

FUNDAMENTOS DE CLASIFICACION DE RIESGO Continental Sociedad Titulizadora S.A.

Sesión de Comité N° 25/2019: 31 de mayo del 2019
Información financiera consolidada auditada al 31 de diciembre del 2018

Analista: María del Carmen Linares.
mlinares@class.pe

Clasificaciones Vigentes

Información financiera al:

Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario

Perspectivas

Anterior^{1/}
30.06.2018

Vigente
31.12.2018

AA–

AA–

Estables

Estables

^{1/} Sesión de Comité del 29.11.2018

FUNDAMENTACION

La Primera Emisión de Bonos de Titulización Los Portales – Negocio Inmobiliario, emitida en el marco del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario, está respaldada por el desempeño actual y futuro de los flujos que fueron cedidos al Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa – Primera Emisión, por parte de Los Portales S.A. (el Originador), con la participación de Continental Sociedad Titulizadora, en adelante “Continental ST”, como Fiduciario del Programa.

La categoría de clasificación de riesgo asignada toma en cuenta los siguientes aspectos: (i) la situación financiera de Los Portales S.A. y sus subsidiarias (en adelante, “LPSA”), su capacidad de pago y las perspectivas de sus ventas; (ii) las oportunidades y las amenazas que enfrenta el sector inmobiliario; (iii) la estructura y la operación del Patrimonio Fideicometido, así como la de los mecanismos de asignación de pagos, en cumplimiento de las coberturas establecidas; (iv) la calidad de las cuentas por cobrar cedidas y su capacidad de hacer frente a las obligaciones durante el período de vigencia de la emisión, sobre las estimaciones de su futuro desempeño; (v) el nivel de cobertura de las obligaciones asumidas; y (vi) el mecanismo de reemplazo de los activos titulizados en los casos de retiro de letras por deterioro, vencimiento, y cobro, entre otros factores considerados en el Acto Constitutivo.

Los Portales S.A. y Subsidiarias (“LPSA”) se constituyó en 1996 para dedicarse a desarrollos inmobiliarios y a proyectos de habilitación urbana, así como a la ejecución y a la operación de concesiones de estacionamientos y de servicios hoteleros, en diferentes ciudades del Perú, a través de tres empresas subsidiarias y de dos empresas afiliadas.

En los últimos ejercicios, las ventas totales de LPSA vienen mostrando tasas de crecimiento positivas, ascendiendo al cierre del 2018 a S/ 793.62 millones, 1.28% superior a lo registrado al cierre del 2017 (S/ 783.61 millones, a valores constantes), mostrando un desempeño adecuado en cada una de sus divisiones de negocio. Su principal negocio es desarrollo urbano, la cual sustenta más de 80% de sus ventas durante el 2018, que incluye ingresos por el financiamiento de la venta de lotes.

INSTRUMENTO

Denominación:	Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario
Fiduciario y Emisor:	Continental Sociedad Titulizadora S.A.
Originador y Servidor:	Los Portales S.A.
Estructurador:	BBVA Banco Continental
Agentes Colocadores:	Continental Bolsa SAB S.A. y BTG Pactual Perú S.A. SAB
Instrumento:	Bonos de Titulización
Monto del Programa:	Hasta por un monto máximo de US\$ 60 millones
Monto Colocado en la Primera Emisión:	US\$ 20,065,000
Oferta:	Pública
Fecha de Colocación:	21 de diciembre del 2015
Amortización del principal y pago de intereses:	24 cuotas trimestrales
Plazo de la Emisión:	6 años
Fecha de Vencimiento:	29 de diciembre del 2021
Destino de los Recursos:	(i) Refinanciamiento de deuda; y (ii) otros usos corporativos del Originador.
Garantías:	(i) Activos del Patrimonio Fideicometido de Titulización, conformado por cuentas por cobrar cedidas, respaldadas por letras de cambio, vinculadas a la venta de lotes de habilitación urbana; (ii) Patrimonio Fideicometido de Inmuebles; y (iii) Cuenta Reserva.

Class & Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo declara que la opinión contenida en el presente informe ha sido efectuada en base a la aplicación rigurosa de su metodología aprobada el 30.10.2016 (Versión 2), utilizada para la institución y/o valores sujeto de clasificación, considerando información obtenida de fuentes que se presumen fiables y confiables, no asumiendo responsabilidad por errores u omisiones, producto o a consecuencia del uso de esta información. La clasificadora no garantiza la exactitud o integridad de la información, debido a que no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Las clasificaciones de riesgo otorgadas son revisadas, de acuerdo a los procedimientos de la Clasificadora, como mínimo en forma semestral, pudiendo ser actualizadas con mayor frecuencia de ser considerado necesario.

A diciembre del 2018, las ventas de la División Vivienda crecieron a niveles esperados producto de la tendencia del sector que viene presentando mayor nivel de venta de viviendas desde el año 2018. A ello se agrega el eficiente proceso de desembolsos en los proyectos de Habilitación Urbana, de modo que las unidades vendidas se traducen rápidamente en ingreso de caja para la compañía. LPSA es líder en Habilitación Urbana en el Perú, con presencia en 18 ciudades del país. Las ventas de lotes de habilitación urbana son concertadas, principalmente, a través de financiamiento directo otorgado por LPSA a plazos de hasta 73 meses en promedio.

La mayor rotación de inventarios de terrenos en Habilitación Urbana ha permitido mejorar la generación de caja operativa de la empresa, lo que también se evidencia en el EBITDA ajustado del período, que ascendió a S/ 197.32 millones, determinando un margen EBITDA, bastante estable a través de los años (promedio de 24%).

A pesar de los esfuerzos de la empresa en reducir su exposición cambiaria a través de la concertación de deuda en soles, ésta persiste por el impacto que tienen las variaciones en el tipo de cambio en sus obligaciones financieras, mayormente contratadas en dólares.

La cobertura del servicio de deuda del período (EBITDA Ajustado de los últimos 12 meses, sobre Servicio de Deuda, igual a 1.77 veces a diciembre del 2018) fue favorecida por las acciones que adoptó LPSA para reestructurar sus pasivos con emisiones en el mercado de capitales, buscado reducir el costo financiero.

Para respaldar todas las emisiones del Segundo Programa de Bonos Titulizados, se ha establecido un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles. Este Patrimonio está constituido por la titularidad de los terrenos asociados a los lotes vinculados a las cuentas por cobrar dentro del Patrimonio Fideicometido de Titulización. En caso de una Contingencia Material sobre los lotes, no superada por el Originador, este será inscrito en Registros Públicos y los inmuebles se convertirían en garantía real adicional.

Las letras por cobrar cedidas presentan vencimientos anteriores al término del período de vigencia de la emisión. La dinámica de su comportamiento en el tiempo, supone su extinción periódica a medida que éstas vencen, se prepagan, o se vuelven morosas. Por ello, al Patrimonio Fideicometido conformado por el conjunto de letras por cobrar cedido al momento de la Emisión, que ascendió a US\$ 41.31 millones, se vienen agregando: (i) letras por cobrar correspondiente a proyectos ya entregados; y (ii) letras por cobrar que se generan durante la vigencia de los Bonos Titulizados, asociadas a contratos de Compra-Venta garantizadas.

Debido al adecuado funcionamiento de los mecanismos de reemplazo, el Patrimonio Fideicometido viene cumpliendo adecuadamente con las coberturas establecidas. A diciembre del 2018, el Ratio de Garantía ascendió a 1.45 veces y el Ratio de Cobertura a 2.54 veces.

A diciembre del 2018, LPSA registró una cartera de letras por cobrar ascendente a US\$ 300.47 millones, de las cuales US\$ 114.03 millones se encontraban disponibles y libres de obligaciones. Éstas representaron más de 11.36 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados (US\$ 10.04 millones a diciembre del 2018), permitiendo cumplir con el paulatino reemplazo de las letras por cobrar cedidas al presente Patrimonio Fideicometido, cuando ello sea necesario.

A diciembre del 2018, los activos titulizados (S/ 57.44 millones) representaron 1.69 veces el saldo en circulación de los Bonos Titulizados. Las proyecciones realizadas sobre los factores que impactan en la extinción de las letras determinan que es necesario el paulatino reemplazo de las letras, para el cumplimiento establecido de las coberturas. De acuerdo al normal vencimiento del actual monto de letras por cobrar disponibles de LPSA y considerando estimaciones sobre su extinción hasta el 2021, el saldo actual cubre en forma cómoda el saldo en circulación de los Bonos Titulizados.

El incumplimiento en las coberturas requeridas y en lo estipulado en el Contrato Marco, en cuanto a ratios financieros, ratios de cobertura y eventos de incumplimiento, determinaría que Continental ST tenga que adoptar acciones específicas para recuperar el nivel requerido en los ratios, impidiendo para ello que LPSA pueda disponer de los flujos excedentes del Patrimonio Fideicometido. Ello proporciona fortaleza al proceso de titulización.

Las letras por cobrar han venido generando un flujo dinerario estable y creciente, representando actualmente más de dos veces el monto de las letras por cobrar con que LPSA contaba al cierre del 2012 (US\$ 112.51 millones), adicionalmente con una baja tasa de morosidad, de 0.55% a diciembre del 2018 en el caso de las letras que respaldan la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización.

