

FUNDAMENTOS DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

Sesión de Comité N°19/2016: 12 de mayo del 2016
Información financiera auditada consolidada al 31 de diciembre del 2015

Analista: Silvana Zafrá R.
szafrá@class.pe

Los Portales S.A. y Subsidiarias ("LPSA"), es un grupo de empresas con operaciones constituida en 1996, dedicándose al sector inmobiliario, hotelero y de estacionamientos en diferentes ciudades del Perú, consolidadas en Los Portales S.A. Los accionistas de LPSA son: el Grupo Raffo, grupo familiar con más de 50 años de actividades en el mercado peruano; y el Grupo ICA, uno de los conglomerados en construcción más grandes de México, que desarrolla además actividades en otros países de Latinoamérica. Durante el año 2015, Los Portales S.A. y Subsidiarias registró ingresos por S/ 768.88 millones, generando una utilidad neta de S/ 62.16 millones. Cuenta con activos por S/ 1,596.72 millones y con un patrimonio de S/ 373.66 millones.

Clasificaciones Vigentes

Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales
Perspectivas

CLA-2+
Estables

FUNDAMENTACION

Las categorías de clasificación de riesgo, otorgadas a los instrumentos financieros emitidos por Los Portales S.A. y Subsidiarias, se explican fundamentalmente por:

- El respaldo de sus accionistas, liderados por el Grupo Raffo, que aportan sinergias por su experiencia en operaciones inmobiliarias y negocios relacionados.
- El crecimiento de sus ventas con un incremento promedio anual de 26.22% en los últimos 5 años, explicado por la diversificación alcanzada por sus negocios en distintas divisiones.
- Su modelo de negocios basado en participación en concesiones y en privatizaciones en las Divisiones Estacionamientos y Hoteles, lo que mantiene flujos de ingresos estables.
- Las oportunidades existentes en los mercados nacionales por la demanda de viviendas para los sectores socio económicos B, C y D, a través de negocios de Habitación Urbana y de Vivienda de Interés Social, que respaldan el crecimiento de la División Inmobiliaria.

Las categorías de clasificación de riesgo asignadas, también toman en cuenta factores adversos, como:

- La situación patrimonial de su accionista, Grupo ICA, por el deterioro en su capacidad de pago, encontrándose actualmente en *default*, dado el impago de su deuda internacional, determinando cierta incertidumbre respecto a su futura participación accionaria en la empresa.
- El creciente nivel de apalancamiento (3.71 veces al cierre del 2015, medido en términos de deuda financiera respecto al EBITDA ajustado), generado por la continua adquisición de deuda bancaria, emisiones de bonos y

deuda de terceros, para el financiamiento de sus operaciones.

- La exposición cambiaría que se genera por la concertación de ventas en dólares a clientes cuyos ingresos son en moneda nacional, así como el impacto que la devaluación ha tenido en sus resultados.
- Las menores perspectivas de crecimiento del sector inmobiliario en el país, caracterizado por el retraso en la ejecución de proyectos en los últimos años.

Indicadores Financieros

En miles de soles de diciembre del 2015

	2013	2014	2015
Total Activos	1,132,740	1,292,647	1,596,716
Deudores CP y LP	219,675	279,038	446,856
Existencias	490,753	539,773	576,410
Total Pasivos	839,069	954,643	1,223,056
Patrimonio	293,671	338,004	373,660
Ventas Netas	578,411	685,144	768,876
Resultado Operacional	122,628	120,826	160,487
Gastos Financieros Netos	(10,394)	(10,921)	(12,538)
Utilidad neta	48,238	47,685	62,161
Res. Operacional / Ventas	21.20%	17.64%	20.87%
Utilidad / Ventas	8.34%	6.96%	8.08%
Rentabilidad patrimonial	19.12%	15.10%	17.47%
Rentabilidad / Activos	4.26%	3.69%	3.89%
Liquidez corriente	1.35	1.22	1.42
Liquidez ácida	0.30	0.30	0.51
Pasivos Totales / Patrimonio	2.86	2.82	3.27
Pasivos Corrientes/Pasivos Totales	59.48%	62.47%	52.71%
Índice de Cobertura Histórico	3.82	4.55	2.69
Ingresos Div. Inmobiliaria	79.85%	81.08%	74.75%
Ingresos Div. Estacionam.	11.38%	11.15%	15.58%
Ingresos Div. Hoteles	8.49%	7.49%	9.23%
Ingresos Div. Rentas	0.29%	0.29%	0.44%

*Para el análisis, las cifras han sido ajustadas a soles constantes de diciembre del 2015

- La situación de competencia existente, tanto en el sector inmobiliario, como en el de construcción, denotada por la participación de nuevos operadores y por la situación actual de exceso de oferta de viviendas y oficinas, en algunos sectores sociales.

LPSA diversifica sus operaciones en: desarrollo y promoción de negocios inmobiliarios, habilitación urbana, alquiler de oficinas, estacionamientos, así como en la prestación de servicios hoteleros. Su estructura organizacional consolidada está conformada por Los Portales S.A. y cinco subsidiarias. Para la gestión de sus operaciones, opera a través de cuatro divisiones de negocios que, durante el año 2015, generaron ingresos por S/ 768.88 millones, 12.22% superiores a los obtenidos durante el año 2014 (S/ 685.14 millones). En el 2015, LPSA venció su participación en *Strip Centers del Perú S.A.*, soporte de la División Rentas, a su socio Parque Arauco, con el propósito de afianzar sus negocios básicos. Durante el 2015, se registró menor ritmo de crecimiento en sus dos principales negocios (División Inmobiliaria y División Estacionamientos), que crecieron en 12.72% y 3.61%, respectivamente, frente a un crecimiento promedio anual de 29.85% y 16.23%, respectivamente, entre los años 2011 y 2014.

Las operaciones de LPSA le permitieron generar un EBITDA ajustado de S/ 183.55 millones, superior al del 2014 (S/ 159.79 millones) y un margen EBITDA ajustado de 23.87%, por mayores eficiencias operativas que permitieron diluir costos.

La mayor pérdida por diferencia en cambio registrada (+100.60%) por S/ 71.25 millones surge de la importancia de sus pasivos financieros en moneda extranjera, que se reflejó en una posición pasiva neta de US\$ 158.50 millones al cierre del 2015. Además, la devaluación en el tipo de cambio acrecienta el riesgo potencial de financiar a clientes finales cuyos ingresos son generados en moneda nacional.

A pesar de la mayor adquisición de deuda financiera y de la pérdida por diferencia cambiaria, LPSA obtuvo una utilidad neta de S/ 62.16 millones, 30.36% superior a la obtenida durante el 2014 (S/ 47.69 millones).

Las existencias constituyen el principal componente de los activos totales, los cuales ascendieron a S/ 1,596.72 al cierre del 2015. Estas corresponden a terrenos destinados a habilitaciones urbanas, los que vienen creciendo a menor ritmo en relación a años anteriores, entre otros factores, por el mayor costo de adquisición, afectando el nivel de acumulación de terrenos para el desarrollo futuro de obras de la División Inmobiliaria.

LPSA registró cuentas por cobrar comerciales por S/ 413.10 millones, 60.75% superiores al monto generado al cierre del 2014 (S/ 256.98 millones), correspondientes a facturas por

cobrar por venta de inmuebles y a letras por cobrar por ventas financiadas de la División Inmobiliaria.

LPSA obtiene financiamiento, principalmente, a través de: obligaciones con el público, deuda bancaria nacional e internacional, y obligaciones con terceros. Esta totalizó S/ 680.37 millones al cierre del 2015 (S/ 510.74 millones al cierre del 2014). La mayor adquisición de deuda proveniente del mercado de capitales (+60.96%) y con terceros (+14.71%), originó mayores gastos financieros (+14.81%), determinando un elevado nivel de apalancamiento en relación a su EBITDA ajustado (3.71 veces al cierre del 2015).

