

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

Sesión de Comité N°22/2017: 24 de mayo del 2017
Información financiera consolidada auditada al 31 de diciembre del 2016

Analista: Silvana Zafra R.
szafra@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/}
31.12.2015

Vigente
31.12.2016

AA–

AA–

Estables

Estables

^{1/} Sesión de Comité del 27.05.2016

FUNDAMENTACION

La categoría de clasificación de riesgo asignada a 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, ha sido otorgada considerando la situación financiera del originador (Los Portales S.A.), la conformación del Patrimonio Fideicometido que respalda la emisión (Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa – Primera Emisión), el desempeño actual y potencial de los flujos que fueron cedidos al Patrimonio, así como 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. (en adelante, “LPSA”) y sus subsidiarias, su capacidad de pago y las perspectivas de sus ventas; (ii) las oportunidades y las amenazas que enfrenta el sector inmobiliario, donde se desempeña LPSA; (iii) la estructura y la operación del Patrimonio Fideicometido, así como la de sus mecanismos de asignación de pagos, en cumplimiento de las coberturas establecidas; (iv) la calidad del paquete de cuentas por cobrar que fue cedido y su capacidad de hacer frente a las obligaciones con los bonistas durante el periodo de vigencia de la emisión, en función a estimaciones sobre 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.

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 Emisión:	29 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; y (ii) Cuenta Reserva.

LPSA es una empresa constituida en el año 1996, dedicada a la promoción y al desarrollo inmobiliario, así como a la administración y a la operación de playas de estacionamiento, a la prestación de servicios turísticos y hoteleros, y al arrendamiento de locales comerciales, entre otras actividades empresariales relacionadas.

LPSA cuenta con tres unidades de negocio, las cuales han registrado una tendencia creciente en ingresos entre los años 2012 y 2016 (16.58%, de crecimiento promedio anual, a valores constantes): División Inmobiliaria, División Estacionamientos y División Hoteles. En el año 2016, con la venta de su participación accionaria en Strip Centers del Perú al Grupo Parque Arauco, LPSA dejó de operar con su División Rentas.

Pese a que, en los últimos años, el sector inmobiliario se ha caracterizado por inferiores niveles de colocación de viviendas, la concentración de la oferta inmobiliaria de LPSA en proyectos de Habilitación Urbana, ha determinado que sus ventas continúen creciendo. La ocurrencia del fenómeno “El Niño Costero”, ha afectado las condiciones de sus proyectos ya entregados en Lima y en provincias, pudiendo impactar en la futura construcción y en el rendimiento de algunos de los proyectos en curso. Al cierre del 2016, las entregas de proyectos de Habilitación Urbana de LPSA representaron más del 70% de sus ventas, mientras que el saldo correspondió a entregas de edificaciones.

Por su parte, el modelo de negocio de las Divisiones de Playas de Estacionamiento y de Hoteles, basado en participación en concesiones y, en su momento, en privatizaciones, viene permitiendo generar flujos de ingresos estables para la empresa.

Las operaciones de LPSA vienen evidenciando una tendencia positiva en ventas, aunque a un ritmo menos dinámico que en años anteriores. En relación al año 2015, LPSA experimentó una mejora en su utilidad neta, que ascendió a S/ 68.62 millones (+8.32%) por la recuperación en su posición cambiaria y por el mejor margen de explotación de sus principales Divisiones Inmobiliaria y Estacionamientos.

La creciente venta de terrenos a través de Habilitación Urbana ha permitido mejorar la generación de caja operativa de la empresa, lo que también se evidencia en un mayor EBITDA ajustado del período, que ascendió a S/ 190.07 millones, cubriendo 15.67 veces sus gastos financieros. La cobertura de deuda es favorecida por los esfuerzos realizados por LPSA, durante el año 2016, para mejorar su costo financiero, por medio de la renegociación de la deuda que mantiene con terceros, buscando también disminuir su exposición cambiaria con la concertación de financiamiento en soles.

Los ingresos totales de LPSA son sustentados, en mayor medida, por la División Inmobiliaria, cuyas ventas han representado, en promedio, 79% de las ventas totales en los últimos cinco años. Esta División concentra sus negocios en proyectos de Habilitación Urbana, cuya venta de lotes es generalmente financiada en 72 cuotas, luego de un pago

inicial, entregándose el título de propiedad al cliente solo al finalizar el pago de la última cuota.

El Patrimonio Fideicometido de Titulización de la Primera Emisión del presente Programa está conformado por flujos dinerarios provenientes de un conjunto de cuentas por cobrar generadas para el financiamiento de la venta de lotes. Dichos flujos dinerarios son destinados al pago del servicio de deuda de los Bonos de Titulización.

Las cuentas por cobrar están respaldadas por letras de cambio asociadas a contratos de Compra-Venta garantizada entre LPSA y sus clientes finales. Dichas cuentas corresponden a clientes de proyectos en desarrollo, encontrándose LPSA en la obligación de reemplazar aquellas cuentas de clientes con tres o más pagos en situación de vencidos.

Para respaldar la Primera Emisión, se ha constituido un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, que respalda todas las emisiones del Segundo Programa de Bonos Titulizados, según lo acordado en la Asamblea General de Obligacionistas del 06 de julio del 2016.

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, éste será inscrito en Registros Públicos y los inmuebles se convertirían en una garantía real adicional.

La dinámica del comportamiento en el tiempo de las letras por cobrar 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 vienen generando durante la vigencia de los Bonos Titulizados, asociadas a contratos de Compra-Venta garantizada.

Debido al adecuado funcionamiento de los mecanismos de reemplazo, el Patrimonio Fideicometido viene cumpliendo adecuadamente con las coberturas requeridas. Al cierre del 2016, el Ratio de Garantía ascendió a 1.30 veces y el Ratio de Cobertura a 2.60 veces. Además, en todo momento, el monto cedido de letras permite que las estimaciones del Ratio de Cobertura y de Garantía, sean superiores a 1.3 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados.

Al cierre del 2016, LPSA registró una cartera de letras por cobrar ascendente a US\$ 221.58 millones, de las cuales US\$

93.04 millones se encontraban disponibles y libres de obligaciones. Éstas representaron 5.56 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados (US\$ 16.72 millones), pudiendo cumplir con el paulatino reemplazo de las letras por cobrar cedidas al presente Patrimonio Fideicometido, cuando ello sea necesario

Se debe tomar en consideración que las letras por cobrar cedidas presentan vencimientos anteriores al término del período de vigencia de la emisión, lo que supone necesariamente la incorporación de nuevos flujos de letras por cobrar durante la vigencia del Patrimonio Fideicometido.

Al cierre del 2016, los activos titulizados (US\$ 25.06 millones) representaron 1.50 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 indispensable el paulatino reemplazo de las letras, para el cumplimiento de las coberturas. Ante ello, de acuerdo al normal vencimiento del actual monto de letras por cobrar disponibles de LPSA y considerando estimaciones sobre su extinción, hacia el 2021, el saldo actual cubriría más de 4.50 veces 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 adopte acciones específicas para recuperar el nivel requerido en los ratios, impidiendo que LPSA disponga de los flujos excedentes del Patrimonio Fideicometido. Para ello, requerirá el inmediato reemplazo de la cartera de letras por cobrar, en forma tal que se cumpla adecuadamente con los ratios establecidos.

Como factores positivos para el desarrollo del Programa de Emisión de Bonos de Titulización, se debe considerar la experiencia de LPSA en el negocio inmobiliario.

