	5,852	4,806	3,007	355
Total Pasivo Corriente	327,818	440,728	456,930	616,975	588,310	581,625
Obligaciones Financieras	1,562	4,374	2,835	383	104	0
Cuentas por Pagar a Relacionadas	6,458	18,085	15,372	14,749	0	0
Otras cuentas por pagar	0	0	0	0	0	189
Anticipo de clientes	69,685	67,686	31,338	31,538	29,809	38,538
Impuesto a la renta diferido	31,632	32,582	41,275	49,162	55,457	56,479
Total Pasivo no Corriente	109,337	122,727	90,820	95,832	85,370	95,206
TOTAL PASIVO	437,155	563,455	547,750	712,807	673,680	676,831
Capital social	80,000	86,000	86,000	86,000	86,000	86,000
Reserva Legal	10,634	14,486	14,486	14,486	14,486	14,486
Excedente de Revaluación	37,004	31,502	47,742	61,143	43,325	41,436
Resultado del Ejercicio	76,832	32,588	18,141	31,667	48,840	13,543
Resultados Acumulados	-46,904	-478	34,754	37,870	35,572	79,641
TOTAL PATRIMONIO NETO	157,566	164,098	201,123	231,165	228,223	235,106
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	594,721	727,553	748,873	943,972	901,903	911,937

ESTADO DE RESULTADOS

(Miles de Soles)

	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15	Set.16	Dic.16	Set.17
Ventas Netas	732,810	558,142	822,757	584,886	852,711	478,340
Valorización de Obras	677,572	497,951	790,455	584,886	813,625	478,340
Otros Ingresos	55,238	60,191	32,302	0	39,086	0
Costo de Ventas	-595,365	-475,592	-719,949	-530,000	-728,202	-427,791
Costo de Obras Terminadas	-293,086	-211,427	-307,451	-530,000	-728,202	-427,791
Costo de Operación de Equipos	-54,374	-59,165	-10,892	0	0	0
Otros Costos	-247,905	-205,000	-385,503	0	0	0
Utilidad Bruta	137,445	82,550	102,808	54,886	124,509	50,549
Gastos de Administración	-50,186	-46,085	-57,392	-40,815	-54,159	-33,766
Utilidad de Operación	87,259	36,465	45,416	14,071	70,350	16,783
Ingresos Financieros	11,804	6,745	6,894	892	1,171	250
Gastos Financieros	-933	-5,222	-6,035	-3,318	-5,019	-3,360
Otros Ingresos	12,031	1,757	6,877	11,263	17,275	9,792
Otros Gastos	-892	-1,841	0	0	-11,881	-1,097
Utilidad antes de Diferencia en Cambio	109,269	37,904	53,152	22,908	71,896	22,368
Diferencia en cambio	3,040	40	-2,510	497	-974	938
Utilidad antes de Impuesto a la Renta	112,309	37,944	50,642	23,405	70,922	23,306
Impuesto a la Renta	-35,477	-5,356	-32,501	8,262	-22,082	-9,763
Utilidad Neta	76,832	32,588	18,141	31,667	48,840	13,543