Los mayores riesgos que afectan la categoría de clasificación de riesgo asignada a los Bonos Titulizados están relacionados con los factores que podrían acelerar la extinción de la cartera y que implicarían la aportación de nuevas letras por cobrar al Fideicomiso a consecuencia de: (i) aumento en los niveles de morosidad de los clientes; (ii) incremento en los prepagos; y (iii) disminución en la capacidad de cobranza de las letras por cobrar.

La posibilidad de menor dinamismo en el sector inmobiliario

presenta la posibilidad de riesgo en la originación de letras de LPSA, por desaceleración de los negocios en dicho sector.

Factores que afecten la capacidad de pago de LPSA para otras obligaciones con instituciones financieras podrían originar la activación del mecanismo de retención de flujos del Patrimonio Fideicometido, determinando a su vez, el deterioro en la categoría de clasificación de riesgo asignada. Ello, afectado por el nivel de apalancamiento con el que opera hoy LPSA, pues su deuda financiera total representó 2.90 veces su EBITDA Ajustado a diciembre del 2018.

Perspectivas

La categoría de clasificación de riesgo otorgada a la Primera

Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario presenta, en las actuales circunstancias, perspectivas positivas, teniendo en consideración, las condiciones de aislamiento patrimonial de los flujos de cuentas por cobrar cedidos al Patrimonio Fideicometido de Titulización que garantiza la emisión, analizado en forma conjunta con el desempeño crediticio de dichas cuentas.

El esquema definido para el proceso de titulización, implica el cumplimiento de coberturas y la constitución de reservas, constituyendo un esquema que determina seguridad respecto al comportamiento de los flujos cedidos.

1. ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

El 20 de octubre del 2015 Continental Sociedad Titulizadora S.A. y Los Portales S.A. constituyeron el Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa – Primera Emisión (en adelante, “Patrimonio Fideicometido”), para respaldar la Primera Emisión de instrumentos financieros en el marco del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario, hasta por un monto de US\$ 25 millones (o su equivalente en soles).

La colocación de estos Bonos Titulizados se realizó el 21 de diciembre del 2015, por un importe de US\$ 20.07 millones, de los cuales, al 31 de diciembre del 2018, se encuentran en circulación, US\$ 10.04 millones.

El Patrimonio en Fideicomiso se encuentra conformado por cuentas por cobrar, respaldadas por letras de cambio, cedidas por LPSA. Los fondos del Programa fueron utilizados por LPSA para refinanciamiento de deuda y para capital de trabajo, lo que le ha permitido continuar diversificando sus fuentes de fondeo, mejorar su costo financiero, ampliando el plazo de sus deudas.

LPSA fue constituida en marzo de 1996, con la finalidad de dedicarse a toda clase de inversiones y negocios de promoción y desarrollo de: inmuebles, habilitación urbana, centros comerciales, servicios hoteleros, playas de estacionamiento, entre otros. LPSA realiza sus operaciones a través de dos divisiones: (i) División Inmobiliaria, que agrupa las unidades de negocio de Habilitación Urbana y Edificaciones, Estacionamientos, y Hoteles, que en conjunto representan 99.87% de los ingresos; (ii) División Rentas, que corresponde a los ingresos generados por el alquiler de inmuebles, con una participación de 0.13% del ingreso total.

1.1. Características Generales de la Emisión

Las entidades que participan en el presente proceso de titulización son las siguientes:

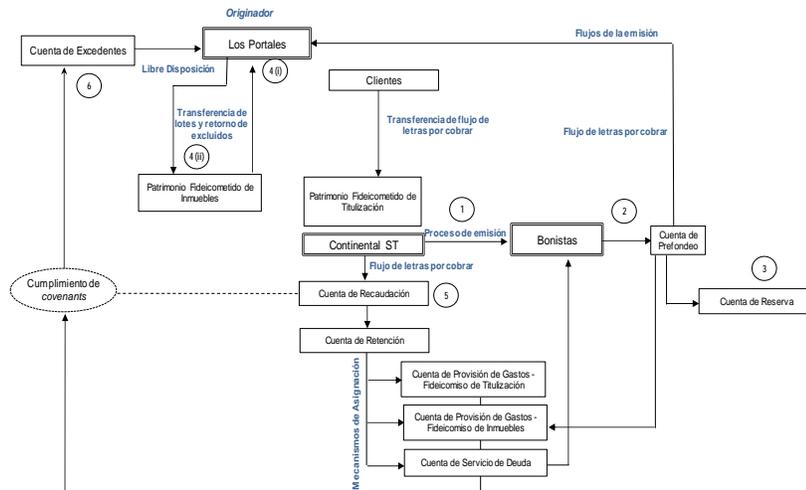
1. Los Portales S.A., en calidad de Originador, aportando los activos que conforman el Patrimonio Fideicometido (cuentas por cobrar cedidas); y en calidad de Servidor, es encargado del proceso de cobranza de las cuentas por cobrar.
2. Continental Sociedad Titulizadora, en calidad de Fiduciario, encargado de recibir y gestionar los activos del Patrimonio Fideicometido.
3. Bonistas, personas naturales y jurídicas que han proporcionado el financiamiento requerido por el Emisor.

El Patrimonio Fideicometido está conformado por cuentas por cobrar, respaldadas por letras de cambio asociadas a contratos de Compra-Venta Garantizada de lotes de habilitación urbana provenientes de clientes finales de LPSA de proyectos ya entregados.

Los flujos dinerarios que generan las cuentas por cobrar vienen siendo directamente transferidos al Patrimonio Fideicometido para respaldar el pago del servicio de deuda de los Bonos de Titulización. Estos flujos son depositados en cuentas abiertas a nombre del Patrimonio Fideicometido, y son administrados por Continental ST, Fiduciario y Emisor de los valores, de acuerdo a la estructura y a las características que se detallan a continuación:

- (1) Continental ST colocó la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos Titulizados, a nombre del Patrimonio Fideicometido de Titulización. Este Patrimonio respalda la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos Titulizados.
- (2) Los bonistas otorgaron financiamiento a LPSA por US\$ 20.07 millones, el que fue depositado en la Cuenta de Profondeo.

- (3) Del monto obtenido mediante el proceso de emisión, se destinaron recursos a la Cuenta de Reserva (equivalentes una cuota trimestral del servicio de deuda), a reservar fondos para una eventual inscripción del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, y a pagar la contraprestación del Originador.
- (4) LPSA: (i) verifica mensualmente el cumplimiento de los ratios de cobertura y trimestralmente el ratio de garantía; y (ii) transfiere al "Patrimonio Fideicometido de Inmuebles" lotes de habilitación urbana, asociados a las cuentas por cobrar cedidas, del cual retornan los lotes excluidos, sea por la cancelación de las cuentas por cobrar cedidas vinculadas a dichos lotes, por tratarse de cuentas que incumplen las características crediticias requeridas por el Patrimonio Fideicometido de Titulización y/o por cualquier otro supuesto. Al respecto, cabe mencionar que el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles constituido al momento de la colocación de la Primera Emisión de este Programa, sirve para respaldar todas las futuras emisiones del Segundo Programa.
- (5) La Cuenta de Recaudación viene recibiendo los depósitos realizados por los clientes de LPSA, que son canalizados hacia la Cuenta de Retención, para atender el pago de las obligaciones en el orden de prelación siguiente: Cuenta de Provisión de Gastos del Fideicomiso de Titulización, Cuenta de Provisión de Gastos del Fideicomiso de Inmuebles, y Cuenta de Servicio de Deuda, la cual incorpora el pago de la cuota trimestral a los bonistas.
- (6) Todos los flujos adicionales de cuentas por cobrar que generen un exceso del Ratio de Garantía (1.30 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados), son canalizados mensualmente hacia la Cuenta de Excedentes, para ser devueltos como fondos de libre disposición para LPSA.



2. FIDUCIARIO Y EMISOR

2.1. Datos Generales

El Emisor y Fiduciario en el presente proceso es Continental Sociedad Titulizadora S.A. ("Continental ST"), empresa constituida en febrero de 1999 para actuar como fiduciario en procesos de titulización, así como para adquirir activos con la finalidad de constituir patrimonios fideicometidos que respalden la emisión de valores de contenido crediticio. La sociedad puede realizar otras actividades autorizadas por la SMV que sean compatibles con las actividades de una Sociedad Titulizadora.

2.2 Composición Accionaria

Accionistas	
BBVA Banco Continental S.A.	100.00%
TOTAL	100.00%

Continental ST es subsidiaria al 100% del BBVA Banco Continental S.A., institución financiera controlada en coinversión entre Holding Continental S.A., holding financiero del grupo peruano Breca, y Newco Perú S.A.C., perteneciente al grupo financiero español BBVA. Además, son subsidiarias del BBVA Banco Continental: Continental Bolsa SAB S.A., Continental Fondos, BBVA Consumer Finance, Inmuebles y Recuperaciones Continental S.A., Forum Comercializadora del Perú S.A. y Forum Distribuidora del Perú S.A.

El grupo Breca es uno de los grupos económicos más importantes del país, fundado por la familia Brescia-Cafferata, con actividades en negocios inmobiliarios, bancarios, de seguros, de pesca, de servicios turísticos, de productos químicos, mineros, agroindustriales, entre otros, con presencia a nivel nacional y en Latinoamérica.

