

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

Sesión de Comité N° 53/2017: 14 de noviembre del 2017
Información financiera consolidada intermedia al 30 de junio del 2017

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/}
31.12.2016

Vigente
30.06.2017

AA–

AA–

Estables

Estables

^{1/} Sesión de Comité del 24.05.2017

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, donde se desempeña LPSA; (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 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 las 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.

LPSA es una empresa constituida en el año 1996, dedicada a la promoción y al desarrollo inmobiliario, operando a través de tres divisiones: División Inmobiliaria, División Estacionamientos y División Hoteles.

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.

Históricamente, LPSA ha venido registrando una tendencia creciente en sus ingresos (16.58% de promedio anual entre los años 2012 y 2016), con un ritmo de crecimiento que viene disminuyendo en los últimos periodos, de modo que en el año 2016, sus ventas totales se incrementaron 8.19%, mientras que en el primer semestre del 2017, se redujeron en 6.27%.

La División Inmobiliaria de LPSA que, en el primer semestre del 2017, sustentó 79.81% de las ventas totales, está concentrada en la oferta de proyectos de Habilitación Urbana. Los proyectos de Habilitación Urbana representan más de 70% de las ventas de dicha División, mientras que el saldo corresponde a entregas de edificaciones. Ello ha permitido que, pese a que en los últimos años, el sector inmobiliario se ha caracterizado por inferiores niveles de colocación de viviendas, las ventas de LPSA han continuado creciendo, aunque a ritmo inferior que en años anteriores.

La mayor rotación de terrenos a través de Habilitación Urbana ha permitido mejorar la generación de caja operativa de la empresa, lo que también se evidencia en el mayor EBITDA ajustado del período, que ascendió a S/ 193.81 millones, determinando un margen EBITDA, estable a través de los años (promedio de 21%).

Los esfuerzos de la empresa en reducir su exposición cambiaria a través de la concertación de deuda en soles, favorecieron la obtención de una ganancia por diferencia en cambio (S/ 13.16 millones), recuperándose de las importantes pérdidas cambiarias de años anteriores. Aún persiste la exposición cambiaria por la concertación de ventas en dólares, así como por el impacto que pudiera tener las variaciones en el tipo de cambio en sus obligaciones financieras, mayoritariamente, concertadas en dólares.

La cobertura de gastos financieros del período (EBITDA Ajustado de los últimos 12 meses, sobre Servicio de Deuda, igual a 1.44 veces) fue favorecida por las acciones tomadas por LPSA para reestructurar sus pasivos con emisiones en el mercado de capitales, buscando obtener mejor costo financiero.

El importante dinamismo de la venta de lotes de los proyectos de Habilitación Urbana de la División Inmobiliaria ha permitido que, desde el año 2013, LPSA concerte deuda titulizada, originada por letras por cobrar a través de las cuales se financian dichos proyectos a los clientes.

La Primera Emisión del presente Programa está respaldada por el Patrimonio Fideicometido conformado por flujos dinerarios provenientes de un conjunto de letras por cobrar generadas para el financiamiento de la venta de lotes. Las letras 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 vencido.

Para respaldar todas las emisiones del Segundo Programa de Bonos Titulizados, se ha constituido un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, que es considerado un patrimonio global, 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 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 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. A junio del 2017, el Ratio de Garantía ascendió a 1.30 veces y el Ratio de Cobertura a 2.51 veces.

A junio del 2017, LPSA registró una cartera de letras por cobrar ascendente a US\$ 239.84 millones, de las cuales US\$ 148.73 millones se encontraban disponibles y libres de obligaciones. Ello representó 9.37 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados (US\$ 15.88 millones), pudiendo cumplir con el paulatino reemplazo de las letras por cobrar cedidas al presente Patrimonio Fideicometido, cuando ello sea necesario.

A junio del 2017, los activos titulizados (US\$ 21.48 millones) representaron 1.35 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. 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 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, por ese momento, LPSA disponga de los flujos excedentes del Patrimonio Fideicometido. Ello proporciona mayor fortaleza al proceso de titulización.

Como factor positivo para el desarrollo del Programa de Emisión de Bonos de Titulización, se debe considerar la experiencia de LPSA en el negocio inmobiliario del Grupo Raffo.

Por su parte, la situación patrimonial de su otro principal accionista, Grupo ICA, con deterioro en su capacidad de pago internacional, determina incertidumbre respecto al futuro de su participación accionaria en la empresa originadora del presente Programa. Al respecto, la concertación de un crédito convertible con garantía prendaria con la empresa Fintech, ha permitido al Grupo ICA el pago de sus obligaciones bancarias y de las emisiones internacionales, lo cual implica un cambio en su accionista controlador. Además, el 25 de agosto del 2017 ICA presentó, con 4 de sus subsidiarias creadas como avales de préstamos, una solicitud de concurso mercantil con un Plan de Reestructura Previo, con el propósito de reestructurar sus pasivos.

Las letras por cobrar han venido generando un flujo dinerario estable y creciente, representando actualmente dos veces el monto de las letras por cobrar con que LPSA contaba al cierre del 2012 (US\$ 112.51 millones) con baja morosidad, de 0.62% a junio del 2017.

Los mayores riesgos que afectan la categoría de clasificación de riesgo asignada a los Bonos Titulizados están relacionados con factores que podrían acelerar la extinción de la cartera y que implicarían la aportación 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, de la adición de nuevas letras, por las propias características naturales de extinción en la cartera.

También existe 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 en los últimos períodos.

En el caso de disminución en la tasa de interés cobrada a los clientes, provocada por disminución en las tasas de interés de mercado, se 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 ser aplicadas a este proceso si ello fuese 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 flujos del Patrimonio Fideicometido, determinando a su vez, el deterioro en la categoría de clasificación de riesgo asignada. Ello, debido al elevado nivel de apalancamiento con el que opera hoy LPSA, de modo que su deuda financiera total representó 2.92 veces su EBITDA Ajustado de los últimos 12 meses a junio del 2017.