Sus obligaciones vigentes con el público comprenden: (i) Primer Programa de Bonos Titulizados de la División Inmobiliaria por un saldo en circulación de S/ 60.26 millones; (ii) Segundo Programa de Bonos Titulizados de la División Inmobiliaria por un saldo en circulación de S/ 68.51 millones; (iii) Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo por un saldo en circulación ascendente a S/ 60.18 millones; y (iv) Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada, por S/ 17.41 millones.

La empresa presenta una tendencia creciente de adquisición de deuda que, si bien no se refleja en sus gastos financieros, entre otros factores, por la estructuración de financiamientos a través de fideicomisos, su magnitud compromete los flujos futuros de negocios que no presentan el mismo ritmo de crecimiento que en años anteriores. Al respecto, LPSA se encuentra en proceso de reestructuración de sus pasivos, con el propósito de reemplazar la deuda que mantiene con terceros, a través de la adquisición de deudas a menor costo relativo.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la categoría de clasificación de riesgo, asignadas a los instrumentos financieros bajo responsabilidad de Los Portales se presentan estables, tomando en consideración el desempeño histórico de sus principales negocios, División Inmobiliaria y División Estacionamientos. Sin embargo, las condiciones actuales que enfrentan los sectores donde opera, han repercutido en el moderado avance de sus divisiones durante el año 2015. Además, el permanente incremento de sus pasivos, compromete los flujos futuros de la empresa, presentando una ajustada cobertura de deuda financiera y un importante costo relativo que ello implica.

El deterioro en la capacidad de pago del grupo ICA afecta el respaldo patrimonial de Los Portales y genera incertidumbre respecto de su participación accionaria, aunque ello es mitigado por el hecho de que las operaciones del Grupo ICA no afectan la operatividad actual de Los Portales.

1. Descripción de la Empresa

Los Portales S.A. se creó sobre la base de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A. ("CILPSA"), empresa constituida en marzo de 1996, y que surgió como consecuencia de la alianza estratégica entre: (i) LP Holding S.A., empresa vinculada a la actividad inmobiliaria desde 1930; e (ii) Ingenieros Civiles Asociados (ICA) de México, una de las más importantes constructoras de México. La empresa se dedica al desarrollo y promoción de negocios inmobiliarios, habilitación urbana, *strip malls*, centros comerciales, así como a servicios turísticos y hoteleros. En setiembre de 1999, la Junta General de Accionistas (JGA) de CILPSA acordó la fusión por absorción con su subsidiaria Los Portales Consorcio Hotelero S.A. En febrero del 2000, se acordó cambiar la denominación social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A. a Los Portales S.A. ("LPSA"), nombre con el cual opera actualmente.

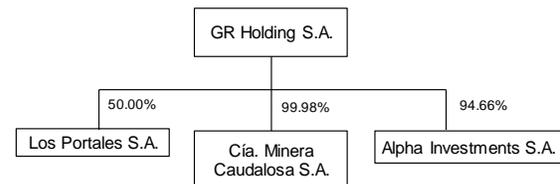
A lo largo de su vida útil, LPSA ha atravesado por fusiones y por diferentes procesos de reorganización societaria: (i) en diciembre del 2005, se aprobó la fusión por absorción de la empresa Constructora ICA Perú S.A.; (ii) en agosto del 2009, se aprobó la fusión por absorción de tres subsidiarias (Los Portales Negocios Inmobiliarios S.A.C., Promotora Huampaní S.A.C. y Promotora Golf S.A.C.); (iii) en abril del 2010, se acordó la escisión de un bloque patrimonial constituido por las acciones de Inversiones Centenario S.A.A., el mismo que fue aportado a una sociedad pre-existente y se aprobó la fusión por absorción de la subsidiaria Constructora Los Portales S.A. y las empresas vinculadas Inversiones en Inmuebles S.A. ("INISA") e Inversiones de Estacionamientos S.A. ("IESA"); y (iv) en noviembre del 2011, se aprobó la fusión por absorción de la subsidiaria Los Portales Estacionamientos S.A.C. Las actividades objetivo de LPSA comprenden: (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; (v) prestación de servicios turísticos, hoteleros y de hospedaje; y (vi) operaciones de carácter comercial y financiero necesarias para los fines de la empresa.

a. Propiedad

Al 31 de diciembre del 2015, el capital social consolidado de LPSA y Subsidiarias está 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 el Grupo Raffo y el Grupo ICA.

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 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., dedicada a negocios inmobiliarios de vivienda multifamiliar y habilitación urbana, hoteles y estacionamientos, entre otros; (ii) Compañía Minera Caudalosa, dedicada a actividades mineras, principalmente a la producción de concentrados de plomo, zinc y cobre; (iii) y Alpha Investments S.A., dedicada a brindar servicios financieros.



El Grupo ICA, por su parte, conglomerado de empresas en el sector construcción mexicano, con más de 60 años de presencia en el mercado mexicano, opera a través de las siguientes líneas de negocios: construcción, ingeniería, infraestructura, vivienda, transporte y saneamiento. 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.

Su matriz (Empresas Ica S.A.B. de C.V.) cotiza sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores y en el New York Stock Exchange (NYSE).

Empresas Ica se ha consolidado, a través de los años, como la constructora líder en México, habiendo obtenido la asignación de diversos contratos de concesión de grandes obras públicas en el país. Entre los años 2013 y 2015, Ica registró bajos niveles de ventas por la contracción del sector construcción en México, por lo que debido a los importantes requerimientos de efectivo para atender necesidades de capital de trabajo y de sus deudas de corto plazo, le ha impedido generar resultados netos positivos desde el año 2013.

Durante el año 2015, el menor gasto del gobierno de México, ocasionó menor avance de proyectos de infraestructura, lo que impactó en la asignación 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, provocando que la empresa registre una importante caída en su resultado neto.

Las deudas de Empresas Ica corresponden a 350 millones de dólares en tres emisiones de bonos. En noviembre del 2015, Empresas Ica S.A.B. de C.V. anunció la utilización de un periodo de gracia de 30 días para realizar el pago de intereses por US\$ 31 millones de uno de sus bonos por US\$ 700 millones.

A la fecha, Empresas Ica se encuentra evaluando un acuerdo privado con sus acreedores para la reestructuración de su deuda por el actual incumplimiento de US\$ 60 millones en intereses de bonos. Además, tiene prevista una solicitud de concurso mercantil, como protección contra sus acreedores, para aislar del proceso a algunas de sus subsidiarias.

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. (abril del 2016)	
S&P	D/NM
Moody's	Caa3/Negativas

b. Empresas Subsidiarias y Afiliadas

Al 31 de diciembre del 2015, LPSA cuenta con las siguientes subsidiarias, en donde tiene participación accionaria mayoritaria:

- (i) **Inversiones Nueva Etapa S.A.C.**, subsidiaria constituida en marzo del 2013.
Se encarga de desarrollar proyectos de vivienda de interés social, bajo el programa gubernamental Techo Propio y MiVivienda. Al 31 de diciembre del 2015, la participación accionaria de LPSA es 99.98%.
- (ii) **Consorcio Los Portales S.A.**, subsidiaria constituida en junio del 2002.
Se dedica a: inversiones y negocios inmobiliarios; habilitación urbana: denuncia agrícola y urbano; construcción, compra y venta de bienes muebles e inmuebles; y prestación de servicios de administración y asesoría gerencial. Al 31 de diciembre del 2015, la participación accionaria de LPSA es 99.99%.
- (iii) **Consorcio de Estacionamientos Gamarra S.A.**, subsidiaria constituida en el 2013 para la ejecución de la concesión otorgada por la Municipalidad Distrital de La Victoria para el desarrollo de un proyecto de estacionamientos subterráneos en el llamado Damero de Gamarra, actualmente en etapa pre operativa. Al 31 de diciembre del 2015, la participación de LPSA es 99.99%.
- (iv) **Los Portales Construye S.A.C.**, subsidiaria constituida en el 2013, que se especializa en la ejecución de

proyectos multifamiliares. Al 31 de diciembre del 2015, la participación de LPSA es 99.00%.