Por su parte, BBVA es un grupo financiero global que opera principalmente en dos negocios: Corporate & Investment Banking, y Global Retail & Business Banking, a partir de cuales realiza operaciones financieras y no financieras en España, México, América del Sur, Turquía y EE.UU, además de contar con una amplia red de oficinas comerciales con presencia en 31 países.

2.3 Administración de la Empresa

La conformación actual del Directorio fue elegida en Junta Universal de Accionistas del 30 de marzo del 2017, y ratificado en Junta General de Accionistas del 29 de abril del 2019.

Directorio	Javier Balbin Buckley Frank Babarczy Rodriguez Enriqueta González Pinedo Jorge Yataco Huaman
Administración	
Gerente General:	Gonzalo Rojas Fernández

Continental ST contrata el soporte técnico y administrativo del BBVA Banco Continental, relacionado con personal e infraestructura, adecuado para el desarrollo de sus actividades, operando en las oficinas del Banco, haciendo uso de sus servicios: administrativos, operativos, de asesoría legal, auditoría, contabilidad, sistemas, entre otros.

2.4 Experiencia en Procesos de Titulización

Al 31 de diciembre del 2018, Continental Sociedad Titulizadora administra los siguientes patrimonios fideicometidos:

- Patrimonio Fideiometido – CE San Isidro D.L. N° 861, Título XI, con activos administrados a diciembre del 2018 de S/ 425.95 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Edificio Pardo y Aliaga D.L. N° 861, creado en el año 2013, como parte de un programa total de emisiones, con activos administrados a diciembre del 2018 de S/ 312.94 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso – Emisión La Chira D.L. N° 861, creado en el año 2012, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 306.97 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Aeropuertos del Perú D.S. N° 093-2002-EF, creado en el año 2008, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 22.63 millones.

- Patrimonio en Fideicomiso Odebrecht Inversiones Inmobiliarias – Edificio Las Palmeras, creado en el año 2013, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 54.21 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Los Portales – Negocio Inmobiliario, el cual respalda la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 57.44 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Los Portales – Negocio Inmobiliario, el cual respalda la Segunda Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 67.89 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Concesionaria La Chira (Sedapal) D.L. N° 093-2002, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 18.81 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso REO Trust, creado en el año 2016, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 31.83 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso AAA Decreto Supremo N° 093-2002-EF, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 237.64 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Excelsior Decreto Legislativo N° 861, Título XI, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 86.39 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso – DS 093-2002-EF, Título XI – Concesionaria Desaladora del Sur, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 158.61 millones.
- Patrimonio Fideicometido – DL N° 861 Título XI – Fideicomiso de Titulización para Inversiones en Rentas de Bienes Raíces – Fibra Prime, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 71.95 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso – Bonos Estructurados CLN Investment Grade, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 40.02 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso – Bonos Estructurados Emisión de Notas Equity Linked Notes, con activos administrados a diciembre del 2018 por S/ 37.26 millones

3. ORIGINADOR

En el presente proceso de Titulización, LPSA actúa como Originador de los flujos que son incorporados al Patrimonio Fideicometido.

LPSA fue constituida en marzo de 1996 como consecuencia de la alianza estratégica entre: (i) LP Holding S.A., empresa peruana vinculada a la actividad inmobiliaria desde 1930; e (ii) Ingenieros Civiles Asociados (ICA) de México, la constructora más grande de México.

La empresa tiene como objetivo dedicarse a: (i) inversiones inmobiliarias; (ii) negocios de promoción y desarrollo inmobiliario; (iii) habilitación urbana; (iv) administración, desarrollo y operación de playas de estacionamiento, sistemas de peaje y actividades conexas; y (v) prestación de servicios turísticos, hoteleros y de hospedaje. Con la finalidad de desarrollar de manera ordenada estas diferentes actividades, LPSA opera a través de tres divisiones: Inmobiliaria, Hoteles, y Estacionamientos.

3.1. Propiedad y Grupo Económico

El capital social de LPSA, al cierre del 2018, ascendió a S/ 253.75 millones representado por 253,754 mil acciones comunes de S/ 1.00 de valor nominal cada una, suscritas y pagadas, las cuales se encuentran distribuidas entre el Grupo Raffo y el Grupo ICA.

Este nivel se alcanzó luego que en Junta General de Accionistas del 22 de marzo del 2018, se aprobó la capitalización de utilidades acumuladas al ejercicio 2017 por S/ 82.50 millones.

Accionistas	%
GR Holding S.A.	50.00
Constructora ICA S.A. de C.V.	49.99
Constructora ICA S.A.	0.01
Total	100.00

El Grupo Raffo tiene más de 50 años de experiencia, en el Perú. Sus inversiones son controladas a través del holding GR Holding S.A. el cual es subsidiaria de Santa Aurelia S.A., empresa domiciliada en Perú, que posee 92.85% de su accionariado.

El Grupo Raffo es propietario de: (i) Los Portales S.A., dedicada a negocios inmobiliarios de vivienda multifamiliar y habilitación urbana, hoteles y estacionamientos, entre otros; (ii) Compañía Minera Constanza, dedicada a actividades mineras, principalmente a la producción de concentrados de cobre, molibdeno y plata; y (iii) Compañía Minera Kolpa, dedicada a operaciones de exploración, extracción, tratamiento y comercialización de minerales y concentrados (plomo, plata, cobre y zinc).

El Grupo ICA es un conglomerado mexicano de empresas en el sector construcción, con 60 años de presencia en dicho sector, operando en negocios de construcción, ingeniería, infraestructura, vivienda, transporte y saneamiento.

La situación financiera del Grupo ICA se ha recuperado, luego que junio del 2017 se firma con la empresa Fintech, un acuerdo de crédito convertible con garantía prendaria, en condiciones favorables para la empresa, lo que le permitió pagar sus bonos internacionales y su deuda privada. Esta situación se presentó luego que en el año 2014 el Grupo ICA incumpliera con el pago de la deuda correspondiente a bonos senior internacionales y compromisos con bancos privados.

En marzo del 2018, el juzgado mexicano aprobó el convenio con los acreedores para el pago de la deuda remanente, terminando la situación de insolvencia de la Compañía. A fin de reestructurar sus pasivos por problemas de pago, el Grupo decidió vender sus activos fuera de México, manteniendo como única inversión en el Perú a LPSA..

3.2. Estructura administrativa

El Directorio de LPSA está integrado por ocho miembros titulares y dos suplentes, los que representan al Grupo Raffo y al Grupo ICA., en partes iguales. En Junta Universal de Accionistas del 27 de marzo del 2019, se aprobó la conformación del Directorio para el año 2019.

La actual estructura del Directorio de LPSA es la siguiente:

Directorio	
Presidente:	Ernesto Raffo Paine
Directores:	Ernesto Fernandini Raffo
	Bernardo Quintana Isaac (*)
	Rodrigo Antonio Quintana Kawage (*)
	Guillermo Velaochaga Raffo
	Alberto Pescetto Raffo
	Guadalupe Phillips Margain (*)
	Eduardo Ibarra Díaz Castro
Director Suplente:	Próspero Ortega Godoy
	José Bernardo Casas Godoy
	Eduardo Ibarra Díaz Ufano

(*) Representantes Grupo ICA.

Luego del Directorio, el principal órgano de decisión de la empresa que vela por la gestión de la misma, es el Comité Ejecutivo, el cual está conformado por diez directores entre miembros titulares, suplentes y alternos.

Las dos Divisiones de LPSA (Inmobiliaria y Rentas) operan con el soporte de la Unidad Central, aprovechando sinergias corporativas y políticas estandarizadas.

La administración de Los Portales S.A. está a cargo del Grupo Raffo, a través de la Gerencia General, que es responsable de adoptar las decisiones operativas de la empresa.

Plana Gerencial

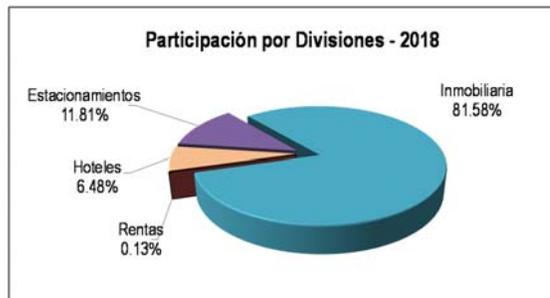
Gerente General:	Guillermo Velaochaga Raffo
Gerente Central de Adm. y Finanzas:	Juan Carlos Rubio Limón
Gerente Central Negocios Inmob.:	Wilfredo De Souza Ferreyra
Gerente de Neg. Estacionamiento:	Fernando Gómez Nato
Gerente de Neg. de Hoteles:	Eduardo Ibarra Rooth
Gerente de Planeamiento:	Juan García Apac
Gerente de Contabilidad:	Janeth Zelada Rodríguez
Gerente Legal:	Ernesto Stowers Pérez

3.3. Empresas Subsidiarias y Empresas Afiliadas

En octubre del 2018, LPSA realizó una reorganización simple con la finalidad de separar la División de Estacionamiento y transferir el bloque patrimonial conformado por los activos y los pasivos de dicho negocio a una nueva empresa (Los Portales Estacionamiento S.A.). En noviembre del 2018 quedó formalizada la fusión por absorción de sociedades en la cual Los Portales S.A. asume el bloque patrimonial de Inversiones Nueva Etapa S.A.C. y Consorcio Los Portales S.A., que permitirá integrar las operaciones de manera eficiente reduciendo costos y gastos de las operaciones.