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, perspectiva estable, 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, al 30 de setiembre del 2017, se encuentran en circulación, US\$ 14.21 millones (US\$ 15.88 millones al 30 de junio del 2017).

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, los 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 tres unidades de negocio: (i) División Inmobiliaria, que desarrolla proyectos de habilitación urbana, multifamiliares y viviendas de interés social; (ii) División Estacionamientos, que concesiona 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 titulación son las siguientes:

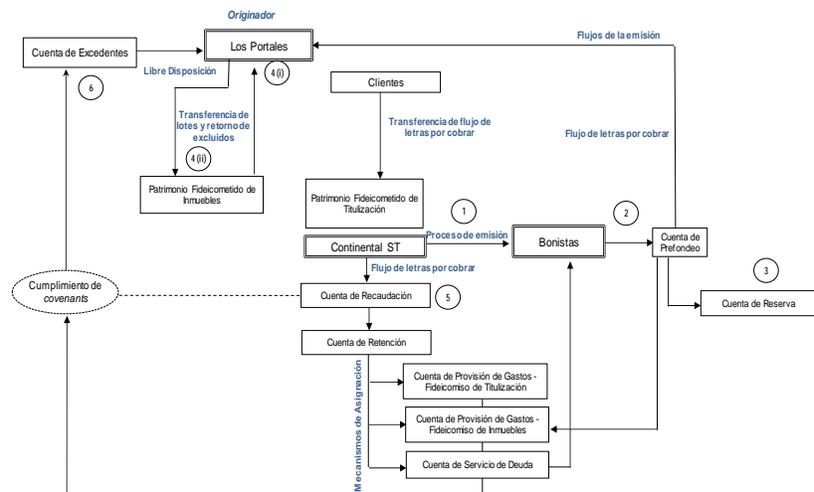
1. Los Portales S.A., en calidad de Originador, aportando los activos que conforman el Patrimonio Fideicometido (cuentas por cobrar cedidas); y en calidad de Servidor, es encargado del proceso de cobranza de las cuentas por cobrar.
2. Continental Sociedad Titulizadora, en calidad de Fiduciario, encargado 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 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., 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, fundado por la familia Brescia-Cafferata, con presencia 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, 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 30 de junio del 2017, Continental Sociedad Titulizadora administra los siguientes patrimonios fideicometidos:

- Patrimonio en Fideicomiso Instrumentos de Titulización Hipotecaria del Banco Continental, creado en el año 2007, para la emisión de Instrumentos Financieros de Titulización Hipotecaria, Preferentes por US\$ 23.75 millones y Junior por US\$ 1.25 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Aeropuertos del Perú, creado en el año 2008, por S/ 107 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso – Emisión La Chira, creado en el año 2012, por S/ 250 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Odebrecht Inversiones Inmobiliarias –Edificio Las Palmeras, creado en el año 2013, para la emisión de Bonos de Titulización, por S/ 52 millones.

- Patrimonio en Fideicomiso Los Portales – Negocio Inmobiliario, que respalda el Primer Programa de Bonos de Titulización, creado en el año 2013, para la emisión de Bonos de Titulización por US\$ 25 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Edificio Pardo y Aliaga, creado en el año 2013, como parte de un programa total de emisiones de US\$ 56 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Los Portales – Negocio Inmobiliario, el cual respalda la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización, creado en el año 2015, para la emisión de Bonos de Titulización por US\$ 20.07 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Concesionaria La Chira (Sedapal), creado en el año 2016, por S/ 253 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Reo Trus, creado en el año 2016.
- Patrimonio en Fideicomiso Los Portales – Negocio Inmobiliario, el cual respalda la Segunda Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización, creado en el año 2016, para la emisión de Bonos de Titulización por US\$ 20 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

LPSA es actualmente de propiedad de los grupos económicos Raffo e ICA, ambos dedicados a negocios inmobiliarios. Al 30 de junio del 2017, el capital social consolidado de LPSA y Subsidiarias está representado por 171,254 mil acciones comunes de S/ 1.00 de valor nominal cada una, suscritas y pagadas, las cuales se encuentran equitativamente distribuidas entre el Grupo Raffo y el Grupo ICA. En Junta General de Accionistas del 23 de marzo del 2017, se aprobó la aplicación de las utilidades del ejercicio 2016, y la distribución de dividendos por S/ 16.50 millones (S/ 0.0963 por acción), que fueron íntegramente cancelados al 30 de mayo del 2017.

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; y (iii) 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 significativa caída en su resultado neto.

El 25 de agosto del 2017 ICA presentó, con 4 de sus subsidiarias creadas como avales de préstamos, una solicitud de concurso mercantil con un Plan de Reestructura Previo, con el propósito de reestructurar sus pasivos. Por su parte, sus subsidiarias operativas continúan realizando sus actividades en forma regular.

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.

En junio del 2017, ICA firmó con la empresa Fintech, propiedad del empresario mexicano, David Martínez, un acuerdo de crédito convertible con garantía prendaria, en condiciones financieras favorables para la empresa, lo que le ha permitido pagar sus bonos internacionales y su deuda privada.