- (v) **LP USA S.A.**, subsidiaria adquirida en agosto de 2013 a GR Holding S.A.
Se encarga de realizar inversiones y negocios de promoción y desarrollo en Estados Unidos de Norteamérica, principalmente en Houston, Texas. Al 31 de diciembre del 2015, la participación de LPSA en LP USA es de 99.99%

Además, LPSA tiene una participación minoritaria en las siguientes empresas:

- (i) **Inversiones Real Once S.A.**, empresa afiliada a LPSA, propietaria del edificio de estacionamientos "Real Once", ubicado en el Centro Empresarial Camino Real. Al 31 de diciembre del 2015, LPSA mantiene una participación de 28.57% en el capital social de Inversiones Real Once S.A., empresa en la que también participa Centenario S.A.A. y Negocios e Inmuebles S.A.
- (ii) **Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A. - CEMSA**, empresa afilada encargada de la construcción, desarrollo y operación del futuro estacionamiento subterráneo bajo las calles Lima y Virgen Milagrosa en el distrito de Miraflores.
Al 31 de diciembre del 2015, LPSA cuenta con 49.00% de participación en esta empresa.

En diciembre del 2015, LPSA realizó la venta de su participación en la empresa *Strip Centers del Perú S.A.* al Grupo Parque Arauco con el propósito de reorientar su enfoque hacia sus negocios objetivo.

c. Estructura administrativa

El Directorio de LPSA está integrado por ocho miembros titulares y dos suplentes, los que representan al Grupo Raffo y al Grupo ICA.

La conformación actual del Directorio fue aprobada en Junta General de Accionistas del 17 de marzo del 2016 para el ejercicio 2016.

Directorio

Presidente:	Ernesto Raffo Paine
Directores:	Diego Quintana Kawage (*) Alonso Quintana Kawage (*) Ernesto Fernandini Raffo Bernardo Quintana Isaac (*) Rodrigo Quintana Kawage (*) Guillermo Velaochaga Raffo Alberto Pescetto Raffo
Director Suplente:	Rubén López Barrera (*) Eduardo Ibarra Díaz Ufano

(*) Representantes Grupo ICA.

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

La conformación del Comité Ejecutivo del año 2016 fue establecida en Junta General de Accionistas del 17 de marzo del 2016:

Comité Ejecutivo

Miembros Titulares:	Ernesto Raffo Paine Guillermo Velaochaga Raffo Alejandro Vargas Reyes(*) Diego Quintana Kawage (*)
Miembros Suplentes:	Alberto Pescetto Raffo Ernesto Fernandini Raffo Rodrigo Quintana Kawage (*) Alonso Quintana Kawage (*)

(*) Representantes Grupo ICA.

Plana Gerencial

Gerente General:	Guillermo Velaochaga Raffo
Gerente Central de Neg. Vivienda:	Wilfredo De Souza Ferreyra
Gerente de Neg. de Hoteles:	Luis Gómez Corthorn
Gerente de Neg. Estacionamiento:	Eduardo Ibarra Rooth
Gerente de Tesorería y Finan.:	Fernando Gómez Nato
Gerente de Planeamiento:	Juan García Apac
Gerente de Contabilidad:	Juan Izaguirre Alegre
Gerente Legal:	María Mendoza Franco

Cada una de las divisiones de LPSA es operativamente independiente de las otras, pero es apoyada por una estructura matricial que centraliza las áreas de: Administración, Créditos y Cobranzas, Capital Humano, Contabilidad, Finanzas, Legal, Marketing y Tecnología de la Información, permitiendo consolidar sinergias que se presentan entre las 4 divisiones operativas de la empresa.

d. Contratos de Fideicomiso

Con el fin de asegurar el cumplimiento de los compromisos asumidos con diferentes entidades bancarias, LPSA ha suscrito contratos de fideicomiso sobre diversos inmuebles de su propiedad:

- (i) **Fideicomiso Fiduciaria GBC S.A. (Fiduperú)**, suscrito en diciembre del 2010 mediante Escritura Pública de Constitución de Fideicomiso de Administración de Fondos y Garantía. Se encuentra suscrito entre Los Portales S.A., Fiduciaria GBC S.A., Banco Santander Perú S.A. y Santander Overseas INC. El objetivo del patrimonio fue respaldar la deuda adquirida con Santander Overseas, para el financiamiento del proyecto de Playas de Estacionamiento Cáceres y Derteano, cuyo plazo vence en el año 2019.

Los Portales S.A. transfirió a Fiduciaria GBC S.A. el dominio fiduciario sobre los derechos, flujos y demás bienes que conforman el patrimonio fideicometido, constituido por los flujos de las Playas de Estacionamiento Cáceres y Derteano para garantizar las obligaciones mantenidas con el fideicomisario. Al 31 de diciembre del 2015, los activos administrados dentro del Patrimonio en Fideicomiso ascendieron a US\$ 5 millones.

- (ii) **Fideicomiso Continental Sociedad Titulizadora S.A. I**, suscrito en diciembre del 2012 entre Los Portales S.A. en calidad de Servidor y Originador y Continental Sociedad Titulizadora S.A. en calidad de Fiduciaria, cuyo plazo de existencia es de 8 años. El patrimonio tiene como propósito respaldar la oferta pública de la "Primera Emisión de Bonos de Titulización de cuentas por cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario", de manera que los flujos que generan las cobranzas realizadas sirvan exclusivamente para cumplir con las condiciones de emisión de los bonos titulizados. La oferta se realizó por un valor de US\$ 25.00 millones, los cuales fueron adjudicados en su totalidad.

Los activos que conforman el patrimonio son los siguientes: (i) cuentas por cobrar originadas por los contratos de compraventa garantizada suscritos con sus clientes por la venta de los lotes de proyectos de habilitación urbana, las cuales se encuentran respaldadas en letras de cambio aceptadas por sus clientes; y (ii) lotes en los cuales se han desarrollado negocios inmobiliarios de habilitación urbana cuyas ventas originaron las referidas cuentas por cobrar. Los Portales S.A. realiza las actividades de cobranza de las cuentas por cobrar cedidas, excepto por las letras de cambio que son ingresadas al BBVA Banco Continental quien realiza la custodia de las mismas, lo cual se encuentra indicado en el Contrato Marco. Al 31 de diciembre del 2015, los activos administrados dentro del Patrimonio en Fideicomiso ascendieron a US\$ 23.40 millones.

- (iii) **Fideicomiso Continental Sociedad Titulizadora S.A. II**, suscrito en diciembre del 2015 entre Los Portales S.A., Continental Sociedad Titulizadora S.A. y BBVA Banco Continental, para respaldar el "Segundo Programa de Bonos de Titulización de cuentas por cobrar – Negocio Inmobiliario". El fideicomiso consiste en la transferencia fiduciaria de flujos dinerarios provenientes de un conjunto de cuentas por cobrar, generadas por el financiamiento de la venta de lotes, que servirán para garantizar el

pago de los Bonos de Titulización. En la Primera Emisión, se colocaron US\$ 20 millones.

- (iv) **Fideicomiso La Fiduciaria S.A.**, suscrito en abril del 2012, entre la Corporación Interamericana para el Financiamiento de Infraestructura S.A. – CIFI, Los Portales S.A. y La Fiduciaria S.A.

El íntegro del Patrimonio Fideicometido servirá para respaldar el cumplimiento de las obligaciones asumidas por LPSA frente a CIFI establecidas en el contrato, para el desarrollo del negocio hotelero.