3.4. Unidades de Negocios

LPSA realiza sus actividades a través de sus dos divisiones: (i) Inmobiliaria que agrupa las unidades de negocio de Habitación Urbana y Edificaciones, Estacionamientos, y Hoteles, que en conjunto representan 99.87% de los ingresos; y (iv) Rentas que corresponde a los ingresos generados por el alquiler de inmuebles, con una participación de 0.13% del ingreso total.



*La División Inmobiliaria incluye las unidades de negocio de Habitación Urbana y Edificaciones.

a. Habitación Urbana

Con presencia en 15 ciudades del país, enfocándose en el desarrollo, venta y financiamiento de terrenos con instalaciones de servicios básicos para los sectores C y D. El financiamiento se otorga principalmente en 73 cuotas, luego del pago inicial, involucrando intereses por financiamiento.

A diciembre del 2018, las cuentas por cobrar de LPSA ascendieron a S/ 602.36 millones, asociadas a una morosidad de 0.55%. Además, se registraron ingresos financieros por venta de lotes ascendentes a S/ 99.46 millones, frente a S/ 89.37 millones reportados a diciembre del 2017. Actualmente, LPSA cuenta alrededor de 50 proyectos en ejecución y con una cartera de clientes mayor a 13,000.

b. Edificaciones

Maneja dos principales productos: (i) Multifamiliares enfocadas en viviendas edificadas para los sectores B y C; y (ii) Vivienda Social, enfocado en el desarrollo del programa Mi Vivienda y Techo Propio. A diciembre del 2018, esta unidad registró ingresos por venta de inmuebles por S/ 547.96 millones, siendo la unidad que aporta mayores ingresos a la empresa.

c. Hoteles

Este negocio comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros bajo diversas modalidades de contrato. Se ubican en 5 de las principales ciudades del Perú con marcas de lujo y ejecutivo, así como la prestación de servicios complementarios. Actualmente LPSA opera 5 hoteles con un total de 286 habitaciones: Country Club Lima Hotel (parte de The Small Leading Hotels of the World), Hotel Los Portales (Piura), Hotel Los Portales (Tarma), Hotel Los Portales (Cusco) y Arennas de Máncora (Piura). En el 2018 dejaron la operación del Hotel Los Portales (Chiclayo). A diciembre del 2018 las operaciones en estos hoteles generaron ingresos por S/ 51.44 millones.

d. Estacionamientos

Esta Unidad se dedica a la operación de Megaplayas, Microplayas, estacionamientos en centros comerciales y Vallet Parking. Las Megaplayas corresponden en las concesiones de los estacionamientos: Dionisio Derteano, Andrés A. Cáceres, Óvalo Gutierrez y Estacionamiento del C.C. Camino Real y Ovalo de Miraflores. Además tiene la concesión del proyecto de estacionamientos subterráneos en el Centro Comercial Gamarra (CEGASA), respecto al cual se ha solicitado la aplicación del “periodo de suspensión” establecido en el contrato de concesión. Por último, tiene a cargo la operación de Microplayas y playas de estacionamiento en diversos estacionamientos en establecimientos y centros comerciales.

A diciembre del 2018, opera 182 operaciones en playas de estacionamiento (redujo su operación de 420 operaciones al cierre del 2017), con más de 43.5 mil cocheras y 8.5 mil abonados. Ello reportó ingresos ascendentes a S/ 93.74 millones durante el año 2018.

LPSA ha lanzado su nueva aplicación APPARKA, con la cual los usuarios podrán afiliar su tarjeta de crédito o débito a su pase de estacionamiento y evitar colas en los módulos. En los 5 primeros meses se ha recaudado con dicho sistema US\$ 151 mil y se han producido más de 18 mil descargas de la aplicación.

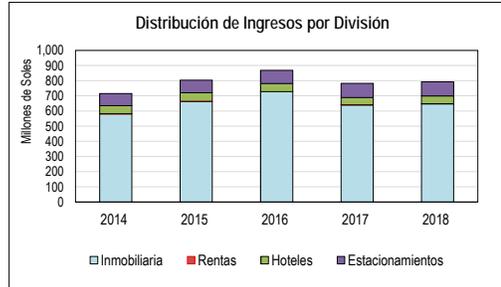
3.5. Situación Financiera

A partir de enero del 2005, el Consejo Normativo de Contabilidad suspendió el ajuste contable de los estados financieros para reflejar los efectos de la inflación. Sin embargo, para efectos de análisis comparativo, las cifras contables de la institución han sido ajustadas a valores constantes de diciembre del 2018:

Periodo	2014	2015	2016	2017	2018
IPM	214.5729	220.1306	224.3467	223.0259	230.2147
Factor Actualizador	1.0563	1.0296	0.9941	1.0162	1.0000

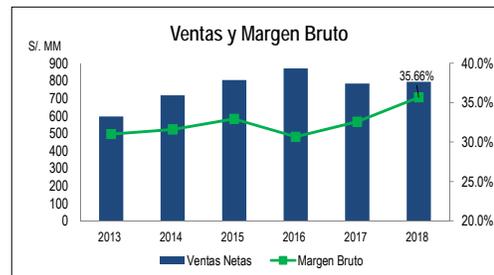
a. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

Los resultados de LPSA evidencian estabilidad en sus niveles de rentabilidad, generados por ingresos que están alineados con los costos en los que viene incurriendo. Durante el ejercicio 2018, ascendieron a S/ 793.62 millones al cierre del 2018, 1.28% superiores a los registrados durante el ejercicio 2017.



El menor costo de ventas del conglomerado (-3.37%) determinó un margen bruto de S/ 283.03 millones, 10.90% mayor al margen del mismo periodo al 2017 (S/ 255.22 millones). La recuperación del Resultado Operativo también se reflejó en el nivel de EBITDA Ajustado ascendente a S/ 197.32 millones, resultando en un margen EBITDA Ajustado de 24.86%, que se mantiene estable sobre 24% en promedio durante los últimos 5 años.

LPSA registró una pérdida por diferencia en cambio de S/ 5.34 millones (S/ +12.54 millones a diciembre del 2017), pese a que continua con su plan de reducir su exposición al tipo de cambio mediante la conversión a moneda nacional de parte de sus obligaciones en moneda extranjera (cerca del 22% del total de su deuda está denominada en soles).



A diciembre del 2018, LPSA registró gastos financieros por S/ 8.17 millones, frente a S/ 8.84 millones del periodo anterior. Dichos gastos financieros no incluyen intereses capitalizados por S/ 45.43 millones, que corresponden a deuda financiera. LPSA ha reestructurando su deuda financiera, mejorando sus costos promedio y obteniendo tasas más competitivas respecto al periodo anterior.

El resultado neto registrado a diciembre del 2018 ascendió a S/ 76.42 millones, 1.09% superior al registrado en el mismo periodo del 2017 (S/ 75.60 millones a valores constantes), asociado a una rentabilidad de su patrimonio promedio de 14.84% y a una rentabilidad de activos de 4.59%.

Al cierre del 2018, los activos totales de LPSA ascendieron a S/ 1,663.87 millones (S/ 1,679.75 millones a diciembre del 2017, a valores constantes), contando con activos corrientes por S/ 837.73 millones, que representan 50.35% de sus activos totales.

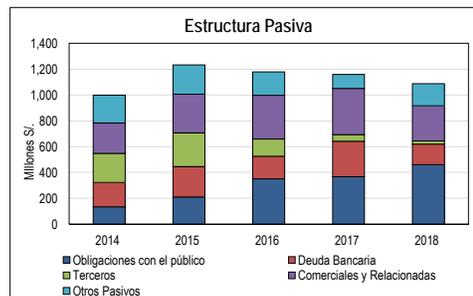
Los inventarios de Los Portales ascendieron a S/ 559.62 millones, siendo 14.66% inferiores a los registrados al cierre del 2017 (S/ 655.78 millones a valores constantes), y que corresponden a terrenos destinados a desarrollo inmobiliario, inmuebles terminados y suministros. Los inventarios de LPSA se encuentran ubicados, principalmente, en Lima.

En relación a sus activos no corrientes, éstos ascendieron a S/ 826.14 millones, conformados, principalmente, por: activo fijo ascendente a S/ 143.19 millones, inversiones inmobiliarias ascendentes a S/ 173.19 millones, y cuentas por cobrar comerciales de largo plazo por S/ 443.55 millones.

LPSA posee un importante nivel de cuentas por cobrar comerciales por S/ 602.36 millones (S/ 501.57 millones en diciembre del 2017 a valores constantes), entre cuentas corrientes y no corrientes, que corresponden a documentos por cobrar por ventas de lotes habilitados.

A diciembre del 2018, LPSA registra deuda financiera por S/ 648.04 millones lo que representó 57.56% del total de pasivos ascendentes a S/ 1,125.92 millones, conformada por bonos y por papeles comerciales, préstamos bancarios y multilaterales, y financiamiento con terceros. LPSA está reestructurando su deuda con el fin de ampliar los plazos de vencimiento, diversificar las fuentes de fondeo y disminuir su exposición cambiaria. Además, está negociando la obtención de préstamos y de líneas de financiamiento bancario y de fondos de inversión.