INGENIEROS CIVILES Y CONTRATISTAS GENERALES S.A.INDICADORES FINANCIEROS

	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15	Set.16	Dic.16	Set.17
Solvencia						
Pasivo / Patrimonio Neto	2.77	3.43	2.72	3.08	2.95	2.88
(Pasivo - Anticipos) / Patrimonio Neto	1.60	1.42	1.43	1.49	1.59	1.65
Deuda Financiera Total / Pasivo	11.23%	7.19%	1.84%	7.75%	5.33%	7.06%
Deuda Financiera / Patrimonio	0.31	0.25	0.05	0.24	0.16	0.20
Pasivo / Activo	0.74	0.77	0.73	0.76	0.75	0.74
Pasivo Corriente / Pasivo	0.75	0.78	0.83	0.87	0.87	0.86
Pasivo No Corriente / Pasivo	0.25	0.22	0.17	0.13	0.13	0.14
Deuda Financiera / EBITDA	0.46	0.79	0.36	2.20	0.41	0.57
Liquidez						
Liquidez Corriente	1.22	1.27	1.27	1.24	1.24	1.29
Liquidez Ácida	0.82	0.70	0.71	0.78	0.80	0.79
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.13	0.13	0.13	0.10	0.08	0.02
Capital de Trabajo	71,560	120,167	121,615	149,595	143,190	166,486
Gestión						
Gastos Operativos / Ventas	6.85%	8.26%	6.98%	6.98%	6.35%	7.06%
Gastos Financieros / Ventas	0.13%	0.94%	0.73%	0.57%	0.59%	0.70%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	81	112	29	128	57	88
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	45	28	30	63	68	102
Rotación de Inventarios (días)	19	26	14	21	13	17
Ciclo de conversión de efectivo (días)	55	110	14	86	2	4
Rentabilidad						
Margen Bruto	18.76%	14.79%	12.50%	9.38%	14.60%	10.57%
Margen Operativo	11.91%	6.53%	5.52%	2.41%	8.25%	3.51%
Margen Neto	10.48%	5.84%	2.20%	5.41%	5.73%	2.83%
ROAE *	74.10%	20.26%	9.93%	21.07%	22.75%	13.18%
ROAA *	15.15%	4.93%	2.46%	4.88%	5.92%	3.31%
Generación						
Flujo de Caja Operativo (FCO) del periodo	48,756	179,208	38,771	-22,177	-5,287	-25,578
FCO Anualizado	48,756	179,208	38,771	20,859	-5,287	-8,688
EBITDA del periodo	107,243	51,313	28,264	32,697	88,070	28,122
EBITDA Anualizado	107,243	51,313	28,264	25,147	88,070	83,495
Margen EBITDA *	14.63%	9.19%	3.44%	2.78%	10.33%	11.19%
Coberturas						
EBITDA / Gastos Financieros *	114.94	9.83	4.68	4.36	17.55	16.50
EBITDA / (Gasto Financiero + PCDLP) *	28.77	4.15	2.38	2.38	10.97	15.42
FCO / Gastos Financieros *	52.26	34.32	6.42	3.62	N/A	N/A
FCO / (Gasto Financiero + PCDLP) *	13.08	14.49	3.26	1.97	N/A	N/A

* Indicadores anualizados

ANEXO I

HISTORIA DE CLASIFICACIÓN – ICCGSA INVERSIONES S.A.

Instrumento	Clasificación Anterior (Al 30.06.17) *	Clasificación Actual (Al 30.09.17)	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones	A+.pe	<i>(modificada)</i> A.pe	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

*Sesión de Comité de fecha 04 de diciembre de 2017.

** El historial de las clasificaciones otorgadas en las últimas cinco evaluaciones se encuentra disponible en: <http://www.equilibrium.com.pe/clasificacionhistorica.pdf>

ANEXO II

DETALLE DE INSTRUMENTOS CLASIFICADOS – ICCGSA INVERSIONES S.A.

PRIMER PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS ICCGSA INVERSIONES

En Junta General de Accionistas de fecha 28 de octubre de 2014, ICCGSA Inversiones aprobó llevar a cabo el Primer Programa de Bonos Corporativos ICCGSA Inversiones, hasta por un monto máximo de emisión de S/155.0 millones o su equivalente en Dólares. El mencionado Programa se inscribió en el Registro del Mercado de Valores el día 05 de diciembre de 2014. A continuación, se presenta el detalle de las emisiones realizadas dentro del Programa:

	Primera Emisión	Segunda Emisión
Serie:	A	A
Monto máximo por emisión:	S/77.50 millones	S/77.50 millones
Monto colocado:	S/38.30 millones	S/23.15 millones
Plazo:	05 años	10 años
Tasa:	6.375%	8.00%
Fecha de colocación:	16/01/2015	16/01/2015
Saldo en circulación al 30.09.17:	S/22.41 millones	S/21.40 millones
Período de gracia:	No aplica	05 años
Amortización	Trimestral	Trimestral
Resguardos*:	i) Ratio de Cobertura de Flujos: “Flujos Cedidos” / “Saldo de Bonos en Circulación” ≥ 1.15 veces. ii) Ratio de Cobertura de Activos: “Valor de Inmuebles” / “Saldo de Bonos en circulación” ≥ 0.5 veces al primer año, ≥ 0.55 veces durante el segundo año, ≥ 0.61 durante el tercer año, ≥ 0.69 veces durante el cuarto año, ≥ 0.75 veces durante el quinto y sexto año, ≥ 0.74 veces durante el octavo año, ≥ 0.57 veces en el noveno año. iii) Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda ≥ 2.5 veces. iv) Ratio de Apalancamiento de ICCGSA Constructora: [(Pasivo Total + Saldo de Bonos - Caja - Existencias - Cuentas por Cobrar Comerciales) / Patrimonio] ≤ 2.5 veces. v) Ratio de Endeudamiento de ICCGSA Constructora: [(Deuda Financiera + Saldo de Bonos) / EBITDA] ≤ 2.5 veces hasta diciembre 2015 y menor a 2.3 veces en adelante.	
Garantías:	i) Fideicomiso en Administración y Garantía ii) Fideicomiso de Activos iii) Fianza Solidaria de ICCGSA Constructora y de las subsidiarias de ICCGSA Inversiones, sin considerar las concesiones Además, se incluye un mejorador de garantías representado por una cuenta de reserva o una carta fianza emitida por una empresa del sistema financiero con clasificación de riesgo no menor a “A”, equivalente a un año de servicio de deuda.	
Destino de los recursos:	i) Reembolso de inversiones realizadas en ICCGSA Inversiones y sus subsidiarias principales antes de la emisión; ii) Financiar nuevas inversiones en actividades inmobiliarias, agroindustriales, forestales y en nuevas concesiones del Emisor	

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

*Es de mencionar que tanto el ratio de Cobertura de Flujos como el ratio de Cobertura de Activos se calculan con frecuencia semestral, mientras que el resto de resguardos se miden con frecuencia trimestral. Asimismo, el Contrato Marco de Emisión establece que la Cobertura de Flujos podría ser inferior a 1.15 veces, pero superior a 1.0 veces durante un semestre; mientras que la Cobertura del Servicio de Deuda podría ser inferior a 2.5 veces pero superior a 2.0 veces durante un trimestre.

Respecto del cumplimiento de resguardos financieros del Programa de Bonos, los cálculos proporcionados por la Compañía, al 30 de junio de 2017 y 30 de setiembre de 2017, indican lo siguiente:

1. Ratio de Cobertura de Flujos: 9.04 veces a junio de 2017 (11.99 veces al 31 de diciembre de 2016).
2. Ratio de Cobertura de Activos: 0.74 veces a junio de 2017 (0.65 veces al 31 de diciembre de 2016).
3. Ratio de cobertura de servicio de deuda: 24.16 veces a setiembre de 2017 (14.30 veces al 30 de junio de 2017).
4. Ratio de apalancamiento: 1.03 veces a setiembre de 2017 (0.97 veces al 30 de junio de 2017).
5. Ratio de endeudamiento: 1.11 veces a setiembre de 2017 (0.95 veces al 30 de junio de 2017).

De esta manera y de acuerdo a lo informado por la Gerencia de la Compañía, hasta la fecha evaluada, el Emisor viene cumpliendo con todos los límites establecidos en el Programa de Bonos Corporativos.

ANEXO III

ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL – ICCGSA INVERSIONES S.A.

Accionistas al 30.09.2017

Accionista	Participación
José Fernando Castillo Dibós	23.83%
Luis Javier Castillo Dibós	17.83%
Maria José Castillo Llong	17.83%
Carmen Cecilia Castillo Dibós	17.83%
Roberto Dall'Orto Lizárraga	11.81%
Martha Rosa Inés Ibañes Sanchez	5.42%
Augusto Martín Ibáñez Sanchez	5.42%
Total	100.00%

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 30.09.2017

Directorio	Cargo
Luis Javier Castillo Dibós	Presidente
José Javier Jordán Morales	Vice-Presidente
César Augusto Castillo Petit	Director
Elizabeth Natal Rodriguez De Castillo	Director
Roberto Dall'Orto Lizárraga	Director

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 30.09.2017

Nombre	Cargo
Tito Piqué Romero	Gerente General
Oscar Alvitez	Gerente de Administración y Finanzas

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

© 2018 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una clasificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de clasificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una clasificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.