Los Portales transfirió en dominio fiduciario a La Fiduciaria: (i) los derechos de cobro de tarjetas de crédito por pagos efectuados por los clientes de los Hoteles LP de Chiclayo, Cusco, Piura y Tarma, así como los fondos o flujos que correspondan ser liberados a favor de LPSA y los derechos de cobro correspondientes a pólizas de seguros, según corresponda; y (ii) los inmuebles y bienes muebles correspondientes a los Hoteles LP Tarma y Piura. Al 31 de diciembre del 2015, el patrimonio en administración ascendió a US\$ 4.7 millones.

- (v) **Fideicomiso La Fiduciaria S.A. – Hotel Country Club Lima**, suscrito entre Los Portales S.A. y La Fiduciaria, para la contraprestación por alquiler del Usufructo del Hotel Country Club Lima Hotel.

Los fideicomisarios, son los siguientes, ordenados según el nivel de prelación de pagos de cada uno: (a) Asociación Real Club de Lima (propietaria del Country Club Lima Hotel); y (b) Fideicomiso Corporación Interamericana para el Financiamiento de Infraestructura, S.A. – CIFI.

- (vi) **Fideicomiso Grupo Coril Sociedad Titulizadora S.A.**, suscritos en marzo del 2013, como Fideicomiso de Titulización que respalda la emisión de Bonos de Vivienda, hasta por US\$ 10 millones. El propósito es adquirir activos inmobiliarios y desarrollar proyectos inmobiliarios en la ciudad de Tacna.

Al 31 de diciembre del 2015, los activos administrados por el Patrimonio Fideicometido ascendieron a US\$ 4.7 millones.

Además, LPSA ha celebrado los siguientes contratos de concesión:

- (i) Con la Municipalidad de San Isidro por un plazo de 30 años, a partir de 1998, por la remodelación del Boulevard Dionisio Derteano en los que la empresa ha desarrollado estacionamientos subterráneos. Por esta concesión la Municipalidad tiene derecho a una retribución porcentual sobre los ingresos brutos que genera la concesión.

- (ii) Con la Municipalidad de San Isidro, en contrato con DELBRASA, suscrito en 1997, por 30 años, renovable, para el proyecto “Remodelación del Parque Andrés Avelino Cáceres”, para 545 cocheras.
- (iii) Contrato de Concesión de la Playa de Estacionamiento Ovalo Gutiérrez, LPSA, mediante fusión por absorción de Inversiones de Estacionamientos S.A. el 2 de junio de 2010, la Compañía adquirió la concesión de la playa de estacionamiento del Ovalo Gutiérrez, por un plazo de 21 años, hasta el año 2027.
- (iv) Contrato de Concesión de la Playa de Estacionamiento del Estadio Nacional, suscrito el 22 de Agosto de 2011 con Instituto Peruano del Deporte - IPD, mediante el cual se otorgó en Concesión la operación y el mantenimiento de la Playa de Estacionamiento del Estadio Nacional por el plazo de 10 años, hasta el año 2021.

2. Negocios

LPSA se dedica a la ejecución de inversiones y negocios de promoción y desarrollo inmobiliario, a la operación de playas de estacionamiento de terceros o propias, y a la prestación de servicios turísticos, hoteleros y de hospedaje. Con la finalidad de desarrollar de manera ordenada estas diferentes actividades, LPSA opera a través de cuatro divisiones: Vivienda, Rentas, Hoteles, y Estacionamientos.

a. División Inmobiliaria

La División Inmobiliaria generó ingresos por ventas ascendentes a S/ 576.73 millones durante el año 2015, registrándose además ingresos financieros por el financiamiento de lotes por S/ 56.65 millones.

Durante el año 2015, se entregaron más de 635 mil m² en lotes de habilitación urbana, y se registró una producción comercial cercana a los 512 mil m² en proyectos a ser entregados entre los años 2016 y 2017. Actualmente, LPSA cuenta con 51 proyectos en ejecución.

La cartera de cuentas por cobrar está conformada por letras provenientes del financiamiento directo otorgado a clientes por la adquisición de lotes de terreno.

Ésta ascendió a diciembre del 2015 a US\$ 179.68 millones y registró un ratio de morosidad global de 0.60%. Los Portales mantiene la reserva de dominio en garantía de la cancelación total del precio de venta de los inmuebles vendidos a plazos a los clientes.

Las operaciones de la División se encuentran distribuidas en 7 regiones (Piura, Lambayeque, Ancash, Junín, Ica, Tacna y Lima).

La División centra sus negocios en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana: viviendas multifamiliares;

viviendas de interés social para sectores socioeconómicos B, C y D, mayormente, bajo los programas Techo Propio y MiVivienda; y proyectos de vivienda secundaria (casas de campo y estacionamientos).

Los Portales se ha posicionado como empresa líder en los negocios de Habilitación Urbana primaria y secundaria y de Viviendas de Interés Social.

El segmento de Habilitación Urbana está enfocado en el desarrollo de terrenos para venta de lotes con instalaciones de servicios básicos (agua, desagüe y electricidad).

Por su parte, las Viviendas de Interés Social operan a través de los productos Techo Propio y MiVivienda para el otorgamiento de viviendas unifamiliares, dirigidos al nivel socioeconómico D.

b. División Rentas

La División de Rentas se creó en el año 2010, dedicándose a: (i) habilitación de centros comerciales; y (ii) gestión de arrendamientos de locales comerciales y de oficinas propiedad de la Compañía.

En diciembre del 2015, LPSA vendió su participación accionaria en Strip Centers del Perú al Grupo Parque Arauco con el propósito de reorientar su enfoque hacia sus negocios objetivos básicos.

Durante el año 2015, la División Rentas generó ingresos por S/ 2.19 millones, principalmente, por el alquiler de oficinas.

c. División Hoteles

La División Hoteles comprende: (i) operación y administración de hoteles propios y de terceros, bajos las marcas de lujo (Hotel Country Club) y corporativo (Los Portales Hoteles); (ii) prestación de servicios vinculados al negocio de alimentos y bebidas, banquetes y eventos dentro de los establecimientos operados; y (iii) servicio de *Telemarketing*, que maneja y administra los servicios de call center y televentas, brindando soporte a todas las unidades de la empresa.

Durante el año 2015, la División Hoteles gestionó 327 habitaciones en 6 hoteles, que le permitieron generar ingresos por S/ 54.19 millones, con una ocupación promedio de 59%.

Al cierre del 2015, LPSA opera 6 establecimientos hoteleros: (i) Country Club Lima Hotel en San Isidro, Lima; y (ii) cinco hoteles en provincias bajo la marca *Los Portales Hoteles* (Tarma, Chiclayo, Cusco, Piura y Máncora).

- **Country Club Lima Hotel**, operado por LPSA desde 1997 por medio de un contrato de concesión operativo hasta el año 2029. Se trata de un hotel de lujo, con capacidad de 83 habitaciones disponibles, 10 salones para eventos, un restaurante gourmet y un bar.

El hotel forma parte de *The Small Leading Hotels of the World*. Durante el año 2015, LPSA invirtió de manera

importante en la remodelación del *Restaurante Perroquet*, ubicado al interior del hotel.