A diciembre del 2018, LPSA presenta un índice de endeudamiento financiero de 1.06 veces, el cual ha disminuido en relación a periodos anteriores por el vencimiento de parte de la deuda financiera de la empresa y el fortalecimiento patrimonial. El índice de endeudamiento con relación al Ebitda ajustado se sitúa en 2.90 veces, el cual ha mostrado un desempeño adecuado manteniendo niveles estables en los últimos periodos (alrededor de 2.80 veces en los últimos 4 años). Cabe mencionar que a la fecha de análisis, la empresa cumple con los covenants de endeudamiento y cobertura de deuda establecidos en sus operaciones de financiamiento.



En el mes de marzo del 2018, se realizó la capitalización de S/ 82.50 millones de resultados acumulados, lo que sumado a las utilidades del ejercicio 2018 permiten que a diciembre del 2018 el patrimonio de LPSA ascienda a S/ 537.95 millones, 9.32% superior al patrimonio registrado a diciembre del 2017, lo que incluye utilidades retenidas por S/ 246.75 millones y otras reservas.

4. PATRIMONIO FIDEICOMETIDO

“Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa – Primera Emisión”

4.1. Activos

Los activos que han sido transferidos al Patrimonio Fideicometido y con cargo a los cuales se pagan los Bonos de Titulización, son:

- (i) Cuentas por cobrar cedidas, son las cuentas por cobrar que LPSA ha transferido en Fideicomiso para que formen el Patrimonio Fideicometido. Se trata de cuentas por cobrar pagadas mensualmente, en dólares americanos, y que pertenecen a clientes de proyectos en desarrollo, de modo que las cuentas por cobrar pueden corresponder a tramos de las

acreencias de los clientes. Las cuentas por cobrar son los derechos de cobro que LPSA mantiene frente a los clientes, que comprenden: (i) saldo del precio de venta de los lotes; (ii) flujos futuros que generan los intereses compensatorios y moratorios derivados del financiamiento del saldo del precio de venta de los lotes; (iii) gastos administrativos, costos, moras, penalidades; y (iv) cualquier otro concepto pactado a favor del Originador en el Contrato de Compra – Venta Garantizada, los cuales generarán ingresos para el pago de las obligaciones asumidas por cada Patrimonio Fideicometido.

Teniendo en consideración que los Contratos de Compra – Venta Garantizada prevén que LPSA mantenga la reserva de dominio sobre los lotes hasta que se haya cumplido con pagar el íntegro del precio de venta, de incumplirse el pago oportuno, por parte de un cliente final, de más de tres cuotas del financiamiento del bien, no se producirá la transferencia de propiedad y LPSA continuará siendo titular del lote correspondiente.

- (ii) Letras de cambio, vinculadas a cuentas por cobrar cedidas a favor de cada Patrimonio Fideicometido.
- (iii) Los ingresos, corresponde al flujo de dinero que origina cada una de las cuentas por cobrar cedidas y que son depositadas en la Cuenta de Recaudación.
- (iv) Recursos de las cuentas bancarias: Cuenta de Profondeo, Cuenta de Recaudación, Cuenta de Reserva, Cuenta de Servicio de Deuda, Cuenta de Provisión de Gastos - Fideicomiso de Titulización, Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles, Cuenta de Retención, Cuenta de Provisión de Gastos – Comisión del Servidor e intereses que los saldos dinerarios generen en las cuentas bancarias descritas de cada Patrimonio Fideicometido.

4.2. Patrimonio Fideicometido de Inmuebles

En esta Primera Emisión, BBVA Banco Continental (fiduciario) constituyó el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, en respaldo de todas las emisiones del Segundo Programa, considerándose un Patrimonio Global, según lo acordado en la Asamblea General de Obligacionistas. Por ello, el Patrimonio de Inmuebles es único y respalda todas las emisiones, en tanto se cumplan los ratios de cobertura.

El Patrimonio Fideicometido de Inmuebles está conformado por los lotes transferidos por Los Portales, así como, por los demás lotes que se incorporen luego de su constitución. Son los terrenos de propiedad de LPSA, vinculados a las cuentas por cobrar cedidas, transferidos a los clientes finales cuando se haya cumplido con lo previsto en cada Contrato de Compra – Venta Garantizada, incluyendo el pago total del precio por la transferencia y la cancelación de las cuentas por cobrar.

El Patrimonio Fideicometido de Inmuebles no está inscrito en las partidas registrales de los inmuebles, pero sí en el Registro Mobiliario de Contratos. De existir una Contingencia Material sobre uno o más lotes, que correspondan a cuentas por cobrar cedidas que representen más de 10% de las cuentas por cobrar cedidas totales del Patrimonio Fideicometido, que supere un importe de US\$ 3 millones y que LPSA no cumpla con subsanarla en los plazos establecidos, Continental ST está facultada para inscribir el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles en las partidas registrales correspondientes de cada uno de los inmuebles.

Con respecto al Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, el Originador actúa como Gestor de dicho patrimonio y se encarga de las gestiones vinculadas con la inscripción de obras de habilitación urbana e independización registral y municipal de los lotes. Además, se ha designado un Controller

(Lava & Pezo S.C.R.L.) independiente y no vinculado, encargado del control de la situación legal y registral de los lotes e inmuebles cedidos al Fideicomiso.

Las partes han acordado que LPSA reporte al Controller y a Continental ST cualquier Contingencia Material respecto a los inmuebles y actualice la relación de cuentas por cobrar cedidas con cada proyecto de habilitación urbana. Mensualmente, Continental ST y LPSA suscriben una adenda al Acto Constitutivo de Fideicomiso de Inmuebles, que especifica la transferencia fiduciaria de los lotes y/o inmuebles, como consecuencia de sustituciones o exclusiones. Todo ello con el propósito de que las cuentas por cobrar cedidas incorporadas al Patrimonio Fideicometido se encuentren asociadas a cada uno de los lotes y los proyectos de habilitación urbana incorporados al Fideicomiso de Inmuebles correspondiente.

4.3. Cuentas del Fideicomiso

Se han definido las siguientes cuentas como parte del Patrimonio Fideicometido:

Cuenta de Prefondeo:	Cuenta en el Banco BBVA Perú en dólares americanos, en la que han sido depositados los recursos captados en la colocación de los Bonos de Titulización. La cuenta atiende la transferencia de fondos a la Cuenta Reserva y el saldo es de libre disposición para LPSA.
Cuentas Provisión Gastos:	Cuentas Provisión de Gastos - Fideicomiso de Inmuebles, Cuenta Provisión de Gastos - Fideicomiso de Titulización y Cuenta Provisión de Gastos – Comisión del Servidor, todas abiertas en el BBVA Banco Continental en dólares americanos. Al ser Los Portales S.A. el Servidor, no existen cobros por este servicio. No obstante, en caso se sustituya el Servidor, el Fiduciario debe abrir la Cuenta Provisión de Gastos – Comisión del Servidor, que canalizaría la Comisión del Servidor.
Cuenta de Reserva:	Cuenta en el Banco BBVA Perú en moneda extranjera, en la cual Continental ST deposita, en cada fecha de emisión, el principal y los intereses correspondientes a una cuota por pagar de los Bonos de Titulización. Los recursos de esta cuenta serán utilizados para pagar el servicio de deuda, en caso la Cuenta Servicio de Deuda no disponga con los recursos para tal fin.
Cuenta de Recaudación:	Cuenta abierta en el Banco BBVA Perú, en la que los clientes depositan directamente los ingresos provenientes de las cuentas por cobrar cedidas, desde la cual se atenderá el pago de las obligaciones a cargo del Patrimonio Fideicometido.
Cuenta Servicio de Deuda:	Cuenta abierta en el Banco BBVA Perú en dólares americanos, en la cual se deposita el Monto Requerido, con cargo a la Cuenta de Recaudación. En los dos primeros meses de cada trimestre de pago, se viene depositando la mitad del Monto Requerido.
Cuenta de Retención:	Cuenta en el Banco BBVA Perú en dólares americanos, a través de la cual el Fiduciario canaliza los pagos realizados por los clientes, conforme al Mecanismo de Asignación y en cumplimiento de los covenants establecidos.
Cuenta de Excedentes:	Cuenta en el Banco BBVA Perú en dólares americanos, en la cual se depositan los excedentes disponibles, luego de haberse asignado los fondos según el Mecanismo de Asignación, siempre

que el Ratio de Cobertura y el Ratio de Garantía sean mayores o iguales a 1.30 veces.

4.4. Estructura de los Bonos Titulizados

El presente Patrimonio Fideicometido respalda la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos Titulizados, en la cual se captaron recursos por US\$ 20.07 millones, a una tasa de 8.0938%, los que vienen siendo amortizados trimestralmente durante un plazo de 6 años.

El Patrimonio Fideicometido comprende la transferencia de cuentas por cobrar cedidas, tales que cumplan con el Ratio de Garantía y de Cobertura, equivalente a más de 1.30 veces el valor nominal en circulación de los Bonos Titulizados. Éstas provienen de la venta financiada de lotes por parte de LPSA y están respaldadas por letras de cambio.

