

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

Sesión de Comité N° 42/2016: 06 de octubre del 2016
Información financiera consolidada al 30 de junio del 2016

Analista: Silvana Zafrá R.
szafrá@class.pe

Los Portales S.A. y Subsidiarias ("LPSA"), es un conjunto de empresas, constituido en 1996, que se dedica a negocios en los sectores inmobiliario, hotelero y de estacionamientos en diferentes ciudades del Perú.

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, con actividades en otros países de Latinoamérica.

Durante el primer semestre del 2016, Los Portales S.A. y Subsidiarias registró ingresos por S/ 350.14 millones, generando una utilidad neta de S/ 30.21 millones. Cuenta con activos por S/ 1,515.15 millones y con un patrimonio de S/ 389.39 millones.

Clasificaciones Vigentes

Información financiera al:

Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales
Perspectivas

Anterior

31.12.2015

Vigente

30.06.2016

CLA-2+

Estables

CLA-2+

Estables

Sesión de Comité del 12.05.2016.

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 en negocios relacionados.
- El crecimiento de sus ventas con un incremento promedio anual de 15.60% en los últimos 5 años, explicado por la diversificación alcanzada por sus negocios en sus distintas divisiones, con particular desarrollo en el sector inmobiliario.
- Su modelo de negocio basado en participaciones en concesiones y en privatizaciones en las Divisiones de Estacionamientos y de Hoteles, que determina flujos de ingresos estables.
- Las oportunidades existentes en el mercado nacional para la demanda de viviendas para los sectores socio económicos C y D, a través de negocios de Habitación Urbana y de Vivienda de Interés Social, que respaldan el crecimiento de su División Inmobiliaria.
- El liderazgo alcanzado por su División Estacionamientos, que opera las playas de estacionamiento más importantes del país, con proyectos en desarrollo en Lima y en las principales ciudades de provincias.

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

- La actual situación financiera por la que atraviesa su accionista, Grupo ICA, por el deterioro en su capacidad de pago, encontrándose actualmente en *default*, por encontrarse atrasada en el pago de su deuda internacional, generando incertidumbre respecto a su futura participación en la empresa.

Indicadores Financieros

En miles de soles de junio del 2016

	2014	2015	jun-16
Total Activos	1,289,705	1,593,082	1,515,148
Deudores CP y LP	278,403	445,839	451,981
Existencias	538,544	575,098	548,091
Total Pasivos	952,470	1,220,272	1,125,759
Patrimonio	337,234	372,810	389,389
Ventas Netas	683,585	767,126	350,143
Resultado Operacional	120,551	160,122	36,250
Gastos Financieros Netos	(10,896)	(12,509)	(7,825)
Utilidad neta	47,576	62,020	30,214
Res. Operacional / Ventas	17.64%	20.87%	10.35%
Utilidad / Ventas	6.96%	8.08%	8.63%
Rentabilidad patrimonial	15.10%	17.47%	21.26%
Rentabilidad / Activos	3.69%	3.89%	3.99%
Liquidez corriente	1.22	1.42	1.59
Liquidez ácida	0.30	0.51	0.55
Pasivos Totales / Patrimonio	2.82	3.27	2.89
Pasivos Corrientes/Pasivos Totales	62.47%	52.71%	48.29%
Índice de Cobertura Histórico	4.55	2.69	2.66
Ingresos Div. Inmobiliaria	81.08%	74.75%	81.03%
Ingresos Div. Estacionam.	11.15%	15.58%	12.02%
Ingresos Div. Hoteles	7.49%	9.23%	6.67%
Ingresos Div. Rentas	0.29%	0.44%	0.27%

*Para el análisis, las cifras han sido ajustadas a soles constantes de junio del 2016.

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

- La continua adquisición de deuda bancaria, emisiones en el mercado de capitales y deuda con terceros, requerida para el financiamiento de sus operaciones, presentando pasivos totales que representan 2.89 veces su patrimonio, a junio del 2016.
- El nivel de existencias y de inversiones inmobiliarias que, si bien soporta operaciones para 2 años adicionales, está presentando menor ritmo de crecimiento en relación a años anteriores, pudiendo impactar en el desarrollo futuro de negocios la División Inmobiliaria.
- La exposición cambiaria que se genera por la concertación de ventas en dólares a clientes con ingresos en moneda nacional, así como el impacto que las variaciones en el tipo de cambio en sus resultados.
- Las menores perspectivas de crecimiento del sector inmobiliario en el país, con retraso en la ejecución de proyectos en los últimos años.
- La situación de competencia existente, tanto en el sector inmobiliario, como en el de construcción, con participación de nuevos operadores y una situación actual con exceso de oferta de viviendas y oficinas, en algunos sectores sociales.