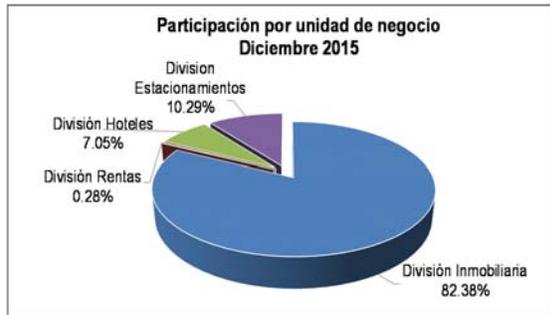
- **Hotel Los Portales Piura**, adquirido en el marco del proceso de privatización de los hoteles de turistas de propiedad del Estado Peruano. Se encuentra ubicado en la Plaza de Armas de la ciudad de Piura, contando con 87 habitaciones, luego de la entrada en operación de 46 nuevas habitaciones en el 2014.
- **Hotel Los Portales Tarma**, adquirido también en el marco del proceso de privatización de los hoteles de turistas de propiedad del Estado Peruano. Cuenta con 45 habitaciones y se encuentra ubicado a pocos metros de la Plaza de Armas de Tarma. Las habitaciones fueron totalmente remodeladas en el 2011.
- **Hotel Los Portales de Chiclayo**, inició operaciones en marzo del 2010, en base a un Contrato de Usufructo suscrito con la empresa Naymlap Inn S.A.C. hasta el 2029. Cuenta con 40 habitaciones, y está dirigido a ejecutivos y turistas.
- **Hotel Los Portales Cusco**, opera en base a un Contrato de Usufructo suscrito con Cadena Hotelera Turística Cusco S.A. hasta el año 2030. Las 50 habitaciones de este hotel han sido totalmente renovadas, al igual que otras áreas del establecimiento, y está dirigido al segmento de turistas medios y ejecutivos que viajan por negocios al Cusco.
- **Arenas de Máncora, Piura**, opera con un contrato suscrito con Inversiones Costa Norte S.A. en noviembre del 2012, por el cual se entregó a Los Portales la gerencia de la operación y de la administración del hotel por un plazo de 15 años. Este hotel inició operaciones en agosto del 2013. Está ubicado adyacente a la zona denominada Pocitas, contando con 22 habitaciones de lujo con vista al mar y una gran extensión de áreas verdes.

d. División Estacionamientos

Los Portales S.A. es la empresa líder en la administración de playas de estacionamientos y de servicio de Valet Parking de 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 de Valet Parking, Publicidad Indoor, Soluciones Tecnológicas y Equipamiento, Diseño y Arquitectura de Estacionamientos, entre otros.

Durante el año 2015, la División gestionó 225 playas de estacionamiento que sumaron 43,399 espacios, un

promedio mensual de 6,627 abonados distribuidos en Lima, Arequipa, Piura, Trujillo y Chiclayo. Ello reportó ingresos ascendentes a S/ 79.12 millones durante el año 2015. La Unidad de Estacionamientos es intensiva en la gestión de recurso humano, reconociendo al capital humano como eje central de operaciones, lo cual se confirma formando parte de la Asociación ABE (Asociación de Buenos Empleadores). Asimismo, la empresa NSF ha ratificado, en el año 2014, la certificación ISO 9001:2008, siendo la primera empresa de estacionamiento del Perú en lograr dicha certificación. Entre los principales acuerdos, LPSA mantiene contratos de concesión por las playas de estacionamientos de: Dionisio Derteano, Andrés A. Cáceres, Óvalo Gutierrez, y Estadio Nacional. Además, cuenta con la adjudicación de dos concesiones de estacionamientos subterráneos que se encuentran en proceso de construcción y desarrollo, a través de las empresas: Consorcio de Estacionamientos Gamarra S.A. (en La Victoria) y Consorcio de Estacionamientos Miraflores S.A. (en Miraflores). Se encuentra, entre sus proyectos en desarrollo, la construcción de estacionamientos en las los distritos de La Victoria, Miraflores, Cercado y San Isidro.



3. Instrumentos Financieros Los Portales

LPSA ingresó al mercado de capitales peruano en enero de 1998, mediante la emisión de los Bonos Corporativos Los Portales, los cuales fueron cancelados en el 2010. En febrero del 2013, Los Portales, junto con Continental Sociedad Titulizadora S.A., constituyeron el "Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Primera Emisión", con el propósito de respaldar la "Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario", por US\$ 25 millones a un plazo de 8 años. Los activos que conforman el Patrimonio comprenden: (i) cuentas por cobrar originadas por los contratos de compraventa garantizada suscritos con sus clientes por la venta de los lotes de proyectos de habilitación urbana, las cuales se encuentran respaldadas por letras de cambio

aceptadas por sus clientes a su favor; y (ii) lotes en los cuales se han desarrollado sus negocios inmobiliarios de habilitación urbana cuyas ventas originaron cuentas por cobrar.

El Patrimonio Fideicometido debe cumplir los siguientes *covenants*: (i) Ratio de Cobertura mayor a 1.30 veces; y (ii) Ratio de Garantía mayor a 1.30 veces.

Además, la empresa inscribió el Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales en junio del 2013, hasta por un máximo de US\$ 50 millones en circulación, dirigido a inversionistas institucionales. En diciembre del 2015, LPSA junto con Continental Sociedad Titulizadora S.A. constituyeron el "Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa – Primera Emisión", en el marco del "Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A.", por un monto de hasta US\$ 60 millones o su equivalente en moneda nacional. En la Primera Emisión, se colocaron US\$ 20 millones.

Los activos que han sido transferidos al Patrimonio Fideicometido son, principalmente, cuentas por cobrar cedidas, que pueden representar el total o parte del saldo del precio de venta de los lotes.

El Patrimonio Fideicometido debe cumplir los siguientes *covenants*: (i) Ratio de Cobertura mayor a 1.30 veces; y (ii) Ratio de Garantía mayor a 1.30 veces. Además, LPSA debe cumplir con: (i) deuda financiera neta entre EBITDA ajustado menor o igual a 3.75 veces; (ii) EBITDA ajustado entre servicio de deuda general de Los Portales S.A. y Subsidiarias mayor a 1.3 veces; y (iii) deuda financiera neta entre patrimonio neto menor o igual a 1.65 veces.

Instrumento	Saldo (dic.2015)
Patrimonio Fideicometido – Negocio Inmobiliario I	S/ 60.26 millones
Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales	S/ 60.18 millones
Patrimonio Fideicometido – Negocio Inmobiliario II	S/ 68.51 millones

4. Mercado

4.1 Sector construcción

El sector construcción se contrajo en 5.9% al cierre del año 2015, en relación al año 2014, explicado principalmente por la menor ejecución de obras públicas y, en menor medida, por el menor consumo interno de cemento.

Durante el año 2015, el sector construcción se caracterizó por menor avance físico de obras públicas de gobiernos locales y regionales, y por la leve demanda proveniente de bienes destinados a la inversión y de socios comerciales de América Latina. Además, se experimentaron demoras en

las aprobaciones de Estudios de Impacto Ambiental, que retrasaron la construcción de nuevas líneas de transmisión de energía eléctrica y de ejecución de diversos proyectos mineros.

En relación a la construcción de viviendas de concreto, según datos del INEI, se observó un crecimiento marginal de 0.2% durante diciembre del 2015 en relación al mismo mes del año anterior.

Con respecto a la construcción de infraestructura vial en Perú, que conforma el Sistema Nacional de Carreteras, se observan diversos aspectos de mejora. El Plan Estratégico del Ministerio de Transporte y Comunicaciones, proyecta asfaltar 85% de las vías nacionales para el año 2016.

Durante el segundo semestre del año, se espera una mejora 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). Junto a ello, el gasto público será liderado por mayor ejecución del Gobierno Central y de las empresas públicas, considerando, entre otros proyectos, el inicio de la ejecución de los proyectos Línea 2 del Metro de Lima y Callao, y de la modernización de la refinería de Talara.

Existe una serie de proyectos mineros (nuevos y ampliaciones) que entrarán en ejecución e impulsarán la economía peruana en los próximos años, como: Las Bambas y las ampliaciones de Cerro Verde, Toquepala y Toromocho. En los próximos años, se espera mayor dinamismo en el sector construcción, gracias a la ejecución de nuevos proyectos de infraestructura: Gasoducto Sur Peruano, Nodo Energético del Sur, Línea de Transmisión Mantaro – Montalvo y Red Dorsal Nacional de Fibra Óptica. Además, se continuarán proyectos como: Terminal Muelle Norte y ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, entre otros.