Por su parte, la situación patrimonial de su accionista, Grupo ICA, con actual deterioro en su capacidad de pago, encontrándose hoy en *default*, determina incertidumbre respecto al futuro de su participación accionaria en la empresa originadora del presente Programa.

Las letras por cobrar han venido generando un flujo dinerario estable y creciente, representando el doble de las letras por cobrar con que LPSA contaba al cierre del 2012 (US\$ 112.51 millones), con baja morosidad, de 0.55% al cierre del 2016. De igual manera, la estructura de los Bonos Titulizados y la del Patrimonio Fideicometido, estableciendo coberturas y penalizando incumplimientos, determina fortaleza para el proceso.

Los mayores riesgos que afectan la categoría de clasificación de riesgo asignada a los Bonos Titulizados están relacionados a factores que podrían acelerar la extinción de la cartera y que implicarían aportaciones de nuevas letras por cobrar 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. Considerando valores históricos del desempeño de LPSA, la estructura requiere, en el corto plazo, la adición de nuevas letras, por las propias características de extinción de la cartera.

También existe el riesgo en la originación de letras, producto de la posibilidad de menor dinamismo en el sector inmobiliario. Ello podría afectar, en el futuro, la demanda de viviendas ofrecidas por la empresa, considerando la moderada desaceleración producida en el sector inmobiliario durante el año 2016, así como los factores climáticos que han impactado en proyectos ya entregados y en curso de LPSA.

En el caso de una disminución en la tasa de interés cobrada a los clientes, provocada por disminución en las tasas de interés de mercado, ello podría suponer cuotas futuras por montos menores. Por ello, es importante que LPSA mantenga su capacidad de generación de nuevas letras por cobrar o que registre un saldo de letras por cobrar no comprometidas con otras obligaciones a aplicar a este proceso cuando ello sea necesario.

Factores que afecten la capacidad de pago de LPSA para otras obligaciones con instituciones financieras podrían originar la activación del mecanismo de retención de los flujos del Patrimonio Fideicometido, determinando a su vez, el deterioro en la categoría de clasificación de riesgo asignada.

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 estables, 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, así como el desempeño crediticio asociado a dichas cuentas.

El esquema definido para el proceso de titulización, implica el cumplimiento de coberturas y la constitución de reservas, constituyendo un esquema que busca seguridad en el 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 Titulación 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, a la fecha se encuentran en circulación, US\$ 16.72 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 otros usos corporativos, lo que le ha permitido continuar diversificando sus fuentes de fondeo, mejorando 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 cuatro unidades de negocio: (i) División Inmobiliaria, que desarrolla proyectos de habilitación urbana, multifamiliares y viviendas de interés social; (ii) División Estacionamientos, que concede y administra estacionamientos mediante Concesiones, Comerciales y Microplayas; y (iii) División Hoteles, que opera hoteles ejecutivos en Lima y provincias.

1.1. Características Generales de la Emisión

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

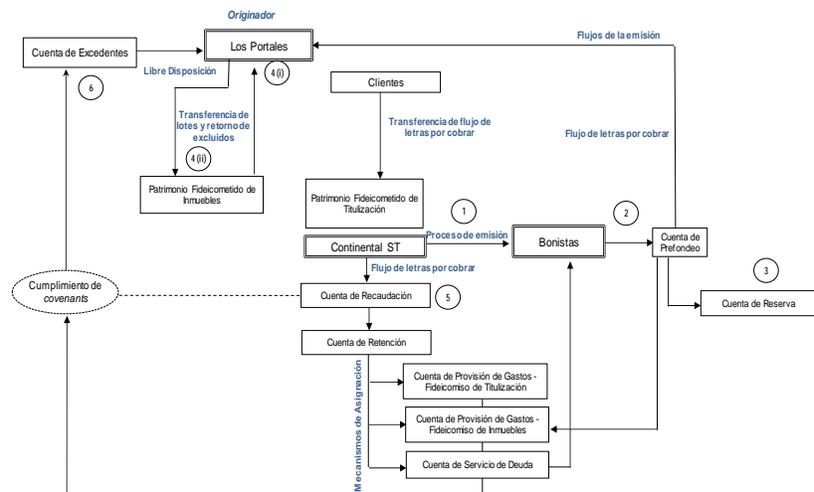
1. Los Portales S.A., en calidad de Originador, aportando los activos que conforman el Patrimonio Fideicometido (cuentas por cobrar cedidas); y en calidad de Servidor, es encargado del proceso de cobranza de las cuentas por cobrar.
2. Continental Sociedad Titulizadora, en calidad de Fiduciario, encargado 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 Titulación. 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 Titulación. 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 el Holding Continental S.A., holding financiero del grupo peruano Breca, y Newco Perú S.A.C., que pertenece al grupo financiero español BBVA. Además, son subsidiarias del BBVA Banco Continental: Continental Bolsa SAB S.A., BBVA Asset Management Continental S.A. SAF, 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, con presencia en negocios inmobiliarios, bancarios, de seguros, de pesca, de servicios turísticos, de productos químicos, mineríos, agroindustriales, entre otros.

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 una amplia red de oficinas 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, para el periodo de un año, hasta marzo del 2018.

Directorio	Javier Balbin Buckley Frank Babarczy Rodriguez Carlos Eduardo Migone Ramirez Enriqueta González Pinedo
Administración	
Gerente General:	Eduardo Chueca García Pye

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 2016, Continental Sociedad Titulizadora administra los siguientes patrimonios fideicometidos:

- Patrimonio en Fideicomiso – Emisión La Chira, que administra activos totales por S/ 309.84 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Instrumentos de Titulización Hipotecaria del Banco Continental, con activos administrados ascendentes a S/ 5.62 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Reo Trus, que cuenta con activos totales ascendentes a S/ 36.35 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Aeropuertos del Perú, con activos totales por S/ 46.01 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Concesionaria La Chira (Sedapal), con activos administrados por S/ 1.92 millones.

- Patrimonio en Fideicomiso Los Portales – Negocio Inmobiliario, el cual respalda la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización, con activos administrados por S/ 90.94 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Los Portales – Negocio Inmobiliario, el cual respalda la Segunda Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización, con activos administrados por S/ 99.24 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Los Portales – Negocio Inmobiliario, que respalda el Primer Programa de Bonos de Titulización, que cuenta con activos por S/ 78.20 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Edificio Pardo y Aliaga, con activos administrados ascendentes a S/ 277.25 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Odebrecht Inversiones Inmobiliarias –Edificio Las Palmeras, con activos ascendentes a S/ 53.07 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 y una de las más importantes de Latinoamérica.

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

LPSA es actualmente de propiedad de los grupos económicos Raffo e ICA, ambos dedicados a negocios inmobiliarios. Al 31 de diciembre del 2016, el capital social consolidado de la empresa estuvo representado por 171,254,000 acciones comunes de S/1.00 de valor nominal cada una, suscritas y pagadas, las cuales se encuentran equitativamente distribuidas entre ambos grupos.

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

El Grupo Raffo cuenta con más de cincuenta años de experiencia, en el Perú, en los sectores inmobiliario, textil, hotelero, minero y de estacionamientos. Las inversiones del Grupo Raffo son controladas a través del holding GR Holding S.A. El Grupo Raffo es propietario de: (i) Los Portales S.A., (ii) Compañía Minera Constanza, (iii) Alpha Investments S.A., y (iv) Compañía Minera Kolpa.