LPSA ha diversificado sus operaciones en: desarrollo y promoción de negocios inmobiliarios, habilitación urbana, estacionamientos, así como en la prestación de servicios hoteleros.

Su estructura organizacional consolidada está conformada por Los Portales S.A. y cinco subsidiarias, contando además con dos empresas afiliadas.

LPSA opera a través de tres divisiones que, durante el primer semestre del 2016, generaron ingresos por S/ 350.14 millones, 28.28% superiores respecto a los registrados en el mismo período del 2015 (S/ 272.96 millones).

Durante el primer semestre del 2016, ha prevalecido la tendencia de crecimiento en sus dos principales negocios (División Inmobiliaria y División Estacionamientos), cuyas ventas se incrementaron 35.77% y 9.16%, respectivamente, en relación al mismo período del año anterior.

Las operaciones de LPSA le permitieron generar un EBITDA ajustado de S/ 188.66 millones, superior al correspondiente al mismo período del 2015 (S/ 180.82 millones) y un margen EBITDA ajustado de 28.83%, por mayores eficiencias operativas que permitieron diluir costos (24.12% en el mismo período del 2015).

La ganancia por diferencia cambiaria compensó, en el período, los mayores gastos financieros por la concertación de nueva deuda financiera, de modo que LPSA obtuvo una utilidad neta de S/ 30.21 millones, 56.43% superior a la obtenida en el mismo período del 2015 (S/ 19.32 millones).

Las existencias constituyen el principal componente de los activos totales (36.17%), los que ascendieron a S/ 1,515.15 millones a junio del 2016. Estas corresponden a terrenos destinados a habilitaciones urbanas, las que vienen creciendo a menor ritmo en relación a años anteriores, entre otros factores, por el creciente 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/ 411.58 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: emisiones en el mercado de capitales, deuda bancaria nacional e internacional, y obligaciones con terceros. La deuda financiera totalizó S/ 636.14 millones a junio del 2016 (S/ 678.82 millones a diciembre del 2015).

La deuda financiera originó mayores gastos financieros ascendentes a S/ 7.83 millones, determinando un nivel de apalancamiento en relación a su EBITDA ajustado de 3.37 veces a junio del 2016.

Sus emisiones en el mercado de capitales comprenden: (i) Primer Programa de Bonos Titulizados de la División Inmobiliaria por un saldo en circulación de S/ 52.84 millones; (ii) Segundo Programa de Bonos Titulizados de la División Inmobiliaria por un saldo en circulación de S/ 60.56 millones; y (iii) Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo por un saldo en circulación ascendente a S/ 77.54 millones.

La empresa presenta una tendencia creciente en su adquisición de deuda, lo que no se refleja completamente en sus gastos financieros por la estructuración de financiamientos a través de fideicomisos. No obstante, su magnitud compromete directamente los flujos futuros de negocios, los cuales no están presentando 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, buscando concertar nuevas 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 reciente de sus principales negocios, División Inmobiliaria y División Estacionamientos, y las perspectivas económicas del país. Las condiciones actuales que enfrentan los sectores donde opera vienen repercutiendo en el menor ritmo de crecimiento de sus divisiones, aunque continúan generando flujos importantes.

LPSA está en búsqueda de generar mayor nivel de existencias en reservas territoriales, que permitan impulsar sus futuras actividades de habilitación urbana, en Lima y en provincias, para su División Inmobiliaria.

El permanente incremento de los pasivos de LPSA está vinculado, en cierta medida, a la sustitución de deuda con terceros en búsqueda de menor costo financiero, pero

compromete los flujos futuros de la empresa. Por ello, presenta una ajustada cobertura de deuda financiera. El deterioro en la capacidad de pago del grupo ICA afecta el respaldo patrimonial de Los Portales, generando incertidumbre respecto al futuro de su participación accionaria, aunque ello es mitigado por el hecho de que las operaciones del Grupo ICA no afectan en absoluto la operación de Los Portales.

1. Descripción de la Empresa

Los Portales S.A. y Subsidiarias 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 empresas constructoras de México.

Desde febrero del 2000, la empresa adopta su actual denominación social a Los Portales S.A. ("LPSA"). A lo largo de su historia, LPSA ha atravesado por diferentes procesos de reorganización societaria: (i) en setiembre de 1999, se acordó la fusión por absorción con su subsidiaria Los Portales Consorcio Hotelero S.A.; (ii) en diciembre del 2005, se aprobó la fusión por absorción de la empresa Constructora ICA Perú S.A.; (iii) 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.); (iv) en abril del 2010, se acordó la escisión de un bloque patrimonial constituido por las acciones de Inversiones Centenario S.A.A. y se aprobó la fusión por absorción de la subsidiaria Constructora Los Portales S.A. y de 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.