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:

Directorio	
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 diez directores entre miembros titulares, suplentes y alternos. La Plana Gerencial de LPSA ha presentado modificaciones en el año 2017 por la renuncia de algunos funcionarios, estando actualmente conformada por:

Plana Gerencial

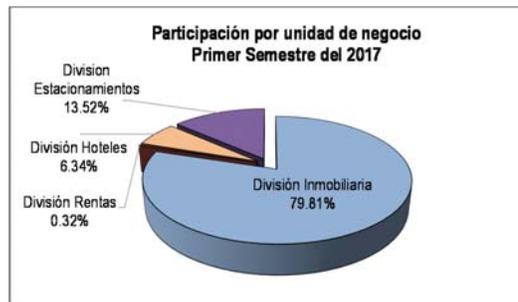
Gerente General:	Guillermo Velaochaga Raffo
Gerente Central de Administración y Finanzas:	Juan Carlos Rubio Limón
Gerente Central de Vivienda:	Wilfredo De Souza Ferreyra
Gerente de Neg. Estacionamiento:	Fernando Gómez Nato
Gerente de Neg. de Hoteles:	Eduardo Ibarra Rooth
Gerencia de Tesorería, Créditos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

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

Durante el primer semestre del año 2017, la División Inmobiliaria registró ingresos por ventas por S/ 223.22 millones, 10.70% inferiores a lo reportado en el mismo período del año 2016 (a valores constantes). Además, se registraron ingresos financieros por venta de lotes ascendentes a S/ 42.46 millones, frente a S/ 37.83 millones reportados en el primer semestre del 2016.

Las operaciones de la División se encuentran distribuidas en 9 regiones (Piura, Lambayeque, Ancash, Junín, Ica, Tacna, La Libertad, Puno y Lima), centrandó sus negocios en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, viviendas multifamiliares y viviendas de interés social, incluyendo 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 primer semestre del 2017, la División Hoteles gestionó 327 habitaciones en 6 hoteles, que permitieron generar ingresos por S/ 21.10 millones, con una ocupación promedio de 59%.

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) Arennas 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.

Durante el primer semestre del 2017, la División gestionó 191 playas de estacionamiento que sumaron 46,613 espacios, aconun promedio mensual de más de 6,814 abonados en Lima, Arequipa, Piura, Pucallpa, Cajamarca, Ica y Cusco. Reportó ingresos ascendentes a S/ 45.02 millones en el período enero-junio del año 2017.

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 junio del 2017:

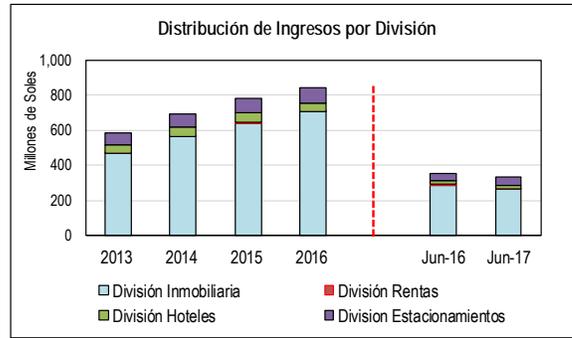
Periodo	Dic.2015	Jun.2016	Dic.2016	Jun.2017
IPM	220.1306	219.6295	224.3467	222.7721
Factor Anualizador	1.0120	1.0143	0.9930	1.0000

LPSA viene presentando una tendencia ascendente en sus ventas totales, aunque con tasa de crecimiento anual cada vez menor, en línea con el desempeño de su División Inmobiliaria, la cual sustentó 79.81% de sus ventas en el primer semestre del 2017.

Entre los años 2012 y 2016, las ventas totales de LPSA registraron un crecimiento promedio anual de 16.58%, decreciendo 6.27% a S/ 332.87 millones en el primer semestre del 2017, en relación al primer semestre del 2016. Ello se atribuye a que las ventas de la División Inmobiliaria (incluyendo financiamiento de lotes) se contrajeron 7.69% a S/ 265.68 millones, en relación al primer semestre del 2016.

Los ingresos financieros vinculados al financiamiento de lotes se incrementaron de S/ 37.83 millones durante el primer semestre del 2016 a S/ 42.46 millones durante el primer semestre del 2017. Dichos ingresos provienen de los proyectos de habilitación urbana, los cuales sustentan más del 70% de las ventas de la División Inmobiliaria de LPSA. Por su parte, la dinámica de las edificaciones de viviendas multifamiliares y de las Viviendas de Interés Social, ha sido impactada por el menor nivel general de venta de viviendas en el país.

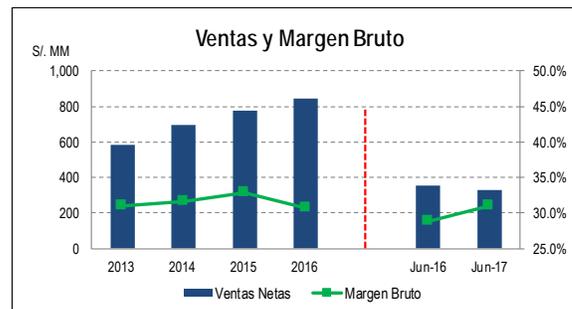
LPSA presenta adecuados niveles de eficiencia, debido a que su costo de ventas acompaña permanentemente la ejecución de crecientes operaciones en sus divisiones.



Durante el primer semestre del 2017, LPSA reportó inferior costo de ventas en su División Inmobiliaria, asociado al pago a proveedores por obras de construcción y por adquisición de tierras, incluyendo también gastos financieros necesarios para cubrir requerimientos operativos del negocio. El menor costo de ventas (-9.14%) determinó un margen de explotación de S/ 103.39 millones.

El beneficio generado por las operaciones de la empresa se reflejó en el nivel de EBITDA ajustado, ascendente a S/ 193.81 millones para los últimos 12 meses a junio del 2017, resultando en un margen EBITDA de 23.65%. El EBITDA ajustado de Los Portales continúa incrementándose reflejando la eficiencia de las operaciones de LPSA, aunque a un ritmo cada vez menor debido a que sus ventas no crecieron a los niveles de años anteriores.