El Grupo ICA, por su parte, conglomerado de empresas en el sector construcción mexicano, con más de 60 años de actividades en el mercado mexicano, operando a través de las siguientes líneas de negocios: construcción, ingeniería, infraestructura y vivienda. Ha desarrollado megaproyectos de infraestructura, construcción civil (urbana e industrial), y aeropuertos, entre otros, lo que desarrolla también en diversos países de Latinoamérica y Europa.

En el año 2015, el menor gasto del gobierno de México, ocasionó menor avance de proyectos de infraestructura, lo que impactó en la obtención de proyectos para la empresa.

Ello, junto a un elevado apalancamiento en moneda extranjera, cuyo valor se incrementó dada la importante depreciación del peso mexicano, provocó que la empresa registre una importante caída en su resultado neto.

Las continuas pérdidas de ICA determinaron que la empresa incumpla, desde diciembre del 2015, con el pago de deuda correspondiente a bonos senior internacionales, además de contar con situaciones de impagos de compromisos con bancos privados. A la fecha, la deuda consolidada de ICA supera los US\$ 3,180 millones, frente a pérdidas de más de US\$ 1,000 millones.

Empresas Ica se encuentra en el proceso de alcanzar un acuerdo privado con sus acreedores para la reestructuración del íntegro de su deuda, en una situación de actual incumplimiento en el servicio de intereses de bonos. Además, su situación actual ha repercutido en la decisión de vender todos sus activos fuera de México, los que en el Perú corresponden a: inversión en Compañía Minera San Martín S.A. y en LPSA.

La clasificación vigente de Capacidad de Pago de Deuda de Largo Plazo de Empresas Ica S.A.B. de C.V. es la siguiente:

Empresas Ica S.A.B. de C.V.	
S&P	D/NM
Moody's	Caa3/Negativas

3.2. Estructura administrativa

En Junta Universal de Accionistas del 23 de marzo del 2017, se ratificaron los miembros del Directorio de LPSA para el ejercicio 2017, estando conformado de la siguiente manera:

<u>Directorio</u>	
Presidente:	Ernesto Raffo Paine
Directores:	Pablo García Aguilar (*) Ernesto Fernandini Raffo Bernardo Quintana Isaac (*) Rodrigo Antonio Quintana Kawage (*) Guillermo Velaochaga Raffo Alberto Pescetto Raffo Guadalupe Phillips Margain (*)
Director Suplente:	Eduardo Ibarra Díaz Ufano Próspero Antonio Ortega Castro (*)

(*) 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 siete directores entre miembros titulares, suplentes y alternos. La Plana Gerencial de LPSA ha presentado modificaciones en el año 2016 por la renuncia de algunos funcionarios, estando actualmente conformada por:

Plana Gerencial

Gerente General:	Guillermo Velaochaga Raffo
Gerente Central de Vivienda:	Wilfredo De Souza Ferreyra
Gerente Central de Administración y Finanzas:	Juan Carlos Rubio Limón
Gerente de Neg. de Hoteles:	Eduardo Ibarra Rooth
Gerente de Neg. Estacionamiento:	Fernando Gómez Ñato
Gerencia de Tesorería, Créditos y Cobranzas:	Arturo Gamarra Guzmán
Gerente de Planeamiento:	Juan García Apac
Gerente de Contabilidad:	Janeth Zelada Rodríguez
Gerente Legal:	María Mendoza Franco

3.3. Empresas Subsidiarias y Empresas Afiliadas

LPSA se desempeña como empresa controladora de las siguientes subsidiarias a través de las cuales realiza actividades de manera indirecta, que son: (i) Inversiones Nueva Etapa S.A.C.; (ii) Consorcio Los Portales S.A.; (iii) Consorcio de Estacionamientos Gamarra S.A.; (iv) Los Portales Construye S.A.C.; y (v) LP USA S.A. Durante el año 2016, se crearon las subsidiarias Soluciones Urbanísticas S.A.C. y Consorcio Grúas y Depósitos. A su vez, cuenta con dos empresas afiliadas, que soportan las operaciones centrales de sus unidades de negocios: (i) Inversiones Real Once S.A. y; (ii) Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A. (CEMSA).

3.4. Unidades de Negocios

Con la finalidad de desarrollar de manera ordenada estas diferentes actividades, LPSA opera a través de tres divisiones: Inmobiliaria, Hoteles, y Estacionamientos:



3.4.1. División Inmobiliaria

La División Inmobiliaria generó ingresos por ventas ascendentes a S/ 628.59 millones durante el año 2016, registrando además ingresos financieros por financiamiento de lotes por S/ 79.76 millones. La cartera de letras por cobrar de LPSA, al 31/12/2016, es de US\$ 221.58 millones, asociada a una morosidad de 0.55%.

Las operaciones de la División se encuentran distribuidas en 9 regiones (Piura, Lambayeque, Ancash, Junín, Ica, Tacna, La Libertad, Puno y Lima), centrandose sus negocios en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, viviendas multifamiliares y viviendas de interés social, dentro de los programas Techo Propio y MiVivienda.

3.4.2. División Hoteles

La División Hoteles comprende: (i) operación y administración de hoteles propios y de terceros; (ii) prestación de servicios turísticos y alimenticios dentro de los establecimientos operados; y (iii) servicio de *Telemarketing*, que maneja y administra los servicios de call center y televentas. Durante el año 2016, la División Hoteles gestionó 327 habitaciones con 53% de ocupación en promedio.

Los 6 establecimientos hoteleros que LPSA opera son: (i) Country Club Lima Hotel (Lima); (ii) Hotel Los Portales Piura (Piura); (iii) Hotel Los Portales Tarma (Junín); (iv) Hotel Los Portales de Chiclayo (Chiclayo); (v) Los Portales Cusco (Cusco); y (vi) Arenas de Máncora (Piura).

3.4.3. División Estacionamientos

LPSA es considerada como la empresa líder en la administración de playas de estacionamientos y de servicios de Valet Parking en la ciudad de Lima y en varias regiones del país. Los negocios de LPSA dentro de la División Estacionamientos comprenden: (i) administración, operación, concesión e inversión de estacionamientos; y (ii) gestión de negocios vinculados con Valet Parking, Publicidad Indoor, Soluciones Tecnológicas y Equipamiento, Diseño y Arquitectura de Estacionamientos.

Al cierre del año 2016, la División gestionó 207 playas que sumaron 46,991 espacios, con un promedio mensual de más de 2,300 abonados distribuidos en Lima, Arequipa, Piura, Trujillo y Chiclayo. Ello reportó ingresos ascendentes a S/ 86.38 millones durante el año 2016.

LPSA mantiene contratos de concesión por las playas de estacionamientos de: Dionisio Derteano, Andrés A. Cáceres, Óvalo Gutierrez, y Estadio Nacional. Desde noviembre del año 2016, LPSA también es el operador de la MegaPlaya de Estacionamiento subterráneo bajo las calles Lima y Virgen Milagrosa en el centro del distrito de Miraflores, cuya concesión fue adjudicada a su empresa afiliada Concesión Estacionamientos Miraflores S.A. – CEMSA.