La empresa se dedica al desarrollo y a la promoción de negocios inmobiliarios, comprendiendo: actividades de habilitación urbana; administración y operación de playas de estacionamiento, sistemas de peaje y actividades conexas; y brindar servicios turísticos y hoteleros.

Actualmente, desarrolla sus negocios en tres divisiones (Vivienda, Estacionamientos y Hoteles), con negocios distribuidos en 18 ciudades de 12 departamentos del Perú.

a. Propiedad

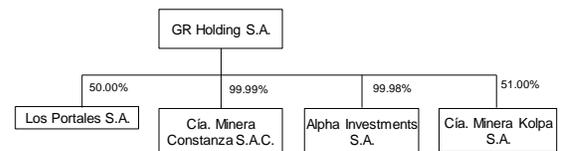
Al 30 de junio del 2016, el capital social consolidado de LPSA y Subsidiarias está representado por 171,254 mil acciones comunes de S/ 1.00 de valor nominal cada una, suscritas y pagadas, las cuales se encuentran equitativamente distribuidas entre el Grupo Raffo y el Grupo ICA.

En Junta General de Accionistas del 04 de abril del 2016, se aprobó la aplicación de las utilidades del ejercicio 2015, y distribuir dividendos por S/ 14 millones (S/ 0.0817 por acción), que fueron íntegramente cancelados el 22 de abril del 2016.

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., dedicada a negocios inmobiliarios de vivienda multifamiliar y habilitación urbana, hoteles y estacionamientos, entre otros; (ii) Compañía Minera Constanza, dedicada a actividades mineras, principalmente a la producción de concentrados de cobre, molibdeno y plata; (iii) Alpha Investments S.A., dedicada a brindar servicios financieros; y (iv) Compañía Minera Kolpa, dedicada a operaciones de exploración, extracción, tratamiento y comercialización de minerales y concentrados (plomo, plata, cobre y zinc).



El Grupo ICA, por su parte, es conglomerado de empresas en el sector construcción mexicano, con más de 60 años de presencia en ese mercado, operando en negocios de: construcción, ingeniería, infraestructura, vivienda, transporte y saneamiento.

Ha desarrollado megaproyectos de infraestructura, de construcción civil (urbana e industrial), y de aeropuertos, entre otros, lo que ha desarrollado 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.

Desde el año 2014, Ica viene registrando bajos niveles de ventas por la contracción del sector construcción en México, lo que ha ocasionado que no obtenga ingresos por obras por licitaciones de infraestructura como esperaba, impactando en sus ventas.

Durante el año 2015, el menor gasto del gobierno de México, ocasionó reducido avance en proyectos de infraestructura, impactando 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, provocó que la empresa registre una importante caída en su resultado neto. A la fecha, las deudas de Empresas Ica corresponden a 450 millones de dólares en tres emisiones de bonos senior. Empresas Ica se encuentra evaluando un acuerdo privado con sus acreedores para la reestructuración de su deuda con un actual incumplimiento en el servicio de los intereses de los bonos. La situación actual del Grupo ICA ha repercutido en una decisión de vender todos sus activos fuera de México.

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 30 de junio del 2016, 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 30 de junio del 2016, la participación accionaria de LPSA es de 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 30 de junio del 2016, la participación accionaria de LPSA es de 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 30 de junio del 2016, la participación de LPSA es de 99.99%.
- (iv) **Los Portales Construye S.A.C.**, subsidiaria constituida en el 2013, que se especializa en la ejecución de proyectos multifamiliares. Al 30 de junio del 2016, la participación de LPSA es de 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 30 de junio del 2016, 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 30 de junio del 2016, LPSA mantiene una participación de 28.57% en el capital social de Inversiones Real Once S.A., empresa en la que también participa Inversiones 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 30 de junio del 2016, LPSA tiene 49.00% de participación en esta empresa.

c. Estructura administrativa

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

En Junta Universal de Accionistas del 04 de abril del 2016, se aprobó la conformación del nuevo Directorio para el ejercicio 2016, destacando el cambio de los tres representantes del Grupo Ica: el Sr. Rubén Gerardo López Barrera, el Sr. Alonso Quintana Kawage y el Sr. Diego Quintana Kawage. Éstos fueron reemplazados por: el Sr. Pablo García Aguilar, el Sr. Luis Zárate Rocha y el Sr. Próspero Antonio Ortega Castro.