En el primer semestre del 2017, LPSA registró una ganancia por diferencia en cambio de S/ 13.16 millones (S/ 14.87 millones en el primer semestre del 2016), asociada a la apreciación del Sol. Ello contrasta con las pérdidas por diferencia cambiaria que LPSA venía presentando durante los 3 últimos ejercicios, que ascendieron en conjunto a S/ 103.84 millones (a valores constantes de junio del 2017). En el año 2017, LPSA está adoptando medidas hacia la reducción de su exposición cambiaria, incrementando su financiamiento en Soles, buscando calzar los niveles de activos y pasivos en moneda extranjera. Ello, toma en consideración que la acumulación de terrenos para las operaciones de su División Inmobiliaria, se concreta en dólares y, del mismo modo, las ventas de dicha División son mayoritariamente en moneda extranjera.



Con respecto a los gastos financieros asumidos por LPSA, en el primer semestre del 2017, LPSA registró S/ 2.91 millones, frente a S/ 7.94 millones en el primer semestre del 2016. Dichos gastos financieros deducen la capitalización de intereses por S/ 28.88 millones, que fueron registrados dentro del costo de ventas. LPSA está reestructurando su deuda financiera, buscando mejorar el costo promedio de ésta y ampliar los plazos de pago, lo cual también determina la concertación de tasas más competitivas en los últimos ejercicios.

El resultado neto registrado en el primer semestre del año 2017 ascendió a S/ 27.79 millones (S/ 30.65 millones durante el primer semestre del año 2016).

A junio del 2017, los activos totales de LPSA ascendieron a S/ 1,610.18 millones (S/ 1,601.36 millones a diciembre del 2016), contando con activos corrientes por S/ 783.52 millones (48.66% de sus activos totales), los cuales fueron 5.60% inferiores a los activos corrientes registrados al cierre del 2016.

Como parte de sus activos corrientes, LPSA registró inventarios por S/ 493.13 millones, inferiores en 6.13% a los registrados al cierre del 2016 (S/ 525.35 millones), correspondiendo a: (i) terrenos destinados a desarrollo inmobiliario, (ii) proyectos inmobiliarios en desarrollo en Lima y provincias; y (iii) inmuebles terminados, con habilitación urbana y construcción, disponibles para ser vendidos. El ritmo de crecimiento de los inventarios de Los Portales se ha venido reduciendo por la mayor rotación de éstos, lo que se evidencia en menor saldo de inmuebles terminados, que son vendidos rápidamente, así como en las transferencias de terrenos hacia desarrollos inmobiliarios.

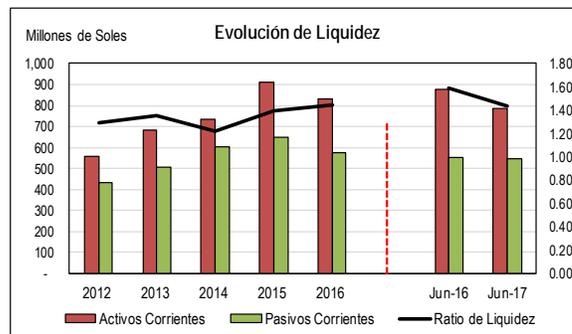
Los Portales también registró recursos líquidos en caja, que ascendieron a S/ 102.74 millones, 16.95% inferiores a los registrados al cierre del 2016, conformados por depósitos a plazo fijo y por cuentas corrientes, incluyendo un saldo de S/ 69 millones sujeto a acuerdos contractuales, que no son de libre disposición.

En relación a sus activos no corrientes, éstos ascendieron a S/ 826.67 millones, conformados, principalmente, por activo fijo ascendente a S/ 154.08 millones, y por inversiones inmobiliarias ascendentes a S/ 267.23 millones.

Los demás activos no corrientes están conformados por: inversiones en empresas relacionadas por S/ 14.03 millones (Inversiones Real Once S.A. y Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A.) y activos intangibles por S/ 41.40 millones correspondientes a cuatro contratos de concesión de playas de estacionamiento.

LPSA posee un importante nivel de cuentas por cobrar comerciales por S/ 477.34 millones (S/ 469.46 millones a diciembre del 2016), entre cuentas corrientes (29.82%) y no corrientes (70.18%). Éstas son atribuibles a documentos por cobrar por venta de inmuebles y por ventas de lotes, financiados hasta en 72 meses.

La importante participación de inventarios en la estructura activa de Los Portales, determinó un nivel de activos corrientes (S/ 783.52 millones), suficiente para el cumplimiento de sus obligaciones corrientes ascendentes a S/ 546.04 millones. A junio del 2017, LPSA registró un ratio de liquidez corriente de 1.43 veces (1.44 veces al cierre del 2016).



La adquisición de terrenos y el mayor desarrollo se proyectos de LPSA, para las operaciones de su División Inmobiliaria, vienen siendo financiados con la concertación de deuda financiera. A junio del 2017, la deuda financiera de LPSA representó 56.38% de sus pasivos totales, los cuales ascendieron a S/ 1,171.34 millones (S/ 1,176.18 millones a diciembre del 2016).

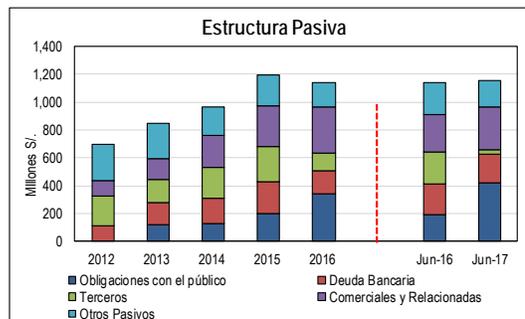
La deuda financiera ascendió a S/ 660.42 millones, representando 1.49 veces la deuda financiera con la que contaba LPSA al cierre del 2013, siendo mayoritariamente no corriente (75.42%).

A junio del 2017, la deuda financiera de LPSA comprendía emisiones en el mercado de capitales, ascendente a S/ 422.66 millones (+24.76%), importe neto de intereses devengados, correspondiente a: (i) el Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario, así como la Primera y la Segunda Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario, por un saldo en circulación conjunto de US\$ 46.72 millones a junio del 2017; (ii) Primer Programa de Papeles Comerciales de Los Portales, con un saldo, en moneda nacional, ascendente a S/ 54.65 millones y, en moneda extranjera, ascendente a US\$ 6 millones, a junio del 2017; y (iii) tres emisiones en el marco de su Primer y Segundo Programa de Bonos Corporativos Privados por un saldo ascendente a US\$ 63.71 millones.