Al cierre del 2015, al momento de la Primera Emisión, la cartera de letras por cobrar de LPSA ascendía a US\$ 179.68 millones, de las cuales US\$ 91.64 millones se encontraban disponibles y libres de obligaciones. En base a ello, LPSA cedió, al momento de la constitución del presente Patrimonio Fideicometido letras por un importe de US\$ 40.31 millones (S/ 137.29 millones). Éstas representaron más de 2 veces el valor nominal de los Bonos Titulizados.

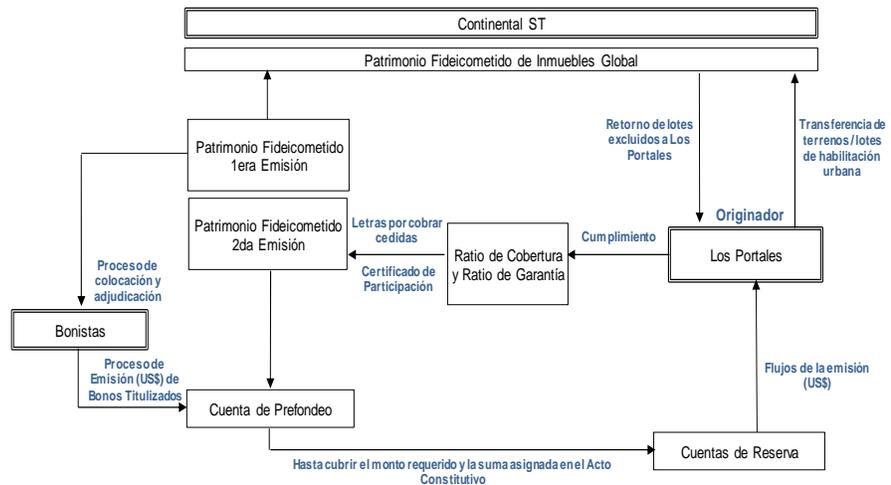
Al 31 de diciembre del 2018, el Patrimonio Fideicometido contó con activos titulizados por S/ 57.44 millones, que representaron 1.69 veces el saldo de obligaciones comprendidas en la Primera Emisión (S/ 33.90 millones o US\$ 10.03 millones), debido al vencimiento y sustitución de letras.

Por su parte, el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, conformado por los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas, aunque no constituye una garantía de los bonos, de existir una Contingencia Material sobre uno o más lotes que no sea subsanada por LPSA, Continental ST cuenta con la facultad de inscribirlo en el Registros Públicos.

- (1) Luego del aviso de Oferta Pública, los agentes colocadores realizaron la subasta y adjudicación de los bonos que respaldan el Patrimonio Fideicometido de la Primera Emisión. Posteriormente, en la fecha de emisión, se emitieron los Bonos Titulizados, previo pago de los mismos por parte de los inversionistas. De esta manera, LPSA captó recursos de los bonistas, por US\$ 20.07 millones en el marco de la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos Titulizados Los Portales – Negocio Inmobiliario, los que fueron canalizados a la Cuenta de Profondeo.
- (2) Los recursos en la Cuenta de Profondeo del Patrimonio Fideicometido fueron transferidos a la Cuenta Reserva, hasta completar el equivalente a una cuota de servicio de deuda, que servirá para cumplir con el pago del Servicio de Deuda, en caso los fondos destinados para este fin no sean suficientes. En caso estos fondos sean utilizados, deberán ser reintegrados.
- (3) Luego de efectuada dicha transferencia, un importe definido en el Acto Constitutivo fue destinado a reservar fondos para una eventual inscripción del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles. Posteriormente, Continental ST procedió a pagar la contraprestación de LPSA.
- (4) El saldo de flujos de la Emisión fue transferido a LPSA.
- (5) LPSA, como Originador:
 - (i) Debe cumplir con los *covenants* estipulados, medidos mensualmente, y debe ceder, a Continental ST, fiduciario, cuentas por cobrar que permitan que los Ratios de Cobertura y de Garantía sean superiores a 1.30 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados, las cuales conforman el Patrimonio Fideicometido de Titulización

de la Segunda Emisión. La fecha de medición de ratios es todos los días 12 de cada mes.

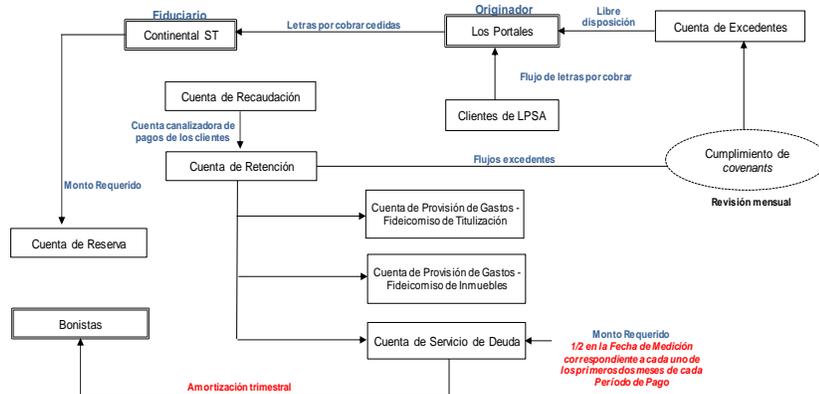
- (ii) Debe transferir los terrenos vinculados a dichas cuentas por cobrar hacia el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles Global.
- (6) Del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles Global, se pueden excluir terrenos sea por la cancelación de las cuentas por cobrar cedidas vinculadas a dichos lotes, por tratarse de cuentas que incumplan las características crediticias requeridas por el Patrimonio Fideicometido de Titulización y/o por cualquier otro supuesto.
- (7) El Patrimonio Fideicometido de Titulización sirve para cumplir con las obligaciones contraídas con los bonistas.



4.5. Estructura de la Titulización y Asignación de Pagos

- (i) Los activos del Patrimonio Fideicometido, conformados por las letras por cobrar cedidas y por los flujos derivados de ellas, son depositados mensualmente por los clientes en la Cuenta de Recaudación, abierta a nombre de Continental ST.
- (ii) Dichos ingresos son canalizados a la Cuenta de Retención para que, en la Fecha de Medición (día 12 de cada mes), sean medidos los *covenants* del Patrimonio Fideicometido, de modo que el ratio de cobertura y el ratio de garantía sean superiores a 1.30 del valor en circulación de los Bonos Titulizados. Dicha medición se realiza por los menos 3 días hábiles antes de la fecha de pago.
- (iii) Continental ST distribuye los ingresos, a través de la Cuenta de Retención, de acuerdo al siguiente orden de prelación:
 1. Provisión de un importe equivalente a 1/3 de los gastos del Fideicomiso de Titulización.
 2. Provisión de un importe equivalente a 1/3 de los gastos del Fideicomiso de Inmuebles.
 3. Depósito en la Cuenta de Servicio de Deuda, de un importe equivalente a la mitad del Monto Requerido en la fecha de medición que corresponda a cada uno de los primeros dos meses de cada período de pago. El pago se realiza a favor de los titulares de los bonos, siempre y cuando Continental ST hubiese proporcionado los recursos necesarios, conforme al Acto Constitutivo.

- (iv) Luego de la medición mensual de los ratios y, si éstos son superiores a 1.30 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados, todos los flujos generados en exceso son asignados a la Cuenta de Excedentes, que es de libre disponibilidad de LPSA. De lo contrario, se retendrán los flujos necesarios en la Cuenta de Retención hasta alcanzar los niveles requeridos.



4.6. Coberturas Requeridas (covenants)

4.6.1. Coberturas Requeridas del Patrimonio Fideicometido

Durante la vigencia del Segundo Programa, el Patrimonio Fideicometido que respalda la Primera Emisión debe cumplir con los siguientes ratios de cobertura, que le permitirán a LPSA liberar flujos disponibles a la Cuenta de Excedentes. La medición de los ratios mencionados tiene frecuencia mensual y se ha venido cumpliendo adecuadamente:

- (i) Ratio de Garantía:

$$\frac{C_{SD} + CC + C_{Ret}}{\text{Saldo Principal Bonos}} \geq 1.30 \text{ veces}$$

- (ii) Ratio de Cobertura:

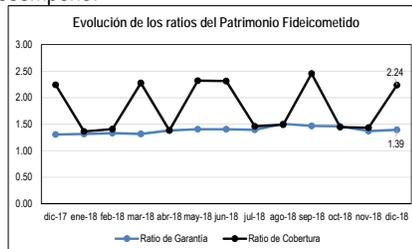
$$\frac{C_{SD} + CC \text{ hasta la próxima cuota}}{\text{Monto Requerido}} \geq 1.30 \text{ veces}$$

Siendo:

C_{SD}	=	Saldo en cuenta de servicio de deuda
CC	=	Valor nominal de las cuentas por cobrar en la fecha de medición
C_{Ret}	=	Fondos retenidos en Cuenta de Retención

La estructura permite que LPSA: (i) sustituya cuentas por cobrar cedidas por otras que tengan iguales o mejores características crediticias; (ii) sustituya cuentas por cobrar morosas por cuentas por cobrar vigentes, renegocie con nuevos clientes las cuentas por cobrar morosas y las reincorpore al Patrimonio Fideicometido, cumpliendo con los ratios requeridos; y/o (iii) sustituya cuentas por cobrar morosas por cuentas por cobrar vigentes y compre las cuentas por cobrar morosas, cumpliendo con los ratios requeridos.