Directorio

Presidente:	Ernesto Raffo Paine
Directores:	Pablo García Aguilar (*) Ernesto Fernandini Raffo Bernardo Quintana Isaac (*) Rodrigo Quintana Kawage (*) Guillermo Velaochaga Raffo Alberto Pescetto Raffo Luis Zárate Rocha (*)
Director Suplente:	Eduardo Ibarra Díaz Ufano Próspero Antonio Ortega Castro (*)

(*) Representantes Grupo ICA.

Luego del Directorio, el principal órgano de decisión de la empresa que vela por la gestión de la misma, es el Comité

Ejecutivo, el cual está conformado por siete directores entre miembros titulares, suplentes y alternos.

La conformación del Comité Ejecutivo del año 2016 fue establecida en Junta General de Accionistas del 4 de abril del 2016:

Comité Ejecutivo

Miembros Titulares:	Ernesto Raffo Paine Guillermo Velaochaga Raffo Luis Zarate Rocha (*) Rodrigo Antonio Quintana (*)
Miembros Suplentes:	Alberto Pescetto Raffo Ernesto Fernandini Raffo Alejandro Vargas Reyes (*) Pablo García Aguilar (*)

(*) Representantes Grupo ICA.

La Plana Gerencia de LPSA ha venido mostrando estabilidad a través de los años, contando con funcionarios que vienen laborando en LPSA varios años, lo que otorga continuidad a los objetivos estratégicos de la institución.

Como último cambio, cabe mencionar que, desde 01 de agosto del 2016, el Sr. Juan Carlos Rubio, asumió las funciones de Gerente Central de Administración y Finanzas, en reemplazo del Sr. Fernando Gómez Ñato quien ocupaba el cargo interinamente.

Plana Gerencial

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

LPSA cuenta con una estructura matricial, con una Unidad Central, que centraliza las áreas de soporte de: Administración, Créditos y Cobranzas, Capital Humano, Contabilidad, Finanzas Corporativas, Marketing y Tecnología de la Información.

Las tres Unidades de Negocio de LPSA (Vivienda, Estacionamientos y Hoteles) operan con el soporte de la Unidad Central, aprovechando sinergias corporativas y políticas estandarizadas.

Por su parte, el área de Auditoría Interna funciona bajo la Dirección Corporativa de Auditoría Interna del Grupo ICA de México, interactuando constantemente con las Unidades de Negocio.

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 Panamá.

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.

(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 y, a junio del 2016, cuenta con un saldo en circulación de US\$ 15.63 millones.

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.

(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, manteniéndose un saldo en circulación, a junio del 2016, por US\$ 18.39 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.

(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.

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, para la remodelación del Boulevard Dionisio Derteano donde 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 tres divisiones: Vivienda, Hoteles, y Estacionamientos. LPSA gestiona actividades de arrendamiento, registrando únicamente ventas por S/ 944 mil, correspondiente a alquiler de oficinas propiedad del Grupo.

a. División Inmobiliaria

Las operaciones de la División se encuentran distribuidas en 8 regiones (Piura, Lambayeque, Ancash, Junín, Ica, Tacna, La Libertad y Lima), centrandose sus negocios en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, viviendas multifamiliares y viviendas de interés social, bajo los programas Techo Propio y MiVivienda, para atender los sectores socioeconómicos B, C y D.

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 los productos Techo Propio y MiVivienda para el otorgamiento

de viviendas unifamiliares, dirigidos al nivel socioeconómico D.

Durante el primer semestre del 2016, la División Inmobiliaria realizó el lanzamiento de 7 proyectos, en las provincias de Lima, Trujillo e Ica, vendiendo 3,770 unidades (3,354 durante el primer semestre del 2015).

Ello originó que la División Inmobiliaria registre ingresos por ventas por S/ 246.44 millones, 35.77% superiores a los reportados durante el primer semestre del 2015.

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, a junio del 2016, US\$ 205.86 millones, asociada a una morosidad inferior al 1%.

Los Portales mantiene la reserva de dominio en garantía hasta la cancelación total del precio de venta de los inmuebles vendidos a plazos a los clientes.

b. 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 primer semestre del 2016, la División Hoteles gestionó 327 habitaciones en 6 hoteles, que le permitieron generar ingresos por S/ 23.37 millones, con una ocupación promedio de 50% (58% durante el primer semestre del 2015).