LPSA también contó con obligaciones con bancos por S/ 201.93 millones (+18.42%), denominadas en moneda extranjera y contando con garantías constituidas por hipotecas y fideicomisos. Son prioritariamente de vencimiento no corriente (72.86%), amortizables entre los años 2018 y 2023, a una tasa entre 7% y 8.5%.

La deuda financiera también incorpora préstamos por pagar a terceros, ascendentes a S/ 35.82 millones, recibidos de personas naturales y jurídicas (fondos de inversión), que no tienen garantías específicas e involucran un costo financiero que oscila entre 9% y 15%.

LPSA también mantuvo cuentas por pagar comerciales *confirming*, con línea revolvete con descuento de facturas, que ascendieron a S/ 19.35 millones.



Al 30 de junio del 2017, el patrimonio de LPSA ascendió a S/ 438.85 millones, (S/ 425.18 millones a diciembre del 2017, a valores constantes de junio del 2017).

LPSA distribuye dividendos a sus accionistas, que ascendieron a S/ 16.50 millones, los que fueron cancelados en el mes de mayo del 2017, a cuenta de los resultados obtenidos en el año 2016.

4. MERCADO INMOBILIARIO 4.1. Actividad construcción

De acuerdo con información del Banco Central de Reserva del Perú, el PBI construcción acumuló una disminución de 4.10% entre enero y junio del 2017, respecto al mismo período del año 2016, luego de un avance de 3.5% en el mes de junio del 2017.

La actividad del sector experimentó mayor dinamismo como consecuencia del nivel de inversión privada a través de proyectos inmobiliarios, centros comerciales y locales empresariales, así como de inversión en obras públicas.

Ello se tradujo en mayor avance físico de obras y en mayor consumo interno de cemento. El dinamismo del sector construcción está sustentado en la recuperación de la inversión pública en los gobiernos sub nacionales y en el mayor dinamismo en inversiones vinculadas a grandes proyectos de infraestructura.

Por un lado, el presupuesto del Gobierno Central considera, como principales, proyectos: la construcción de la Línea 2 del Metro de Lima y Callao; la construcción de la carretera Puerto Bermúdez-San Alejandro; la integración Vial Tacna-La Paz; y la provisión de servicios para la habilitación de la nueva ciudad de Olmos.

Por otro lado, Pro Inversión ha anunciado su intención de dar en concesión proyectos por un monto ascendente a US\$ 4.3 mil millones en el periodo comprendido entre 2017 y 2018.

En los próximos años, se espera un dinamismo adicional en el sector construcción, gracias al ingreso de nuevos proyectos, entre los que destacan: Central Hidroeléctrica San Gabán III, Línea de Transmisión Aguaytía-Pucallpa 138 kV y Asignación de Tres Bloques de la Banca 698-806 MHz a nivel nacional. También existe una serie de proyectos mineros (nuevos y ampliaciones) que entrarán en ejecución e impulsará el dinamismo del sector construcción: ampliación de la Mina Marcona; mejoras en el sistema productivo de Toromocho y ampliación de la Mina Toquepala.

Es importante mencionar la promulgación, el 12 de setiembre del 2017, del Plan Integral de Reconstrucción con Cambios de las zonas más afectadas del país por el Fenómeno El Niño Costero. Dicho Plan tendrá efectos positivos en la producción del sector construcción, contemplando inversiones de alrededor de S/ 25.66 mil millones (4% del PBI nacional). El Plan involucra la ejecución de obras de rehabilitación y reconstrucción de infraestructura dañada por S/ 19 mil millones, entre otras actividades de prevención y fortalecimiento de instituciones.

La coyuntura de casos recientes de corrupción determinó incertidumbre en el desarrollo de varios proyectos de gran envergadura, situación que no termina de aclararse, con consecuencias en el crecimiento del sector construcción para el año 2017.

4.2. Oficinas

A junio del 2017, prevalece la tendencia registrada durante años anteriores, en el sector inmobiliario de oficinas, afianzándose los niveles de sobreoferta, resultando en una vacancia de 22%, de acuerdo con Colliers, en el segundo trimestre del año.

En el primer semestre del año 2017, se observaron menores ingresos de edificios de oficinas, evidenciando estabilización. No obstante, el sub-segmento de oficinas aún presenta moderados niveles de absorción e índices de vacancia.

El inventario de oficinas corporativas presenta un stock cercano a los 300 edificios, cuyo comportamiento se orientó, en mayor medida, a operaciones de renta.

De acuerdo con información de Colliers, a junio del 2017, el inventario de oficinas prime contó con 1'057.47 mil m² en 82 edificios, resultando una tasa de vacancia de 27.70%.

La vacancia total de oficinas prime estuvo distribuida, principalmente, en los mercados de: Sanhattan (29%), Nuevo Este (28%) y Magdalena (24%). Hacia el segundo semestre del año 2017, se estima el ingreso de 150 mil m² de oficinas útiles.

En relación al mercado subprime, se contó con un inventario de 1'184.70 mil m², distribuidos en 231 edificios. Dicho mercado reportó una disponibilidad de 16.20% concentrada, principalmente, en: Sanhattan (21%), Miraflores (21%) y Nuevo Este (19%). Se estima que, en el segundo semestre del 2017, se incorporen varios edificios subprime (12), actualmente por culminar su construcción, por más de 45 mil m².