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 2016:

Periodo	Dic.2013	Dic.2014	Dic.2015	Dic.2016
IPM	211.4574	214.5729	220.1306	224.3467
Factor Anualizador	1.0610	1.0455	1.0192	1.0000

LPSA viene mostrando un sostenido crecimiento en sus ventas a través de los años, asociado al importante desempeño de sus principales divisiones: Inmobiliaria (83.55% de sus ventas totales en el año 2016) y Estacionamientos (10.19% de las ventas totales), lo que es acompañado por la estabilidad mostrada por la División de Hoteles.

En el período 2012-2016, las ventas de Los Portales presentaron un incremento promedio anual de 16.58%, asociado al mayor ritmo de crecimiento observado en años anteriores, lo que se viene estabilizando en los últimos ejercicios 2015 y 2016, donde que creció 12.22% y 8.19% respectivamente, anual.

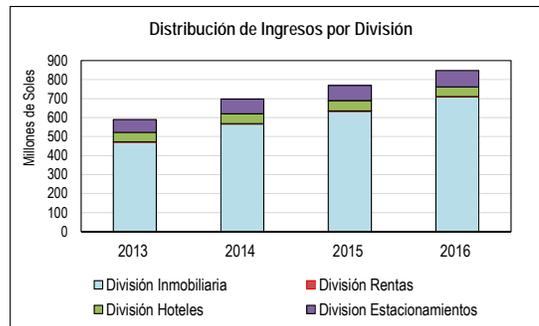
La División Inmobiliaria, incluyendo los ingresos obtenidos por la venta de lotes, registró un crecimiento promedio anual de 19.50% en el período 2013-2016, frente a un aumento en sus ventas de 9.73% en el año 2016.

En los últimos años, el sector inmobiliario se ha caracterizado por inferiores niveles de colocación de viviendas, generando cierta sobreoferta, dependiendo del nivel socio económico que corresponda. Sin embargo, la concentración de la oferta inmobiliaria de LPSA en proyectos de habilitación urbana, ha determinado que sus ventas continúen creciendo. En el año 2016, LPSA continuó entregando importante cantidad de proyectos de vivienda, principalmente, de habilitación urbana, en provincias. Las entregas de proyectos de Habilitación Urbana de LPSA representaron más de 70% de las ventas, mientras que el resto de las ventas y de las entregas correspondieron a edificaciones (viviendas multifamiliares y Viviendas de Interés Social).

Por su parte, la División Estacionamientos reportó un crecimiento promedio anual de 9.74% en el período 2013-2016, en línea con un aumento de 7.13% en el año 2016, explicado principalmente, por mayor cantidad de cocheras y por incremento en las tarifas promedio, las que se ajustan periódicamente, para abonados y para eventuales.

Durante el año 2016, LPSA reportó mayor costo de ventas (+11.85%), principalmente, asociado a su División Inmobiliaria, por pago a proveedores por obras de construcción y por pagos por adquisición de tierras, incluyendo también gastos financieros para cubrir requerimientos operativos propios del negocio.

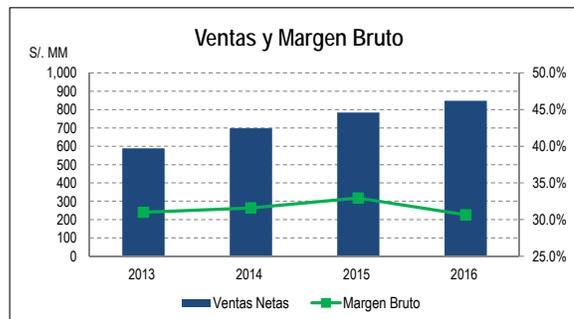
El mayor beneficio generado por las operaciones de la empresa se reflejó en el nivel de EBITDA ajustado registrado, ascendente a S/ 190.07 millones durante el año 2016, el cual implicó un margen de 22.42%. Ello representó una ligera mejora respecto al año 2015, durante el cual se reportó un EBITDA ajustado ascendente a S/ 183.55 millones, con un margen de 23.42%.



El EBITDA ajustado obtenido en el año 2016 representó 15.67 veces los gastos financieros de ese periodo (14.36 veces durante el año 2015), como resultado de la generación de recursos de la empresa y de la disminución de la deuda financiera en el ejercicio, originando una recomposición de pasivos.

LPSA registró una ganancia por diferencia cambiaria de S/ 4.24 millones, asociada a la apreciación del Sol en el año 2016, debido al mayor volumen de pasivos en dólares, por concepto de obligaciones financieras denominadas, en su mayoría, en dicha moneda. Ello frente al volumen de sus activos en dólares que corresponden, principalmente, a cuentas por cobrar por las ventas de inmuebles. Este resultado contrasta con las pérdidas por diferencia cambiaria que venía presentando LPSA durante los 3 últimos ejercicios, que ascendieron en conjunto a S/ 152.68 millones (a valores constantes de diciembre del 2016).

LPSA se encuentra en proceso de reducir la exposición cambiaria que representa mantener obligaciones financieras en dólares, a través de la concertación y sustitución de deuda hacia operaciones en moneda nacional.



El resultado neto registrado en el año 2016 ascendió a S/ 68.62 millones (S/ 63.35 millones en el año 2015), consecuencia de mayores ingresos por ventas, principalmente, de las Divisiones Inmobiliaria y Estacionamientos.

La estructura activa de LPSA presentó mayor participación de activos corrientes (51.83%), registrando activos totales por S/ 1,612.67 millones a diciembre del 2016 (-0.56% en relación al cierre del 2015).

Los activos corrientes de LPSA ascendieron a S/ 835.87 millones (-8.87%), conformados, principalmente, por existencias ascendentes a S/ 529.06 millones (63.29% de los activos corrientes), que corresponden a proyectos de habilitación urbana de la División Inmobiliaria y a lotizaciones bajo las modalidades Techo Propio y MiVivienda.

El ritmo de crecimiento de las existencias se ha venido reduciendo, lo que evidencia una eficiente gestión de inventarios, los cuales rotan constantemente. Al cierre del 2016, LPSA registró una rotación de inventario de 228 días, lo que refleja una relativa rápida velocidad de venta de sus terrenos, los son constantemente reemplazados de acuerdo a las políticas de la División.

LPSA reportó recursos disponibles ascendentes a S/ 124.60 millones, mostrando una evolución de caja ascendente a través de los años, proveniente de las ventas de sus terrenos. De sus recursos en caja, S/ 74.00 millones están sujetos a limitaciones contractuales como parte de acuerdos con terceros.

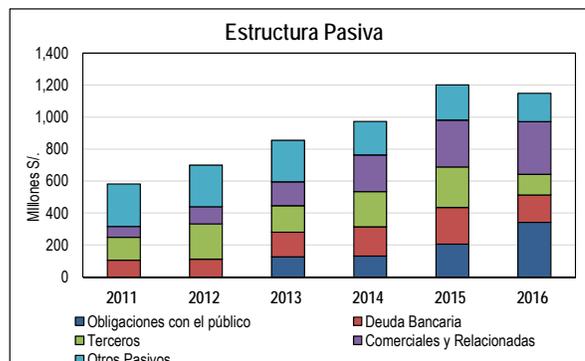
A diciembre del 2016, LPSA posee cuentas por cobrar comerciales corrientes por S/ 144.26 millones (S/ 328.51 millones fueron no corrientes), atribuibles a documentos por cobrar por venta de inmuebles y ventas de lotes financiadas hasta en 72 meses.