4.2 Sector inmobiliario

La oferta inmobiliaria continúa creciendo en Lima y en provincias, lo cual se traduce en la construcción de más edificios, en ampliaciones de centros comerciales y en el crecimiento de áreas arrendables. Sin embargo, la demanda inmobiliaria ha sido afectada por la menor demanda de viviendas y oficinas corporativas, así como por el menor gasto en infraestructura por parte del Gobierno. Ello se tradujo momentáneamente en el incremento relativo en el precio de materiales de construcción, en la desaceleración en la generación de créditos hipotecarios y en mayor período de tiempo requerido para la venta de proyectos.

El mercado inmobiliario mostró, hacia finales del 2015, indicios de recuperación a corto plazo. No obstante, se

presentaron niveles de sobreoferta en el mercado oficinas, por lo que el año 2016 proyecta menores ventas y construcción de oficinas. En el segmento residencial, se observó, del mismo modo, lenta colocación de viviendas, pese a la implementación del Leasing Inmobiliario.

El mercado de oficinas prime mostró mayor dinamismo en relación al año 2014, contando con 66 edificios, 11 de los cuales ingresaron durante el año 2015, resultando en un índice de vacancia de 19.89%, que denota la importante sobreoferta. Hacia el año 2016, Colliers proyecta el ingreso de 11 nuevos edificios. La zona prime con mayor vacancia es Sanhattan (San Isidro), mientras que El Golf mostró niveles mínimos de vacancia.

En relación al mercado oficinas B+, destaca el ingreso de 6 nuevos edificios a un stock total de 54 edificios con un inventario total de 359,644 m², mostrando un crecimiento moderado de nuevos proyectos debido al incremento en el índice de vacancia a 10.2%.

Mercado Prime		
Precio de Renta		
	A	A+
Edificios en construcción	US\$ 21.02 por m ²	US\$ 22.64 por m ²
Edificios operativos	US\$ 17 - 23 por m ²	

Mercado Prime		
Precio de Venta		
	A	A+
Edificios en construcción	US\$ 1,977 por m ²	US\$ 2,248 por m ²
Edificios operativos	US\$ 2,000 – 2,447 por m ²	

Mercado B+		
	Precio de Renta	Precio de Venta
Edificios en construcción	US\$ 19.93 por m ²	US\$ 2,176 por m ²
Edificios operativos	US\$ 15 – 21.50 por m ²	US\$ 2,045 por m ²

Fuente: Colliers

4.2.2. Vivienda de Interés Social

Durante el año 2015, la actividad productiva del sector inmobiliario mostró una contracción importante, debido al bajo nivel de inversión pública y al leve desempeño de construcción de viviendas.

En este sentido, durante el año, se otorgaron 9,090 Créditos MiVivienda, 15% por debajo de lo otorgado durante el año 2014 (10,777). Según datos del Fondo MiVivienda, en el año, los departamentos donde se colocaron la mayor cantidad de créditos fueron: Lima (50% del total), Ica (9% del total) y Piura (8%).

Con respecto al Bono Familiar Habitacional, subsidio entregado por el Estado Peruano, éstos ascendieron a

50,405 durante el año 2015, 12% por encima a lo registrado en el año 2014 (45,164).

El Ministerio de Economía y Finanzas ha identificado una serie de factores que dificultan el desempeño de la construcción inmobiliaria: (i) lentitud del trámite para la obtención de licencias de edificación, pues las municipalidades exigen 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 otras ciudades del país, así como a la dificultad de contar con agua potable y saneamiento, por inadecuada infraestructura; y (iii) parámetros rígidos respecto al crecimiento vertical de la ciudad.

Simultáneamente, se produce actividad significativa en provincias, donde LPSA participa activamente, estando presente en 17 ciudades de 12 provincias del Perú.

5. Situación Financiera

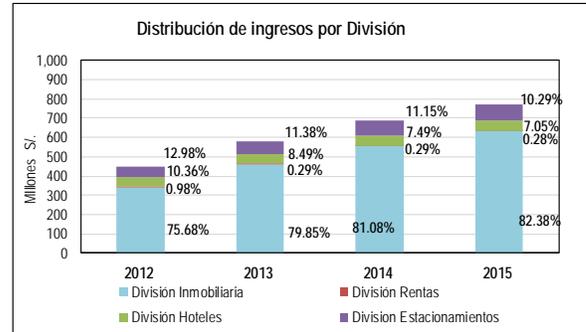
A partir de enero del 2005, el Consejo Normativo de Contabilidad suspendió el ajuste contable de los estados financieros para reflejar los efectos de la inflación. Sin embargo, para efectos de análisis comparativo, las cifras contables de la institución han sido ajustadas a valores constantes de diciembre del 2015:

Período	Dic.2012	Dic.2013	Dic.2014	Dic.2015
IPM	208.2217	211.4574	214.5729	220.1306
Factor Anualizador	1.0572	1.0410	1.0259	1.0000

a. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

LPSA viene operando desde hace 19 años, con importantes niveles de ventas, que resultan, en mayor medida, del desempeño de sus principales negocios, División Inmobiliaria y División Estacionamientos. Entre los años 2011 y 2014, LPSA mostró una tendencia creciente en los ingresos de dichas divisiones, registrando un crecimiento promedio anual de 29.85% y 16.23%, respectivamente. Durante el año 2015, el ritmo de crecimiento se ha contraído, reportando ingresos totales por S/ 768.88 millones, 12.22% superiores en relación al año 2014 (S/ 685.14 millones), sustentados en un crecimiento de 12.72% y de 3.61% de la División Inmobiliaria y de la División Estacionamientos, respectivamente.

Ello es consecuencia de menor dinamismo, principalmente, de menor cantidad de abonados y bajo crecimiento en clientes eventuales en la División Estacionamientos, así como de baja demanda de proyectos de habilitación urbana en relación a la observada en años anteriores, en la División Inmobiliaria.



La División Rentas creció en 11.96% entre los años 2014 y 2015, destacando como hecho de importancia la venta de su participación accionaria en Strip Centers del Perú S.A. al Grupo Parque Arauco. A su vez, la División Hoteles presentó un desempeño positivo (+5.54%), en base a mayor flujo de clientes con mejores niveles de ocupación. El costo de venta (+10.01%, S/ 515.69 millones) de LPSA está relacionado con gastos requeridos de proyectos en curso para habilitación de viviendas, remodelaciones de hoteles y enajenación de rentas inmobiliarias, mientras que los gastos de administración y de ventas (+13.52%, S/ 126.67 millones) corresponden a gastos de personal y a gastos publicitarios.

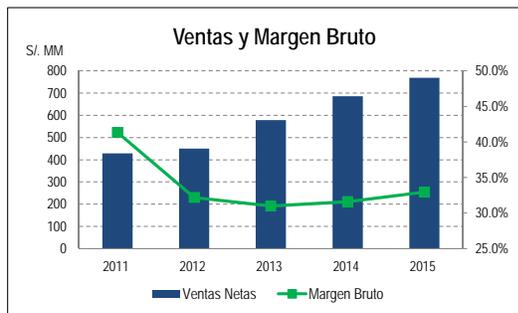
LPSA ha alcanzado mayores niveles de eficiencia, debido a que el costo de venta ha acompañado la ejecución de mayores operaciones de las divisiones, diluyéndose frente a crecientes ventas obtenidas, observándose que el costo de venta representó 67.07% de las ventas totales durante el año 2015 (68.42% durante el año 2014).

El mayor beneficio generado por las operaciones de la empresa se reflejó en el nivel de EBITDA ajustado registrado, que implicó un margen de 23.87% sobre las ventas de la empresa, superior al margen de 23.32% del año 2014. El EBITDA ajustado ha venido incrementándose a través de los años, pasando de S/ 93.37 millones durante el año 2011, a S/ 183.55 millones durante el año 2015. Con ello, el EBITDA ajustado obtenido durante el año 2015 representó 14.64 veces los gastos financieros de ese ejercicio. Los gastos financieros no reflejan la carga financiera total de la empresa, dado que LPSA mantiene patrimonios independientes debido a sus emisiones de bonos titulizados, donde sus flujos cubren deudas del negocio inmobiliario, a través de la cesión de cuentas por cobrar a patrimonios fideicomitidos.