Mercado Prime		
	A	A+
Precio de Renta	US\$ 17.20 por m ²	US\$ 17.33 por m ²
Precio de Venta	US\$ 1,946 por m ²	US\$ 2,274 por m ²

Mercado Subprime		
	B	B+
Precio de Renta	US\$ 14.50 – US\$ 16.75 por m ²	US\$ 13.65 – US\$ 17.55 por m ²
Precio de Venta	US\$ 1,898 por m ²	US\$ 1,921 por m ²

Fuente: Colliers

4.3. Viviendas de Interés Social

De acuerdo con información del Fondo MiVivienda, durante el primer semestre del 2017, se colocaron 3,298 créditos, 25.25% por debajo de lo colocado en el mismo período del 2016, asociados a un monto desembolsado de S/ 413 millones.

La participación de las colocaciones hipotecarios del Crédito MiVivienda en el sistema financiero fue de 14.80% en el mes de junio del 2017, siendo ello de 22.90% en el mes de diciembre del 2016.

Según datos del Fondo MiVivienda, en el primer semestre del 2017, del total de colocaciones de créditos MiVivienda, 3,224 se colocaron a través del Nuevo Crédito MiVivienda, 47 a través de Financiamiento Complementario Techo Propio, 16 mediante crédito MiConstrucción, 5 a través de MiCasa Más y 6 mediante el producto MiTerreno. La mayor cantidad de créditos MiVivienda se colocaron a través de bancos, siendo aproximadamente 71.83% del total, mientras que 9.34%, se colocan por medio de Cajas Municipales, 9.16% por medio de Financieras y 9.67% a través de Edpymes. Lima es el departamento donde se colocaron mayor cantidad de créditos, participando con más del 60% de las colocaciones del Fondo MiVivienda.

Respecto al Bono Familiar Habitacional (subsidio entregado por el Estado Peruano), los desembolsos ascendieron a 16,550 operaciones durante el primer semestre del 2017, por un monto total de S/ 310.40 millones, 36.18% por debajo de lo registrado en el mismo período del 2016.

En relación a las disposiciones del Plan de Reconstrucción con Cambios, de acuerdo con la Resolución Ministerial N° 304-2017-VIVIENDA, el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento, aprobó la entrega de alrededor de 47 mil Bonos Familiares Habitacionales a las familias damnificadas por el Fenómeno El Niño.

Con el propósito de promover la actividad construcción, el Gobierno impulsó la adopción de medidas por parte del Fondo MiVivienda, entre las que destacan: (i) ampliación del valor de las viviendas a adquirirse con el Bono del Buen Pagador (BBP); (ii) incremento del valor de las Viviendas de Interés Social a ser adquiridas con el Bono Familiar Habitacional (BFH); (iii) mejora en el proceso de desembolso del BFH; y (iv) actualización de la evolución de los precios de las viviendas beneficiarias, en función a la inflación.

Desde el año 2012, el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento, viene implementando el Programa de Mejoramiento Integral de Barrios (Decreto Supremos 004-2012-VIVIENDA), con el propósito de contribuir a mejorar la calidad de vida de la población urbana residente en barrios urbano marginales.

El Gobierno Peruano está buscando la aplicación de medidas orientadas a impulsar la edificación de Viviendas de Interés Social. Por un lado, de acuerdo con el presidente del Fondo MiVivienda, se está diseñando un nuevo producto de ahorro programado voluntario, orientado a incentivar el ahorro de la cuota inicial de créditos de Viviendas de Interés Social a través de la adjudicación de un bono adicional. Por otro lado, según el Plan Nacional de Saneamiento aprobado en el año 2017, también se estima mejorar la cobertura de agua potable y saneamiento.

De acuerdo con el Fondo MiVivienda, se proyecta promover 250 mil viviendas nuevas entre los años 2018 y 2021, con un presupuesto aproximado de S/ 4 mil millones.

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, 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 de libre disposición 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.

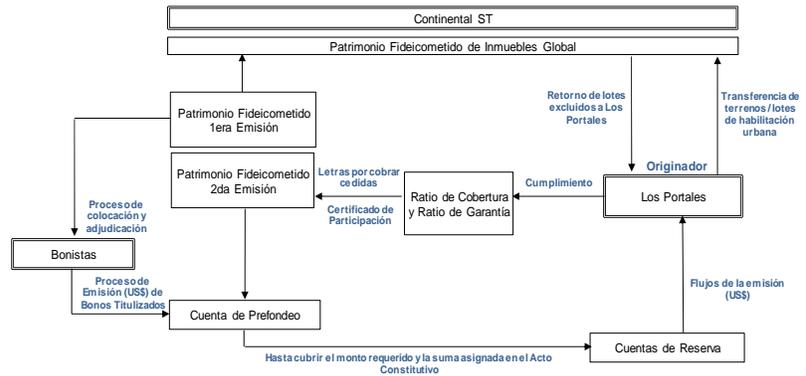
Al cierre del 2015, al momento de la Primera Emisión, la cartera de letras por cobrar de LPSA ascendía a US\$ 179.68 millones, de las cuales US\$ 91.64 millones se encontraban disponibles y libres de obligaciones. En base a ello, LPSA cedió, al momento de la constitución del presente Patrimonio Fideicometido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

Al 30 de junio del 2017, el Patrimonio Fideicometido contó con activos titulizados por S/ 70.10 millones, que representaron 1.35 veces el saldo de obligaciones comprendidas en la Primera Emisión (S/ 51.90 millones ó US\$ 15.88 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.