Desde la emisión de los Bonos Titulizados, los *covenants* del Patrimonio Fideicometido han venido mostrando el siguiente desempeño:



Como se observa en el gráfico, el Ratio de Garantía se muestra ajustado en ciertos períodos. A diciembre del 2018, el Ratio de Garantía fue 1.39 veces y el Ratio de Cobertura fue 2.24 veces. De acuerdo a lo indicado en la estructura, si en la fecha de medición, algunos de los ratios no se encuentran en el nivel requerido, Continental ST retiene el 100% de los excedentes disponibles en la Cuenta de Retención y/o de la Cuenta Servicio de Deuda, hasta que los ratios vuelvan a alcanzar los niveles adecuados. Será un evento de incumplimiento cuando, luego de transcurrido un trimestre, el Ratio de Cobertura y/o el Ratio de Garantía del Patrimonio Fideicometido, no hubiesen alcanzado el mínimo requerido.

4.6.2. Coberturas Requeridas del Originador

(i)

$$\frac{\text{Deuda Financiera Neta}}{\text{EBITDA Ajustado}} \leq 3.75 \text{ veces}$$

(ii)

$$\frac{\text{EBITDA ajustado}}{\text{Servicio de Deuda General de Los Portales S.A. y Subsidiarias}} \geq 1.30 \text{ veces}$$

(iii)

$$\frac{\text{Deuda Financiera Neta}}{\text{Patrimonio Neto}} \leq 1.65 \text{ veces}$$

Siendo:

EBITDA Ajustado	=	Resultado operativo de los últimos doce meses, más depreciación, más amortización, más ingresos netos por intereses relacionados al costo de venta de la División Inmobiliaria y menos la ganancia neta del ajuste en el valor razonable de la propiedad de inversión.
Servicio de Deuda	=	Es el alicuota del principal de los bonos, según sea establecido en cada Acto Constitutivo, que se amortizará en montos iguales así como los intereses derivados de los mismos. Se paga trimestralmente.
Deuda Financiera Neta	=	Deuda Financiera de los últimos 12 meses, menos la caja generada durante el mismo período.

LPSA ha venido cumpliendo con los *covenants* requeridos en ejercicios anteriores, cuyos valores presentan cierto margen para la empresa, lo que confirma hasta la fecha su capacidad de continuar con dicha tendencia, luego de adquirida la nueva deuda.

	Covenant	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado LTM	<=3.75	2.67	2.87	2.82	2.76	2.86	2.90
Deuda Financiera Neta / Patrimonio Neto	<=1.65	1.30	1.35	1.39	1.22	1.12	1.06
EBITDA Ajustado LTM / Servicio de Deuda	>=1.30	1.27	1.83	1.37	1.51	1.59	1.77

4.7. Eventos de incumplimiento y mecanismos de acción

Si el Patrimonio Fideicometido de Titulización presenta:

- En la fecha de medición, el Ratio de Garantía y/o el Ratio de Cobertura, en niveles inferiores a 1.30 veces, Continental ST retendrá 100% de los excedentes disponibles en la Cuenta de Retención y/o de la Cuenta de Servicio de Deuda, hasta que los ratios alcancen el nivel adecuado. En caso no se alcance dichos ratios, LPSA deberá sustituir las cuentas por cobrar.
- Será un evento de incumplimiento cuando, luego de transcurrido un trimestre, el Ratio de Cobertura y/o el Ratio de Garantía del Patrimonio Fideicometido, no hubiesen alcanzado el mínimo requerido.
- En una fecha de pago, que los recursos depositados en la Cuenta de Servicio de Deuda y en la Cuenta de Reserva, no alcancen para cubrir el monto requerido (cuota trimestral), Continental ST retendrá 100% de los excedentes disponibles.

En caso LPSA (el originador) presente cualquiera de los eventos siguientes, en simultáneo o por separado, Continental ST retendrá 100% de los flujos de la Cuenta de Retención.

Simultáneamente, el Fiduciario convocará a Asamblea Especial, para decidir si: (i) exime de las consecuencias del incumplimiento; (ii) amplía el período de un trimestre de Retención de la Cuenta de Excedentes; o (iii) declara la aceleración de los bonos e instruir a Continental ST para que disponga de los recursos depositados en la Cuenta de Reserva, Cuenta de Retención y en la Cuenta de Servicio de Deuda a la Cuenta de Recaudación.

Los Eventos de Incumplimiento son:

- El monto acumulado en la Cuenta de Retención por la retención de los Excedentes Disponibles reúna, de manera simultánea, las siguientes características: (i) sea mayor al 15% del saldo de capital de la deuda (outstanding) de los bonos; y (ii) supere el monto de US\$ 1 millón.
- El Originador renuncia a su cargo de Servidor.
- Luego de verificada una Contingencia Material sobre los inmuebles que no haya sido subsanada por el Originador, la transferencia fiduciaria de los inmuebles no haya sido inscrita en los registros públicos correspondientes.
- Se utilizan recursos captados para fines distintos a los informados.
- Cese de actividades empresariales, proceso concursal, resolución judicial, o a algún otro mecanismo que implique la reestructuración o refinanciación de sus pasivos o si LPSA suspende el pago corriente de sus obligaciones debidas y exigibles.
- Cobranzas directas por más de 10% del total de cobranzas efectuadas en el mes y que el Servidor no haya cumplido con depositar dichos fondos en la Cuenta Recaudación en el plazo de 5 días.
- Nulidad de los documentos del Programa.
- GR Holding y Empresas ICA dejen de ostentar en conjunto el 51% de LPSA.
- No proveer información de cálculo de los *covenants*, con más de cinco días hábiles a la fecha de medición de los ratios.
- Repartir utilidades ante algún evento de incumplimiento y mientras éste no sea subsanado.
- Cambio del giro principal, fusión o reorganización societaria.
- No entregar Estados Financieros trimestrales consolidados con sus subsidiarias o reporte de Generación de Cuentas por Cobrar.
- Falsedad u omisión de documentos del Programa.
- Resolución Judicial que afecte los activos de LPSA.
- Porcentaje de segundas viviendas vinculadas a cuentas por cobrar mayor a 25%.
- No cumplir obligaciones con clientes, estatutos, y realizar operaciones fuera de términos de mercado, de forma que se afecte sustancialmente el valor de las cuentas por cobrar cedidas.
- No preservar su existencia corporativa, y/o la marca "Los Portales" o incumplir obligaciones no contempladas, siempre que la pérdida de dicha marca afecte adversamente el negocio inmobiliario.
- Incumplimiento de pago a cualquier de sus demás acreedores por un monto superior a US\$ 3 millones.
-

5. ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS TITULIZADOS

El Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa – Primera Emisión está conformado por el conjunto de cuentas por cobrar cedidas por LPSA (el Originador), representadas por letras de cambio asociadas a contratos de Compra-Venta garantizada, las cuales provienen de clientes finales que financian la adquisición de lotes de habilitación urbana hasta en 72 meses.

Los proyectos de lotes de habilitación urbana, asociados a las cuentas por cobrar cedidas, se encuentran en la etapa final de culminación de las obras y son atribuibles a clientes de proyectos ya entregados, pudiéndose incorporar adicionalmente acreencias de clientes por tramos según se requiera.

Los Contratos de Compra-Venta contienen una cláusula de reserva de dominio por la cual LPSA mantiene la propiedad del lote vinculado hasta el momento en que el cliente pague el íntegro de la deuda asumida. De la misma manera, los contratos cuentan con una cláusula de resolución por incumplimiento de pago, por la cual LPSA puede resolver los contratos, en caso el cliente incumpla con el pago de tres de cualquiera de las cuotas del financiamiento asumido.

Entre las diferentes características que presentan las cuentas por cobrar cedidas, las principales son las siguientes:

Moneda	Dólares americanos
Tasa de interés compensatorio y/o moratorio	Menor o igual a las tasas máximas en moneda extranjera permitidas por el Banco Central de Reserva para operaciones ajenas al sistema financiero.
Frecuencia de pago de cuotas	Mensual, incluyendo principal, intereses y gastos administrativos.
Participación de segundas viviendas	Menor o igual al 25% del valor nominal de las cuentas por cobrar cedidas, incluidas en el Patrimonio Fideicometido.

Las cuentas por cobrar cedidas podrán ser sustituidas, por LPSA, en los siguientes casos:

- (i) Si la cuenta por cobrar no tiene las características descritas en el contrato de compra-venta y/o incumple con las declaraciones o garantías de LPSA, y/o el respectivo Contrato de Compra – Venta Garantizada fuese resuelto de manera anticipada, puede ser sustituida a través de: (a) eliminación de la condición que impide el cumplimiento de las características establecidas; (b) sustitución de la cuenta por cobrar por una o más cuentas por cobrar con las mismas o mejores características crediticias; o (c) compra de dicha cuenta por cobrar a Continental ST mediante un depósito en efectivo de un monto equivalente al saldo pendiente de cancelación de dicha cuenta por cobrar cedida.