LPSA registró una pérdida por diferencia cambiaria de S/ 71.25 millones, superior a la pérdida del año 2014 (S/ 35.52 millones). La empresa presentó una posición pasiva neta en moneda extranjera de US\$ 158.45 millones, por presentar la mayor parte de sus deudas en dólares. Además, sus clientes finales enfrentan el riesgo de

potencial depreciación de la moneda nacional, lo que podría ocasionar mayor valor de las deudas adquiridas con los LPSA. Durante el año 2015, la diferencia cambiaria representó 44.40% del resultado operacional (29.40% durante el año 2014).

El resultado neto registrado durante el año 2015 ascendió a S/ 62.16 millones, siendo superior al resultado obtenido durante el año 2014 (S/ 47.69 millones), como consecuencia de mayores ingresos por ventas, así como de un mayor resultado operacional (+32.83%, de S/ 120.83 millones a S/ 160.49 millones). Éste es atribuible a la ganancia percibida por cambio en el valor razonable de sus inversiones (terrenos y centros comerciales), ascendente a S/ 31.32 millones, que es determinado en base a precios de mercados activos. Además, LPSA percibió mayor participación en los resultados de sus inversiones en asociadas, que resultan de la ganancia de la venta de su asociada *Strip Center del Perú* realizada en diciembre del 2015, a un valor de venta de S/ 7.30 millones, y de la participación en las utilidades de sus asociadas Inversiones Real Once S.A. y CEMSA, por S/ 4.09 millones.



b. Endeudamiento patrimonial y estructura financiera

La estructura activa de LPSA se encuentra concentrada en el corto plazo (57.47%), registrándose activos totales por S/ 1,596.72 millones al cierre del 2015, que crecieron 23.52% en relación a diciembre del 2014.

El crecimiento en activos está relacionado a mayores cuentas por cobrar, de vencimiento corriente (+50.86%) y no corriente (+66.31%) correspondientes, principalmente, a cuentas por cobrar comerciales en facturas por cobrar (S/ 18.27 millones), provenientes de ventas de inmuebles y alquileres que no devengan intereses ni presentan garantías específicas, y de letras por cobrar (S/ 395.85 millones), provenientes de ventas financiadas a clientes de la actividad inmobiliaria a un costo financiero promedio anual de aproximadamente 20.00%.

Forman parte importante de los activos totales, las existencias que representaron 36.10% de éstos (S/ 576.41 millones), correspondientes a los proyectos de habilitación urbana de la División Inmobiliaria de LPSA, así como a

lotizaciones bajo modalidades Techo Propio y MiVivienda, entre otras reservas. El ritmo de crecimiento de las existencias se ha venido reduciendo, de modo que el stock actual de terrenos con el que cuenta LPSA, constituye una limitación para nuevos desarrollos inmobiliarios a futuro. Los activos fijos de LPSA (S/ 150 millones), están conformados por terrenos, edificaciones, mobiliario y obras en curso, y se incrementaron en 3.00% en relación a diciembre del 2014, principalmente, por las mejoras en los hoteles bajo administración del Grupo, entre otras adquisiciones por concepto de equipos y de mobiliario. Los demás activos no corrientes (S/ 529.05 millones) estuvieron conformados por: propiedades de inversión, correspondientes a terrenos adquiridos como reservas territoriales; inversiones en empresas relacionadas (Inversiones Real Once S.A. y Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A.); activos intangibles correspondientes a cuatro contratos de concesión de las playas de estacionamiento; y a la porción no corriente de las cuentas por cobrar comerciales, cuyo período promedio de cobro excede los 360 días.

Las participaciones en empresas relacionadas disminuyeron en 72.60% (de S/ 57.60 millones a S/ 15.78 millones), por la venta de su participación en Strip Center del Perú S.A. a la empresa vinculada al grupo Parque Arauco, Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C., generando una ganancia de S/ 7.3 millones.

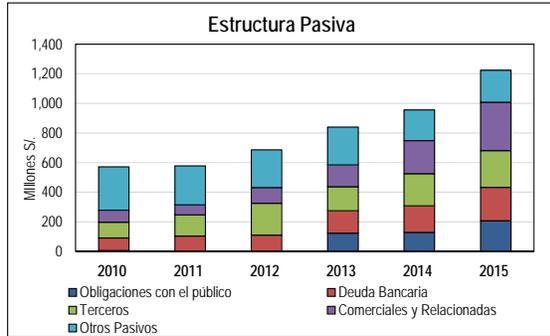
La estructura financiera de la empresa es, principalmente, de corto plazo, representando 52.71% de los pasivos totales, los cuales ascendieron a S/ 1,223.06 millones al cierre del 2015. Ello expone a la empresa a contingencias de liquidez, para asumir el importante nivel de compromisos de corto plazo.

Las fuentes de financiamiento de LPSA son diversificadas, estando conformadas por: obligaciones con el público (16.87%), deuda bancaria (18.45%), obligaciones con terceros (20.30%), cuentas por pagar comerciales (26.64%), entre otros pasivos (17.74%).

Al cierre del 2015, LPSA registró obligaciones con el público por S/ 206.37 millones, superiores en 60.96% a las registradas al cierre del 2014, mostrando una tendencia creciente en los últimos años. Sus obligaciones con el público comprenden: (i) dos Programas de Bonos de Titulización del Negocio Inmobiliario; (ii) un Programa de Instrumentos de Corto Plazo; y (iii) un Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada.

Las obligaciones con los bancos de LPSA, provistas por 12 instituciones financieras locales y extranjeras, representaron 18.45% de los pasivos totales, aumentando 25.87% en relación a diciembre del 2014, con el objetivo de disponer de mayor capital de trabajo.

Estas obligaciones se encuentran denominadas en moneda extranjera y tienen garantías constituidas por hipotecas y fideicomisos. Son prioritariamente de vencimiento no corriente, amortizables entre los años 2016 y 2021, a una tasa promedio de 8.5%.



Las cuentas por pagar ascendieron a S/ 574.17 millones, 30.11% por encima a lo registrado en el año 2014 y estuvieron conformadas, principalmente, por cuentas por pagar comerciales.

Las cuentas por pagar comerciales ascendieron a S/ 325.84 millones y se originaron a partir de la adquisición de terrenos, materiales y suministros recibidos, vinculados con el desarrollo de obras, generalmente adquiridas a plazos y que no devengan intereses.

Los terrenos, éstos son regularmente adquiridos a plazos, pagando un monto inicial (30% - 40%), financiando el resto entre doce y veinticuatro meses. Adicionalmente, LPSA mantiene cuentas por pagar comerciales *confirming*, como línea revolving con descuento de facturas.

Las cuentas por pagar a relacionadas poseen vencimiento corriente y no cuentan con intereses ni con garantías específicas

Los préstamos por pagar a terceros son recibidos de personas naturales y jurídicas (fondos de inversión) que no tienen garantías específicas e involucran un costo financiero promedio de 10.36%.

Los anticipos de clientes registraron un saldo de S/ 141.94 millones al cierre del 2015 y correspondieron a pagos recibidos de clientes de la División Inmobiliaria por letras que se aceptan por la venta de terrenos durante el período de habilitación.

El patrimonio de LPSA ascendió a S/ 373.66 millones, al cierre del 2015, superior en 10.55% al patrimonio registrado a diciembre del 2014 (S/ 338.00 millones), lo que incluye la repartición de dividendos a los accionistas por S/ 18.60 millones.

c. Índice de Cobertura Histórica

El Índice de Cobertura Histórica (ICH) mide la capacidad de una empresa de hacer frente a sus gastos financieros proyectados con la generación de recursos que obtiene de sus activos. Mientras más elevado sea este índice, mayor es la capacidad de pago de la institución.