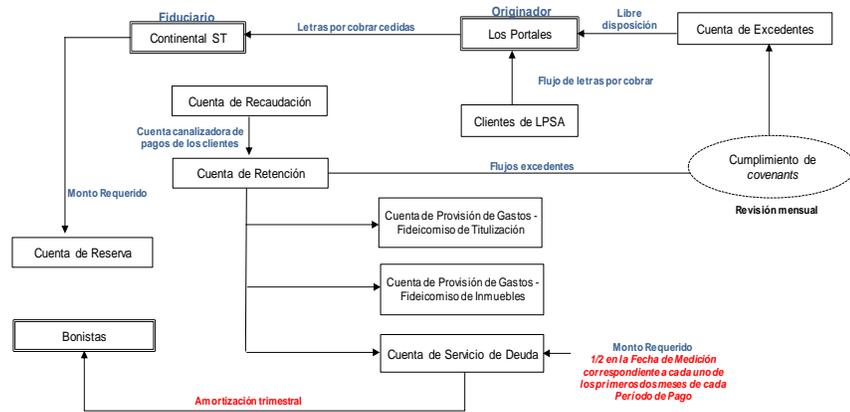
- (1) Luego del aviso de Oferta Pública, los agentes colocadores realizaron la subasta y adjudicación de los bonos que respaldan el Patrimonio Fideicometido de la Primera Emisión. Posteriormente, en la fecha de emisión, se emitieron los Bonos Titulizados, previo pago de los mismos por parte de los inversionistas. 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.



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:

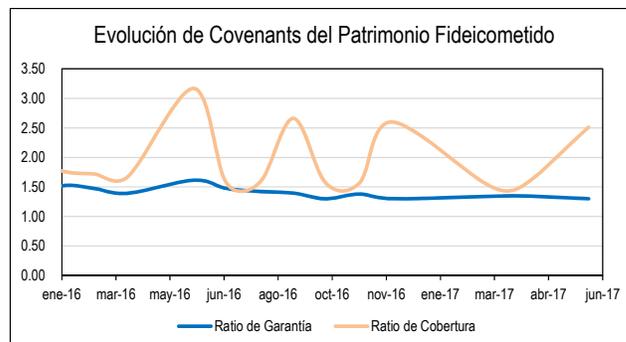
$$\frac{C_{SD} + CC \text{ hasta la próxima cuota}}{\text{Monto Requerido}} \geq 1.30 \text{ veces}$$

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. A junio del 2017, el Ratio de Garantía fue 1.30 veces y el Ratio de Cobertura fue 2.51 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)

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

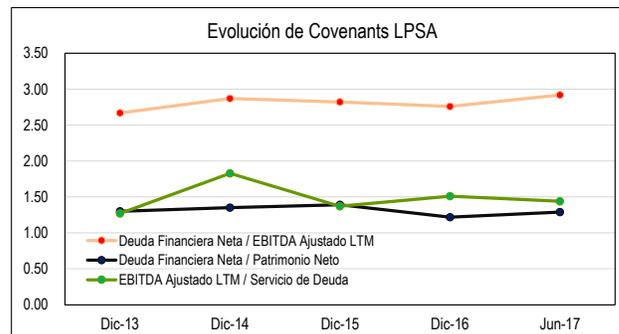
(iii)

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

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.
Deuda Financiera Neta	=	

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-14	Dic-15	Dic-16	Jun-17
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado LTM	<=3.75	2.87	2.82	2.76	2.92
Deuda Financiera Neta / Patrimonio Neto	<=1.65	1.35	1.39	1.22	1.29
EBITDA Ajustado LTM / Servicio de Deuda	>=1.30	1.83	1.37	1.51	1.44

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 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.

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.

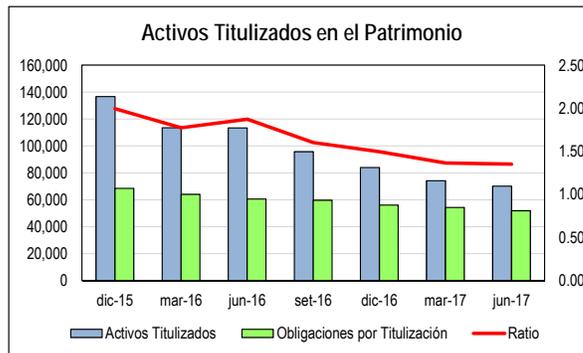
Al 30 de junio del 2017, el Patrimonio Fideicometido registró activos titulizados por S/ 70.10 millones, los cuales provienen de un saldo inicial de letras por cobrar ascendente a S/ 136.60 millones, observado a inicios del año 2016 que, en cada mes, ha sido depurado de acuerdo a los siguientes componentes:

- 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.

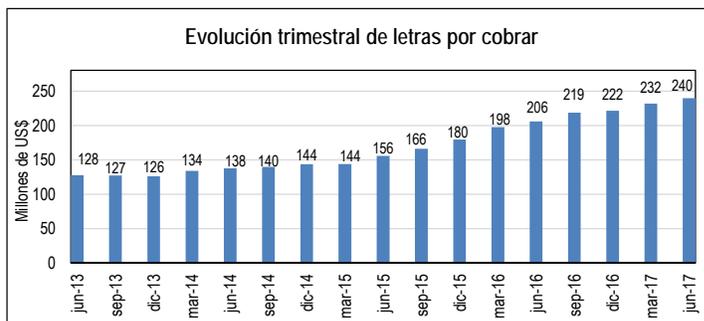
Desde la Primera Emisión del presente Programa, los activos titulizados han presentado el siguiente comportamiento, habiéndose transferido letras por cobrar equivalentes a más de 1.30 veces el saldo en circulación de los Bonos Titulizados:



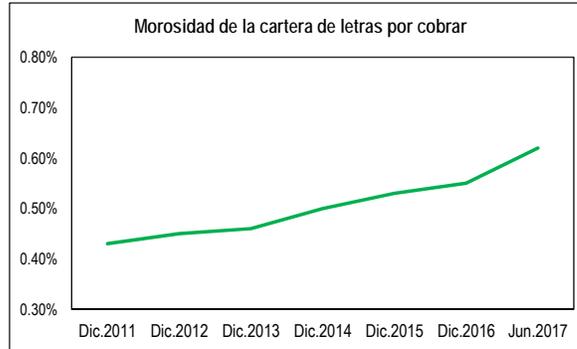
Al momento de la emisión, en diciembre del 2015, la cartera total de letras por cobrar de LPSA ascendía a US\$ 179.68 millones, de las cuales US\$ 91.64 millones se encontraban disponibles. En función a ello, se cedieron letras por un importe equivalente a US\$ 41.31 millones (S/ 137.29 millones), para respaldar el presente Programa.