Los demás activos no corrientes (S/ 619.27 millones) están conformados por: terrenos adquiridos como reservas territoriales; inversiones en empresas relacionadas (Inversiones Real Once S.A. y Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A.) y activos intangibles correspondientes a cuatro contratos de concesión de playas de estacionamiento.

Al cierre del 2016, la estructura financiera de la empresa está casi equitativamente distribuida entre corto y largo plazo, estando conformada por pasivos totales ascendentes a S/ 1,184.49 millones (S/ 1,240.89 millones al cierre del 2015). Las fuentes de financiamiento de LPSA son diversificadas, y están conformadas por: emisiones en el mercado de capitales (28.81%), deuda bancaria (14.50%), obligaciones con terceros (10.85%), cuentas por pagar comerciales (27.85%), y otros pasivos (17.99%).

Las emisiones en el mercado de capitales ascendieron a S/ 341.19 millones (+66.65%), comprendiendo : (i) "Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario" con un saldo en circulación de S/ 41.45 millones a diciembre del 2016; (ii) "Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario", con un saldo en circulación de S/ 120.65 millones a diciembre del 2016; (iii) Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales, por un saldo a la fecha ascendente a S/ 78.45 millones; y (iv) Primer Programa de Bonos Corporativos Privados por un saldo ascendente a S/ 100.65 millones.

Como hecho posterior, en febrero del 2017, LPSA realizó la colocación de su Segundo Programa de Bonos Corporativos Privados por un saldo ascendente a S/ 73.80 millones.



Las obligaciones con los bancos de LPSA, están concertadas con 11 instituciones financieras locales y extranjeras, por un monto de S/ 171.42 millones (-25.34%). Estas obligaciones se encuentran denominadas en moneda extranjera y tienen garantías constituidas por hipotecas y por fideicomisos, siendo prioritariamente de vencimiento no corriente (71.29%).

Las cuentas por pagar comerciales ascendieron a S/ 329.99 millones y se originaron a partir de la adquisición de terrenos y suministros, generalmente son concertadas a plazos y no devengan intereses. LPSA mantiene cuentas por pagar comerciales *confirming*, con líneas revolventes con descuento de facturas, que ascendieron a S/ 35.84 millones.

Los préstamos por pagar a terceros, ascendentes a S/ 128.48 millones, son concertados con personas naturales y jurídicas (fondos de inversión), que no tienen garantías específicas e involucran un costo financiero promedio que oscila entre 9% y 15%.

Al 31 de diciembre del 2016, el patrimonio de LPSA ascendió a S/ 428.19 millones (+12.44%), lo que incluye utilidades retenidas por S/ 221.80 millones (+26.25%), y otras reservas.

LPSA distribuye dividendos a sus accionistas, por parte de los resultados que genera anualmente, los que ascendieron a S/ 14.00 millones en el año 2016 (S/ 18.96 millones, en el año 2015, a valores constantes de diciembre del 2016).

4. MERCADO INMOBILIARIO 4.1. Actividad construcción

De acuerdo con información del Banco Central de Reserva del Perú, el PBI construcción acumuló una contracción de 3.10% durante el año 2016, asociada al menor avance físico de obras y al menos consumo interno de cemento.

Ello es consecuencia, principalmente, del menor avance de obras públicas y de niveles inferiores de inversión privada, entre proyectos inmobiliarios, centros comerciales y centros empresariales. En el año 2016, se registró cierta mayor ejecución de obras de viviendas multi familiares, centros comerciales y oficinas.

El dinamismo del sector construcción está sustentado en la recuperación en la inversión pública en los gobiernos sub nacionales y al mayor dinamismo en las inversiones vinculadas a grandes proyectos de infraestructura, como: Línea 2 del Metro de Lima; y el Proyecto de Modernización de la Refinería de Talara; el Aeropuerto Internacional de Chinchero; Chavimochic III, Longitudinal de la Sierra – Tramo II; Red Vial 6; Autopista del Sol; e IIRSA Centro – Tramo II. En relación al Gasoducto Sur Peruano, éste tendrá que volver a licitarse, lo que podría tomar 18 meses. De acuerdo con información de Ositran, el proyecto Línea 2 del Metro de Lima, cuenta con una inversión comprometida de US\$ 5,346 millones, ha ejecutado 5% de este monto en el año 2016, para la realización de la primera etapa.

La modernización de la Refinería de Talara ha registrado un avance de 47% al tercer trimestre del 2016, mientras que el Aeropuerto Internacional de Chinchero (Cusco), con una inversión estimada de US\$ 599 millones, no inició obras en el año 2016 por el retraso en su cierre de financiero. Este proyecto está buscando ser aprobado, en el marco de las actuales circunstancias por las que atraviesa el país.

Se espera mejoras en el desempeño del sector construcción, en base al impulso a la infraestructura por obras de concesiones viales y de rehabilitación de carreteras en los sectores transporte y comunicaciones a través de Asociaciones Público-Privadas (Iniciativas Estatales, Iniciativas Privadas Cofinancias, entre otras).

Existe una serie de proyectos mineros (nuevos y ampliaciones) que entrarán en ejecución e impulsarán la economía peruana en estos próximos años, como son: Las Bambas y las ampliaciones de Cerro Verde, Toquepala y Toromocho. Pro Inversión ha anunciado su intención de dar en concesión proyectos por un monto ascendente a US\$ 14 mil millones en el periodo comprendido entre 2017 y 2018.

En los próximos años, se espera mayor dinamismo adicional en el sector construcción, gracias al ingreso de nuevos proyectos, entre los que destacan: Longitudinal de la Sierra Tramo IV, la modernización de los terminales portuarios de Ilo y Salaverry y la rehabilitación del Tren Huancayo-Huancavelica. Este dinamismo será incrementado con los proyectos a desarrollar en el marco de la reconstrucción de las regiones afectadas por el Fenómeno El Niño Costero, ocurrido en el primer trimestre del año 2017.

4.2. Oficinas

Al cierre del año 2016, la tendencia registrada durante años anteriores, en el sector inmobiliario de oficinas, se ha afianzado, acentuándose los niveles de sobreoferta, los que resultaron en una vacancia de 26.40%, de acuerdo con Colliers.

El sector no presenta un desempeño comercial positivo, al ser afectado por la inestabilidad política y social del país y por las expectativas generadas en el sector construcción, teniendo en cuenta el déficit habitacional existente, sobretodo en los sectores sociales menos favorecidos.

Durante el año 2016, ingresaron al mercado 180,836 m² de oficina prime en 10 edificios, inferior a lo estimado (12 edificios), lo que confirma la menor velocidad de comercialización. Con ello, se contó con un inventario total de 1'026,258 m² al cierre del 2016.

A diciembre del 2016, el mercado de oficinas *prime* contó con un inventario total 180,836 m², distribuidos, principalmente, entre la zonas de Basadre, Alberto del Campo, *Skytower* y Panorama Plaza de Negocios (44.56%) y las zonas de República de Panamá, *Lit One* – MIR y Prisma Business Center – MAG (36.76%). Ello se tradujo en una absorción neta acumulada en el año 2016, de 78,169 m² (43%), inferior a la del año 2015 por mayor nivel de vacancia.