Al cierre del año 2015, el ICH de LPSA fue de 2.69 veces, inferior al obtenido al cierre del 2014 (4.55 veces), mostrando mayor volatilidad, principalmente, debido a la mayor adquisición de deuda bancaria y de nuevas obligaciones provenientes del mercado de capitales durante el año 2015. Al respecto, cabe mencionar que durante el año 2015: (i) se incrementó la deuda bancaria (de S/ 179.29 millones al cierre del 2014 a S/ 225.68 millones al cierre del 2015); (ii) se realizó la colocación más Certificados de Depósito Negociables por S/ 77.60 millones, de los cuales S/ 60.18 millones corresponden a reemplazo de la deuda anterior; (iii) se colocó un nuevo Programa de Bonos Titulizados del Negocio Vivienda; (iv) y se incrementaron las deudas comerciales (+49.15%) y con terceros (+14.71%). La empresa tiene previsto realizar nuevas emisiones de Bonos Titulizados, respaldados por flujos de las Divisiones Inmobiliaria y Estacionamientos, de modo que los recursos por captar proyectan reemplazar la deuda con mayor costo relativo.

La mayor adquisición de deuda se refleja en un elevado indicador de deuda financiera neta en relación al EBITDA ajustado (2.82 veces). Si bien la institución cumple con los ratios requeridos por sus acreedores, se trata de un nivel importante que compromete la generación futura de ingresos.

Las ventas de LPSA presentaron mayor actividad en relación al año 2014, aumentando en 12.22%. Este ritmo de crecimiento es más moderado en comparación a años anteriores, dado que entre los años 2012 y 2013 se creció en 28.44% y entre los años 2013 y 2014 se creció en 18.45%.

La capacidad de generación operativa de Los Portales es suficiente para cubrir los gastos financieros de cada período. Al cierre del 2015, LPSA registró un EBITDA ajustado ascendente a S/ 183.55 millones, que representó 14.64 veces los gastos financieros del período 2015. Dicha cobertura no refleja el real gasto financiero, dado que LPSA mantiene deudas adicionales cuya amortización se realiza a través de cesión de diversos flujos de ingresos, como es el caso de los Programas de Bonos Titulizados de la División Vivienda. Con ello, el patrimonio independiente se encarga del pago de la deuda, no reflejándose en mayores gastos financieros para la empresa. Al respecto, si bien la empresa continúa adquiriendo deuda, ello permite la expansión de sus actividades. Además, la estructuración de su deuda a

partir de procesos de titulación, comprometiendo los ingresos de las divisiones involucradas en la deuda,

constituye una alternativa eficaz para aislar los pagos de intereses de la generación de ingresos del negocio central.

Resumen de estados financieros consolidados y principales indicadores				
(En miles de Soles al 31 de diciembre del 2015)				
	2012	2013	2014	2015
Ventas netas	450,339	578,411	685,144	768,876
Resultado bruto	144,924	179,274	216,390	253,186
Resultado operacional	59,991	122,628	120,826	160,487
Depreciación del ejercicio	9,708	10,037	13,312	19,277
Flujo depurado	69,700	132,665	134,138	187,069
Gastos financieros	11,473	10,394	10,921	12,538
Resultado no operacional	11,098	-52,156	-49,604	-72,403
Utilidad neta	45,862	48,238	47,685	62,161
Total Activos	897,012	1,132,740	1,292,647	1,596,716
Disponible	33,882	55,620	66,076	162,621
Deudores por Venta CP	70,295	95,681	111,453	168,141
Existencias	415,637	490,753	539,773	576,410
Activo Fijo	121,075	139,980	145,647	150,011
Total Pasivos	686,066	839,069	954,643	1,223,056
Deuda Financiera	325,343	437,450	523,972	680,369
Patrimonio	210,945	293,671	338,004	373,660
Result. Operacional / Ventas	13.32%	21.20%	17.64%	20.87%
Utilidad Neta / Ventas	10.18%	8.34%	6.96%	8.08%
Flujo depurado / Activos Prom.	8.20%	12.85%	11.00%	12.94%
Rentabilidad patrimonial	23.49%	19.12%	15.10%	17.47%
Liquidez corriente	1.29	1.35	1.22	1.42
Liquidez ácida	0.25	0.30	0.30	0.51
Pasivos Totales / Patrimonio	3.25	2.86	2.82	3.27
Deuda Financiera / Patrimonio	1.54	1.49	1.55	1.82
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	62.4%	59.5%	62.5%	52.7%
Pasivos No Corrientes / Pasivos Totales	37.6%	40.5%	37.5%	47.3%
D. Financiera / Flujo depurado	4.67	3.30	3.91	3.64
Índice de Cobertura Histórica	4.88	3.82	4.55	2.69
EBITDA				
EBITDA	69,700	132,665	134,138	179,764
EBITDA Ajustado	98,399	143,161	159,787	183,546
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado	4.18	2.88	2.87	2.82
Deuda Financiera / EBITDA Ajustado	3.31	3.30	3.28	3.71
EBITDA Ajustado/ Gastos financieros	6.08	13.77	14.63	14.64

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS CLASIFICADOS

1. Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales S.A.

Los recursos captados con emisión de los valores serán utilizados indistintamente por el emisor hasta US\$ 50'000,000 o su equivalente en moneda nacional.

El plazo del Programa es de dos años, que fue ampliado por (2) años adicionales vigente hasta 21/06/2017.

Los recursos obtenidos serán destinados al financiamiento de cualesquiera de sus obligaciones, incluyendo pero sin limitarse a ello, el financiamiento de inversiones y el refinanciamiento del pago, parcial o total, de la deuda existente.

El Programa consiste en una o varias emisiones, y cada emisión dentro del Programa podrá constar de una o varias series, según lo establezca las personas facultadas para ello y serán informados 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.

El monto total en circulación conjunto de la Primera Emisión del Primer Programa de Papeles Comerciales, colocada en Oferta Privada, y de las emisiones del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo Los Portales, colocadas en Oferta Pública, no debe ser mayor a US\$ 30 millones.

Al 12 de mayo del 2016:

Papeles Comerciales*	Monto Autorizado	Saldo en Circulación	Plazo	Tasa de interés	Fecha de Colocación	Situación
Primera Emisión - Serie A	US\$ 4,300,000		360 días	3.5934%	05/07/2013	Cancelado
Primera Emisión - Serie B	US\$ 5,000,000		360 días	2.7947%	07/11/2013	Cancelado
Primera Emisión - Serie C	US\$ 5,411,000		360 días	2.8939%	12/12/2013	Cancelado
Primera Emisión - Serie D	US\$ 20,000,000		360 días	2.4984%	12/06/2014	Cancelado
Segunda Emisión - Serie A	S/ 12,000,000		360 días	5.7851%	29/08/2013	Cancelado
Tercera Emisión - Serie A	US\$ 30,000,000		180 días	2.80780%	31/10/2014	Cancelado
Tercera Emisión - Serie B	US\$ 30,000,000	US\$ 6,000,000	360 días	2.89390%	19/11/2014	Cancelada
Tercera Emisión - Serie C	US\$ 30,000,000	US\$ 6,000,000	360 días	2.92700%	14/04/2014	Cancelada
Tercera Emisión - Serie D	US\$ 30,000,000	US\$ 6,000,000	360 días	3.4594%	02/09/2015	Vigente
Tercera Emisión - Serie E	US\$ 30,000,000	US\$ 6,000,000	360 días	3.5599%	13/11/2015	Vigente
Tercera Emisión - Serie F	US\$ 30,000,000	US\$ 6,000,000	360 días	3.8286%	25/02/2016	Vigente
Cuarta Emisión - Serie A	S/ 85,000,000	S/ 13,000,000	360 días	5.33250%	12/09/2014	Cancelada
Quinta Emisión - Serie A	US\$ 60,000,000	US\$ 6,000,000	360 días	3.8287%	13/04/2016	Vigente