A junio del 2017, la cartera de letras por cobrar de LPSA ascendió a US\$ 239.84 millones (incluyendo las letras por cobrar generadas por la División Inmobiliaria por US\$ 235.17 millones y por otras compañías asociadas a LPSA por US\$ 4.68 millones). De las letras por cobrar de la División Inmobiliaria de LPSA, la empresa presentó disponibles por US\$ 148.73 millones.

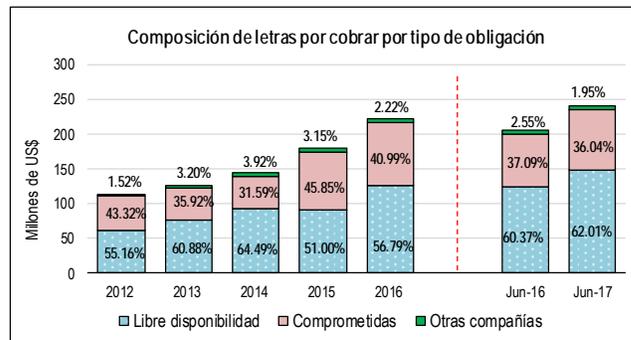
La cartera total de letras por cobrar de LPSA ha venido mostrando un comportamiento creciente, por lo que una proyección conservadora de flujos futuros indica el adecuado cumplimiento de posibles escenarios de contingencia, ante variaciones en cualquiera de las variables que impactan en la depuración de los activos cedidos. El gráfico presentado a continuación muestra que las letras por cobrar actuales representan 1.13 veces lo que representaron al cierre del 2012.



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 0.62% al 30 de junio del 2017, habiendo experimentando tendencia menor o similar (rango entre 0.45% y 0.60%) en los últimos periodos, como se muestra a continuación:

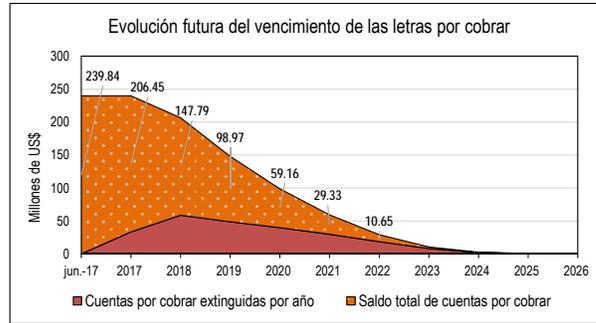


A junio del 2017, la cartera de letras por cobrar generadas por la División Inmobiliaria de LPSA ascendió a US\$ 235.17 millones, de las cuales US\$ 148.73 millones fueron de libre disponibilidad, encontrándose el saldo comprometido para el pago de obligaciones con bancos y obligaciones con bonistas. Como se observa en el gráfico siguiente, desde el año 2015, LPSA experimenta una mayor cantidad de letras por cobrar comprometidas, lo que está vinculado a sus emisiones de deuda, que involucraron la cesión de un creciente paquete de letras por cobrar para su respaldo. Dicha tendencia se estabiliza hacia el año 2017, contando con letras disponibles por 36% del total de letras por cobrar, debido al permanente aumento en su saldo en línea con el dinamismo de la División.



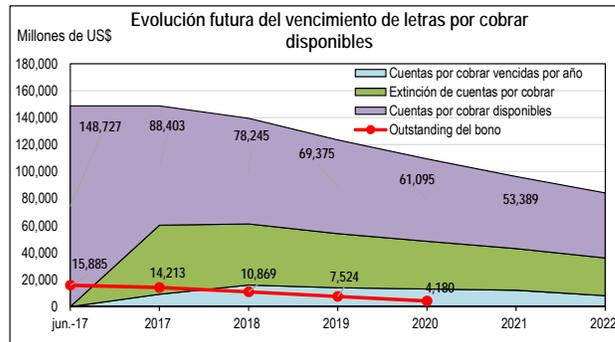
Bajo el escenario actual, en el cual la cartera de letras por cobrar generadas por la División Inmobiliaria de LPSA, a junio del 2017, ascienden a US\$ 235.17 millones, el siguiente gráfico muestra el vencimiento normal de las cuentas por cobrar, a través del tiempo. En el segundo semestre del 2017, vencerá alrededor de 13% de la cartera vigente a junio del 2017, mientras que en el año 2018 vencerá aproximadamente 24% 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 junio del 2017, US\$ 148.73 millones se encuentra libre de compromiso, lo que representó 9.37 veces el saldo en circulación de la Primera Emisión por US\$ 15.88 millones (S/ 51.90 millones). Considerando, además del saldo de principal de los Bonos, el futuro pago de los intereses trimestrales, la cartera disponible, representó 6.09 veces este importe.

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, incorporando el pago de intereses.



Conforme transcurren 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. 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. Ello implicaría necesariamente que las letras por cobrar de LPSA se incrementen a mayor velocidad, principalmente, debido a que la proporción de letras por cobrar disponibles, en relación a la totalidad de letras por cobrar generada por la División Inmobiliaria, es cada vez menor.

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 *covenants* 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 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 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.

Al 30 de setiembre del 2017:

Bonos Titulizados	Monto Colocado	Saldo en Circulación	Fecha de Colocación	Plazo	Fecha de Redención	Tasa de Interés
Primera Emisión	US\$ 20,065,000	US\$ 14,212,708	21/12/2015	6 años	29/12/2021	8.0938%
Segunda Emisión	US\$ 20,000,000	US\$ 16,666,667	29/09/2016	6 años	28/09/2022	7.50%

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.