Mercado Prime		
Precio de Renta		
	A	A+
Edificios operativos	US\$ 17.44 por m ²	US\$ 18.00 por m ²
Edificios en construcción	US\$ 20.67 por m ²	US\$ 19.56 por m ²

Mercado Prime		
Precio de Venta		
	A	A+
Edificios operativos	US\$ 2,094 por m ²	US\$ 2,284 por m ²
Edificios en construcción	US\$ 2,222 por m ²	US\$ 2,275 por m ²

Fuente: Colliers

En relación al mercado oficinas *subprime*, éste contó con un inventario de 1,080,200 m² distribuidos en 209 edificios, con una vacancia de 13.14%, como resultado de nueva oferta de oficinas de 119,539 m², generada en el año 2016.

Durante el año 2016, ingresaron al mercado los edificios CE Century 46 y CE Diez Canseco en el sub-mercado de Miraflores, EE Vistacorp en la zona Chacarilla, Prima Esperanza en la zona Lince y CE Blue Tower en La Victoria.

Los nuevos proyectos que se vienen generando en la categoría *subprime* están ubicados, principalmente, en Lince y La Victoria, alcanzando precios promedio de venta de US\$ 2,092 por m².

Mercado Subprime – Precio de Renta		
	B	B+
Edificios operativos	US\$ 18.03 por m ²	US\$ 17.25 por m ²

Fuente: Colliers

4.3. Vivienda de Interés Social

De acuerdo con información del Fondo MiVivienda, durante el año 2016, se colocaron 8,082 nuevos créditos, 11% inferior al del año 2015 (9,090), asociados a un monto desembolsado de S/ 874 millones.

La participación de las colocaciones hipotecarias del Crédito MiVivienda en el sistema financiero fue de 23.5% en el período comprendido entre enero y noviembre del 2016, siendo ello 1.4% inferior a lo registrado en el mismo período del 2015.

Según datos del Fondo MiVivienda, en el año 2016, del total de colocaciones de créditos MiVivienda, 7,872 se colocaron a través del Nuevo Crédito MiVivienda (97%), 92 a través de Financiamiento Complementario Techo Propio, 84 mediante crédito MiConstrucción, 30 a través de MiCasa Más y 4 mediante el producto MiTerreno. La mayor cantidad de créditos MiVivienda se colocaron a través de bancos, siendo aproximadamente 67% del total, mientras que 15%, se colocan por medio de Cajas Municipales y 10% por medio de Financieras.

La tasa de morosidad de los Créditos MiVivienda fue de 3.37%, a noviembre de 2016, incrementándose 0.06% en relación a octubre del 2016.

Respecto al Bono Familiar Habitacional (subsidio entregado por el Estado Peruano), los desembolsos ascendieron a 38,846 operaciones durante el año 2016, asociados a un monto de S/ 723 millones, 27.94% por debajo a lo registrado en el año 2015.

El Ministerio de Economía y Finanzas ha identificado los siguientes factores que dificultan el desempeño de la construcción inmobiliaria: (i) lentitud en el trámite para la obtención de licencias de edificación, pues municipalidades exigen cada vez más requisitos y procedimientos únicos que no permiten simplificar procesos; (ii) poca disponibilidad de suelo urbano, debido a la ausencia de planes de desarrollo urbano en Lima Metropolitana y en otras ciudades del país, así como, dificultad de contar con agua potable y saneamiento, por inadecuada infraestructura; y (iii) parámetros rígidos respecto al crecimiento vertical de la ciudad.

Desde el año 2012, el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento, viene implementando el Programa de Mejoramiento Integral de Barrios (Decreto Supremo 004-2012-VIVIENDA), con el propósito de contribuir a mejorar la calidad de vida de la población urbana residente en barrios urbanos marginales. Ello comprende la construcción de pistas, veredas, recreacionales multi usos, centros comunales comerciales y puentes. Por medio de ejecución directa, se construyeron plantas de tratamiento de aguas servidas para uso de riesgo, proyectos para implementación de espacios verdes y viveros municipales.

El Gobierno peruano está buscando la aplicación de medidas orientadas a impulsar la edificación de Viviendas de Interés Social, entre las que destaca la posibilidad de aplicar subsidios al subsector vivienda. Entre ellos, la ampliación del subsidio del producto Techo Propio a 20 años. Ello puede incluir la disminución en la tasa de fondeo del Fondo MiVivienda, lo que orientará a las entidades financieras a reducir también sus tasas hipotecarias.

A ello se agrega, la disminución en la comisión de desembolso que COFIDE cobra por la administración de la cartera de créditos. Todo ello busca reducir el costo financiero en la compra de nuevas viviendas y fomentar la inversión en este sub-sector económico.

4.4. Inmobiliario Comercial

La recuperación de la economía peruana está dando lugar a la reactivación de proyectos de centros comerciales en provincias, de modo que el crecimiento del retail dependerá de la capacidad de los desarrolladores para invertir y para ampliar los malls ya construidos. Eso considera que el mercado peruano tiene actualmente baja penetración del retail moderno.

Destacan los siguientes proyectos: (i) Parque Arauco que ha anunciado la inversión de US\$ 10 millones en el C.C. Parque Lambramani de Arequipa y modificaciones en Larcomar; (ii) InRetail Perú que anunció expansiones de sus centros comerciales por el formato de dos power centers en Lurín y Villa María del Triunfo; (iii) Cencosud que desarrolla la construcción de un nuevo mall en La Molina; (iv) Corporación Wong que iniciará la construcción de su mall en Santa María del Mar en el año 2017; y (v) Grupo Altas Cumbres que ha inaugurado el nuevo hall con marca exclusivas en el Jockey Plaza. A junio del 2016, en Lima y Callao, se registraron 3,243 locales en Lima y Callao, con un índice de vacancia de 8.80%, sobre un inventario total de 1'644,160 m².

Lima y Callao	
Precio de Renta	
CC Super Regionales	S/ 95 - 396 por m ²
CC Regionales	S/ 95 - 165 por m ²
CC Comunitarios	S/ 50 - 116 por m ²
CC Lifestyle	S/ 165 por m ²

Fuente: Colliers

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

5.1. 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.

- (i) Letras de cambio, vinculadas a cuentas por cobrar cedidas a favor de cada Patrimonio Fideicometido.
- (ii) Los ingresos, corresponde al flujo de dinero que origina cada una de las cuentas por cobrar cedidas y que son depositados en la Cuenta de Recaudación.
- (iii) 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.

5.2. Patrimonio Fideicometido de Inmuebles

En la Primera Emisión, BBVA Banco Continental (fiduciario) constituyó el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa”, en respaldo de todas las emisiones del Segundo Programa, considerándose un Patrimonio Global, según lo acordado en la Asamblea General de Obligacionistas del 06 de julio del 2016. 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.

5.3. Cuentas del Fideicomiso

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

- Cuenta de Prefondeo:** Cuenta en el BBVA Banco Continental 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 libre para LPSA.
- Cuenta de Reserva:** Cuenta en el BBVA Banco Continental 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.
- Cuentas Provisión de 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 Recaudación:** Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental, 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 BBVA Banco Continental 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 BBVA Banco Continental 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 BBVA Banco Continental 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.

5.4. 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.