Con el propósito de mejorar el cronograma de cobranza para hacer frente al pago de los servicios de deuda, se puede sustituir cuentas por cobrar incorporadas por una o más cuentas por cobrar con las mismas o mejores características crediticias, siempre que se cumpla con el *covenant* del Patrimonio Fideicometido por encima de 1.30 veces.

Al 31 de diciembre del 2018, el Patrimonio Fideicometido registró activos titulizados por S/ 57.44 millones, los cuales provienen de un saldo inicial de letras por cobrar ascendente a S/ 136.60 millones, observado a inicios del año 2016 que, en cada mes, ha sido depurado de acuerdo a los siguientes componentes:

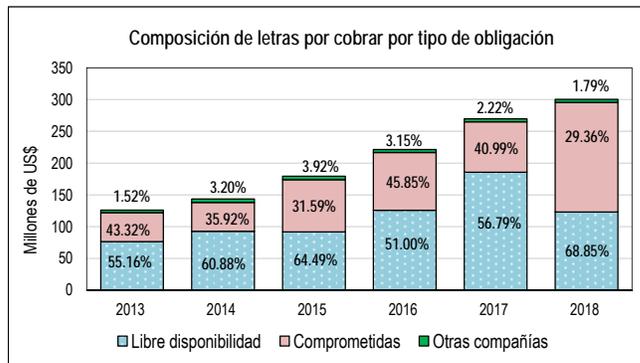
- El importe mensual de cuentas por cobrar que vence cada mes, según su índice de cobrabilidad.
- El importe mensual de cuentas por cobrar que se prepagan cada mes.
- Letras vencidas, por presentar índices de morosidad, así como por acuerdo mutuo entre LPSA y Continental ST, para considerar mejores características crediticias.

Producto de la depuración anterior de cuentas por cobrar y, para cumplir con el Ratio de Garantía requerido de 1.30 veces, LPSA aporta continuamente nuevas letras por cobrar para sustituir las letras por cobrar que se van extinguiendo, provenientes de nuevos proyectos que se están generando y que se continuarán generando durante la vigencia de los Bonos Titulizados.

Desde la Primera Emisión del presente Programa, los activos titulizados han presentado el siguiente comportamiento, habiéndose transferido letras por cobrar equivalentes a más de 1.30 veces el saldo en circulación de los Bonos Titulizados.

Al momento de la emisión, en diciembre del 2015, la cartera total de letras por cobrar de LPSA ascendía a US\$ 179.68 millones, de las cuales US\$ 91.64 millones se encontraban disponibles. En función a ello, se cedieron letras por un importe equivalente a US\$ 40.31 millones (S/ 137.29 millones) contando con una mayor cantidad de letras por cobrar comprometidas, lo que vinculó a sus respectivas emisiones de deuda, que involucraron la cesión de un creciente paquete de letras por cobrar para respaldar el presente Programa.

Al cierre del 2018, la cartera de letras por cobrar de LPSA ascendió a US\$ 300.47 millones (considerando las letras por cobrar generadas por la División Inmobiliaria por US\$ 295.42 millones y por otras compañías asociadas a LPSA por US\$ 5.05 millones). De las letras por cobrar de la División Inmobiliaria de LPSA, la empresa presentó disponibles por US\$ 114.03 millones, que representa 37.95% del total de letras por cobrar de la División Inmobiliaria (69% al cierre del 2017).



La cartera de letras por cobrar de LPSA ha mostrado un comportamiento creciente, representado a la fecha de análisis 2.99 veces lo que representaron al cierre del 2011, producto de la correcta gestión de la misma. A diciembre del 2018 presenta un incremento de 11.40% respecto al mes anterior, siendo posible indicar el adecuado cumplimiento ante posibles escenarios de contingencia, frente a variaciones en cualquiera de las variables que impactan en la depuración de los activos cedidos.

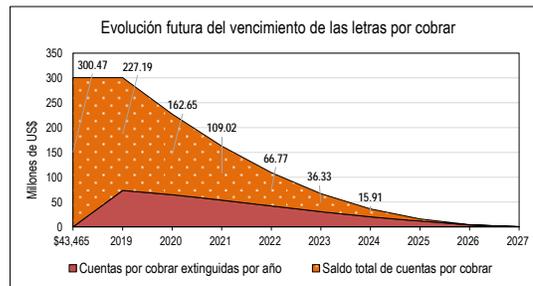


Las ventas inmobiliarias se financian hasta en 72 meses desde la fecha de suscripción del Contrato de Compra – Venta Garantizada. LPSA monitorea de manera permanente la cartera de créditos de cuentas por cobrar, corrigiendo retrasos y/o la morosidad resultante, alcanzando un nivel de morosidad global de 0.56% al 31 de diciembre del 2018, manteniéndose dentro del rango de los últimos periodos (entre 0.45% y 0.60%).

A diciembre del 2018, la cartera de letras por cobrar generadas por la División Inmobiliaria de LPSA ascendió a US\$ 300.47 millones. Durante el año 2019, vencerá alrededor de 24.39% de la cartera vigente al cierre del 2018, mientras que en el año 2020 vencerá aproximadamente 28.41% del saldo, sin considerar el normal crecimiento de las cuentas y la generación de nuevas letras.

El modelo determina una depuración continua de letras por cobrar, es así que la cartera inicialmente establecida de cuentas por cobrar se irá extinguiendo durante los años siguientes, como también el efecto de factores adicionales, relacionadas a morosidad, prepago y retiro de letras por resolución bilateral, pudiendo impactar en el saldo de letras por cobrar. A ello se agrega, la cesión de un conjunto de letras por cobrar para respaldar el pago de la Segunda Emisión del presente Programa y la eventual cesión de una mayor proporción del saldo disponible de letras, por lo que implicará que las letras por cobrar de LPSA se deben incrementar debido a la proporción de letras por cobrar disponibles y a la totalidad de letras por cobrar generada por la División Inmobiliaria.

Con el propósito de simular la depuración continua de letras por cobrar, se ha considerado supuestos de cobrabilidad, prepago anticipado y morosidad, de modo que la cartera inicialmente observada de cuentas por cobrar, se irá extinguiendo, durante los años siguientes.



De la cartera observada a diciembre del 2018, US\$ 114.03 millones se encontraba libre de compromiso, lo que representó 11.36 veces el saldo en circulación de la Primera Emisión por US\$ 10.04 millones (S/ 33.90 millones). La paulatina amortización de la deuda, se traduce en un menor saldo de circulación de Bonos Titulizados, por lo que el paquete actual de letras por cobrar de LPSA cubra el vencimiento de letras que conforman el Patrimonio Fideicometido de la presente Emisión, incorporando el pago de intereses.

Del paquete que fue inicialmente cedido al presente Patrimonio Fideicometido (US\$ 41.31 millones), LPSA ha venido generando oportunamente aportaciones adicionales de acuerdo a los requerimientos del mismo, con letras por cobrar que se vienen generando en el tiempo de acuerdo al desempeño de la División Inmobiliaria. Este proceso se realiza con el propósito de poder atender el pago de los bonistas y cumplir con los resguardos establecidos.

La paulatina incorporación de nuevas letras es indispensable para el cumplimiento de los ratios establecidos en la presente emisión, principalmente, debido al vencimiento inmediato de las cuentas por cobrar que conforman la cartera actual de Los Portales.

Por ello, es importante que la empresa mantenga un razonable stock de existencias que permita continuar ampliando en el tiempo la oferta de lotes de habilitación urbana, condición necesaria para el futuro crecimiento de las operaciones, generando letras como resultado de las ventas.

DETALLE DEL INSTRUMENTO CLASIFICADO

1. Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario
 Los recursos captados con emisión de los valores pueden ser utilizados indistintamente por el emisor hasta US\$ 60'000,000 o su equivalente en moneda nacional.

El plazo del Programa es de seis años, a partir de la fecha de inscripción del Programa en la SMV.

Los recursos obtenidos son destinados para refinanciamiento de deuda, financiamiento de capital de trabajo y otros usos corporativos del Originador.

El Programa consiste en una o varias emisiones, que serán informadas a la SMV y a los inversionistas a través del Complemento del Prospecto Marco, el Acto Complementario de Emisión y en el Aviso de Oferta que corresponda.

Bonos Titulizados	Monto Colocado	Saldo en Circulación	Fecha de Colocación	Plazo	Fecha de Redención	Tasa de Interés
Primera Emisión	US\$ 20,065,000	US\$ 10,036.86	21/12/2015	6 años	29/12/2021	8.0938%
Segunda Emisión	US\$ 20,000,000	US\$ 12,507.81	29/09/2016	6 años	28/09/2022	7.5000%

SIMBOLOGIA

Instrumentos de Deuda de Largo Plazo

AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo indicadas, Class & Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativa.

PRINCIPALES FUENTES DE INFORMACION

- Los Portales S.A. y Subsidiarias
- Continental Sociedad Titulizadora S.A.
- Empresas Ica
- Bolsa de Valores de Lima – BVL
- Colliers Internacional
- Ministerio de Economía y Finanzas – MEF
- Fondo MiVivienda
- Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento
- Superintendencia del Mercado de Valores – SMV
- Banco Central de Reserva del Perú – BCRP
- Instituto Nacional de Estadística e Informática - INEI

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.class.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, las metodologías de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.