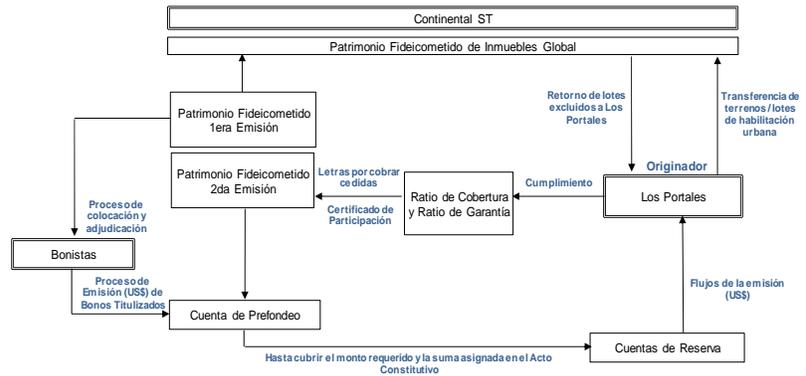
Al cierre del 2015, al momento de la Primera Emisión, la cartera de letras por cobrar de LPSA ascendía a US\$ 179.68 millones, de las cuales US\$ 91.64 millones se encontraban disponibles y libres de obligaciones. En base a ello, LPSA cedió, al momento de la constitución del presente Patrimonio Fideicometido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

Al 31 de diciembre del 2016, el Patrimonio Fideicometido contó con activos titulizados por S/ 83.94 millones, que representaron 1.50 veces el saldo de obligaciones comprendidas en la Primera Emisión (S/ 56.12 millones ó US\$ 16.72 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.

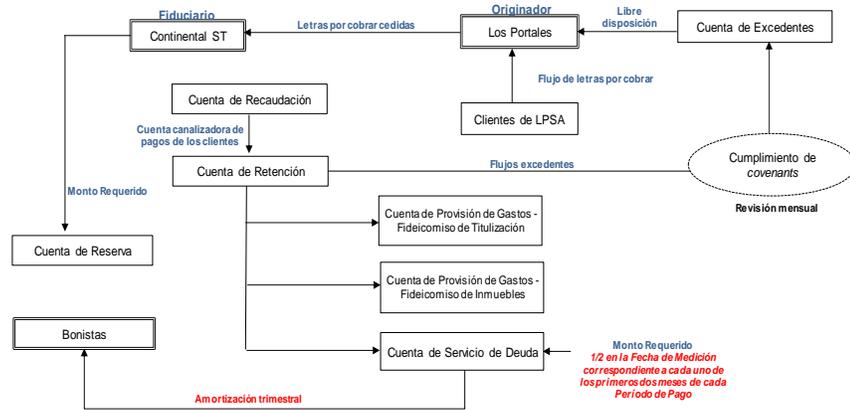
- (1) Luego del aviso de Oferta Pública, los agentes colocadores realizaron la subasta y adjudicación de los bonos que respaldan el Patrimonio Fideicometido de la Primera Emisión. Posteriormente, en la fecha de emisión, se emitieron los Bonos Titulizados, previo pago de los mismos por parte de los inversionistas. De esta manera, LPSA captó recursos de los bonistas, por US\$ 20.07 millones en el marco de la Primera Emisión de Bonos Titulizados, 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.



5.5. 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 rentendrán los flujos necesarios en la Cuenta de Retención hasta alcanzar los niveles requeridos.



5.6. Coberturas Requeridas (covenants)

5.6.1. 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:

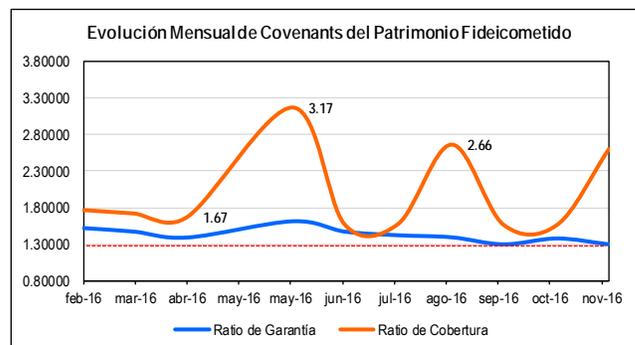
$$\frac{C_{SD} + CC \text{ hasta la próxima cuota}}{\text{Monto Requerido}} \geq 1.30 \text{ veces}$$

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. Al cierre del 2016, el Ratio de Garantía fue 1.30 veces y el Ratio de Cobertura fue 2.60 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.

5.6.2. Coberturas Requeridas del Originador

(i)

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

(ii)

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

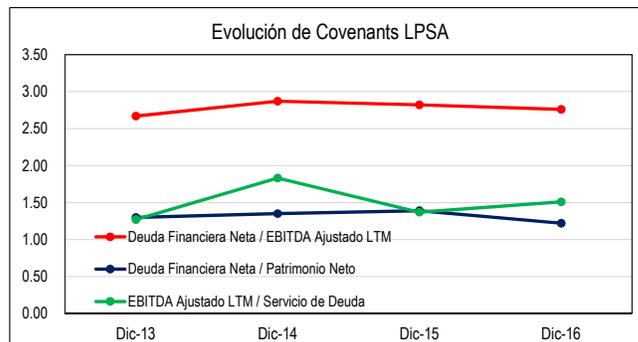
(iii)

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

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. Es el alícuota 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.
Servicio de Deuda	=	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, como se muestra a continuación:



	Covenant	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado LTM	≤ 3.75	2.67	2.87	2.82	2.76
Deuda Financiera Neta / Patrimonio Neto	≤ 1.65	1.30	1.35	1.39	1.22
EBITDA Ajustado LTM / Servicio de Deuda	≥ 1.30	1.27	1.83	1.37	1.51

5.7. Eventos de incumplimiento y mecanismos de acción

Si el Patrimonio Fideicometido de Titulización presenta:

1. 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.

2. 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:

1. 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.
2. El Originador renuncia a su cargo de Servidor.
3. 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.
4. Se utilizan recursos captados para fines distintos a los informados.
5. 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.
6. 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.
7. Nulidad de los documentos del Programa.
8. GR Holding y Empresas ICA dejen de ostentar en conjunto el 51% de LPSA.
9. No proveer información de cálculo de los *covenants*, con más de cinco días hábiles a la fecha de medición de los ratios.
10. Repartir utilidades ante algún evento de incumplimiento y mientras éste no sea subsanado.
11. Cambio del giro principal, fusión o reorganización societaria.
12. No entregar Estados Financieros trimestrales consolidados con sus subsidiarias o reporte de Generación de Cuentas por Cobrar.
13. Falsedad u omisión de documentos del Programa.

14. Resolución Judicial que afecte los activos de LPSA.
15. Porcentaje de segundas viviendas vinculadas a cuentas por cobrar mayor a 25%.
16. 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.
17. 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.
18. Incumplimiento de pago a cualquier de sus demás acreedores por un monto superior a US\$ 3 millones.

6. 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 igual modo, 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 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.

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 los *covenants* del Patrimonio Fideicometido por encima de 1.30 veces.

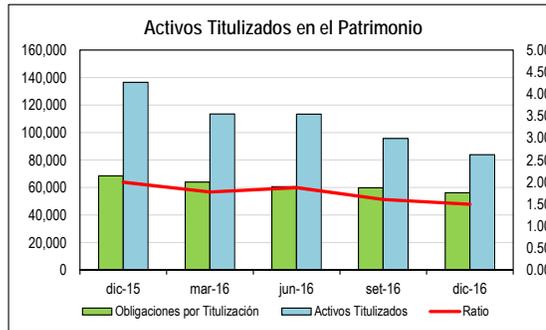
Al 31 de diciembre del 2016, el Patrimonio Fideicometido registró activos titulizados por S/ 83.94 millones, los cuales provienen de un saldo inicial de letras por cobrar ascendente a S/ 136.60 millones observado a inicios del año 2016 que, en cada mes, ha sido depurado de acuerdo a los siguientes componentes:

- 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.

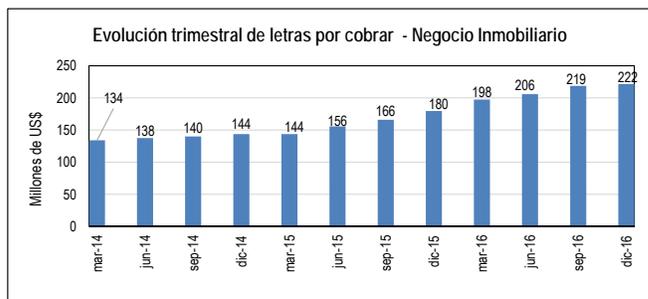
Producto de la depuración anterior de cuentas por cobrar y, para cumplir con el Ratio de Garantía requerido de 1.30 veces, LPSA aporta continuamente nuevas letras por cobrar para sustituir las letras por cobrar que se van extinguiendo, por nuevos proyectos que se están generando y que se continuarán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

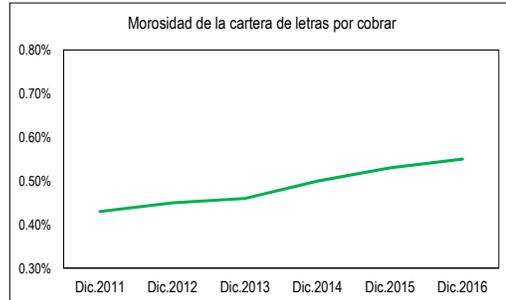


Al momento de la emisión, la cartera total de letras por cobrar de LPSA ascendía a US\$ 179.68 millones, de las cuales US\$ 91.64 millones se encontraban disponibles, cediéndose letras por un importe equivalente a US\$ 41.31 millones (S/ 137.29 millones), para respaldar el presente Programa.

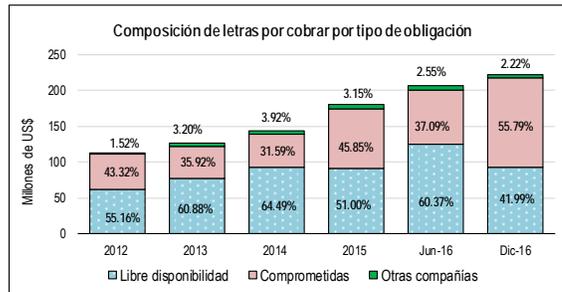
A diciembre del 2016, la cartera de letras por cobrar de LPSA asciende a US\$ 221.58 millones (incluyendo las letras por cobrar generadas por la División Inmobiliaria por US\$ 216.66 millones y por otras compañías asociadas a LPSA por US\$ 4.92 millones), presentando letras disponibles por US\$ 93.04 millones. La cartera total de letras por cobrar de LPSA ha venido mostrando un comportamiento creciente, por lo que una proyección conservadora de flujos futuros indica el adecuado cumplimiento de posibles escenarios de contingencia, ante variaciones en cualquiera de las variables que impactan en la depuración de los activos cedidos. El gráfico presentado a continuación muestra un crecimiento acumulado de 96.94% de las letras por cobrar, generadas por el Negocio Inmobiliario de LPSA, entre los años 2012 y 2016.



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 morosidad, la cual alcanzó un nivel de 0.55% al 31 de diciembre del 2016, habiendo experimentando tendencia menor o similar en los últimos períodos, como se muestra a continuación:



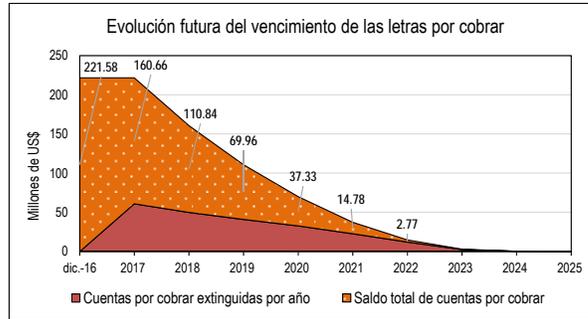
A diciembre del 2016, la cartera de letras por cobrar generadas por la División Inmobiliaria de LPSA ascendió a US\$ 216.66 millones, de las cuales US\$ 93.04 millones son de libre disponibilidad, encontrándose el saldo comprometido para el pago de obligaciones con bancos y obligaciones bonistas. Como se observa en el gráfico siguiente, entre junio y diciembre del 2016, LPSA ha experimentado un incremento en la cantidad de letras por cobrar comprometidas, lo que está vinculado a su segunda emisión del presente Programa, que involucró la cesión de un paquete de letras por cobrar para su respaldo.



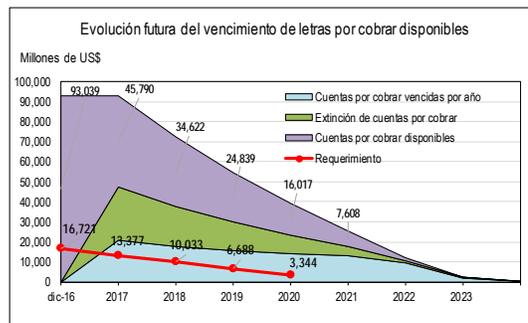
Como se observa en el gráfico, más del 40% de letras por cobrar de LPSA se encuentran permanentemente libre de compromiso. Si bien parte de las cuentas por cobrar se encuentran comprometidas para el pago de diversas obligaciones, existe holgado margen a ser utilizado por la empresa.

Bajo el escenario actual, en el cual la cartera de letras por cobrar generadas por la División Inmobiliaria de LPSA, a diciembre del 2016, ascendió a US\$ 216.66 millones, el siguiente gráfico muestra el vencimiento normal de las cuentas por cobrar, a través del tiempo. En el año 2017, vencerá alrededor de 27% de la cartera inicial observada al cierre del 2016, mientras que en el año 2018 vencerá aproximadamente 22% del saldo.

Con el propósito de simular la depuración continua de letras por cobrar, se han realizado 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 2016, US\$ 93.04 millones se encuentra libre de compromiso, lo que representa 5.56 veces el saldo en circulación de la Primera Emisión por US\$ 16.72 millones (S/ 53.14 millones). Por otro lado, la paulatina amortización de la deuda, se traduce en un menor saldo de circulación de Bonos Titulizados. Por ello, según la proyección, el paquete actual de letras por cobrar de LPSA podrá cubrir con comodidad el vencimiento de letras que conforman el Patrimonio Fideicometido de la presente Emisión.



Ello, tomando en consideración que, conforme transcurran los años, el paquete inicialmente cedido por LPSA, continuará experimentando un normal vencimiento, así como 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. Como la cartera de cuentas por cobrar de LPSA aumenta diariamente, del paquete que fue inicialmente cedido al Patrimonio Fideicometido (US\$ 41.31 millones), se han venido generando 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 *covenants* establecidos.

La paulatina generación 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 sus operaciones.

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 serán 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 serán 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 Emisión	Plazo	Fecha de Redención	Tasa de Interés
Primera Emisión	US\$ 20,065,000	US\$ 16,720,833	29/12/2015	6 años	29/12/2021	8.0938%
Segunda Emisión	US\$ 20,000,000	US\$ 19,166,667	28/09/2016	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.