A junio del 2016, 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. con vigencia 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. con vigencia 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, y cuenta con 22 habitaciones de lujo con vista al mar y una apropiada extensión de áreas verdes.

c. 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 primer semestre del 2016, la División gestionó 216 playas de estacionamiento que sumaron 45,686 espacios, un promedio mensual de 7,057 abonados distribuidos en Lima, Arequipa, Piura, Trujillo, Chiclayo y Cusco. Ello reportó ingresos ascendentes a S/ 42.10 millones entre enero y junio del 2016 (+9.16%).

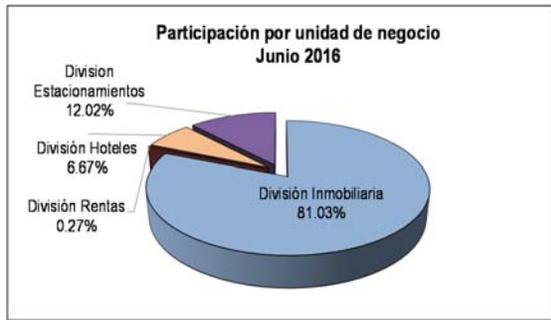
La Unidad de Estacionamientos es intensiva en la gestión de recurso humano, reconociendo al capital humano como eje central de operaciones, lo cual se confirma formando

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 en las playas de estacionamientos de: Dionisio Derteano, Andrés A. Cáceres, Óvalo Gutierrez, y Estadio Nacional.

Además, participa 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 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, con apoyo de Continental Sociedad Titulizadora S.A., constituyó 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 resguardos: (i) Ratio de Cobertura mayor a 1.30 veces; y (ii) Ratio de Garantía mayor a 1.30 veces.

Posteriormente, 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 con apoyo de Continental Sociedad Titulizadora S.A. constituyó 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 colocó 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 resguardos: (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 (jun.2016)
Patrimonio Fideicometido – Negocio Inmobiliario I	S/ 52.84 millones
Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales	S/ 77.54 millones
Patrimonio Fideicometido – Negocio Inmobiliario II	S/ 60.56 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, tendencia que se ha mantenido en el ejercicio 2016, evidenciada por un crecimiento acumulado del sector, entre enero y junio del 2016, de 1.50%, impactado por el resultado negativo (-3.78%) del mes de junio, que se reflejó en la caída en el consumo de cemento y en el menor avance físico de obras. En el primer semestre del 2016, se registró cierta mayor ejecución de obras en viviendas multi familiares, centros comerciales, oficinas.

El dinamismo del sector construcción estaría sustentado en la recuperación en la inversión pública en los gobiernos sub nacionales y el mayor dinamismo en las inversiones

vinculadas a grandes proyectos de infraestructura, como: Línea 2 del Metro de Lima; y el Proyecto de Modernización de la Refinería de Talara.

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).

Existe una serie de proyectos mineros (nuevos y ampliaciones) que entrarán en ejecución e impulsarán la economía peruana en estos 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 la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez.

4.2 Sector inmobiliario

Durante el primer semestre del 2016, el sector inmobiliario continuó presentando los elevados niveles de sobreoferta registrados durante el año 2015, en los sectores altos, entre viviendas y oficinas. Ello está asociado al menor crecimiento de la economía peruana y, en gran medida, a la menor velocidad en la venta de inmuebles por parte de los desarrolladores en relación a años anteriores, durante los cuales se generó una importante adquisición de terrenos por parte de una gran cantidad de empresas inmobiliarias, muchas de las cuales no logran sostener sus proyectos actualmente. Ello impulsa la estabilidad en los precios de las viviendas con el propósito de vender las propiedades disponibles.

Existen oportunidades de crecimiento del mercado inmobiliario en el desarrollo de proyectos de viviendas a precios medios y bajos, donde la oferta existente es aún reducida, debiéndose solucionar problemas estructurales vinculados a las demoras en permisos, la escasez del suelo y la falta de acceso a servicios básicos en zonas alejadas.

El sector inmobiliario se beneficiaría de las recientes disposiciones promovidas por el Estado Peruano: (i) posibilidad de utilización del 25% de la Cuenta Individual de Capitalización de los afiliados a las AFP como garantía para la cuota inicial de un crédito hipotecario; y (ii) promulgación de la Ley de Arrendamiento, que permite acceder a una vivienda a través de: arrendamiento, leasing inmobiliario y/o alquiler-venta.

4.2.1. Oficinas

Durante el primer semestre del 2016, en línea con la recuperación de los indicadores económicos del país, la comercialización de oficinas se ha dinamizado parcialmente, en relación a la colocación de oficinas en edificios en etapa de operación.

A junio del 2016, el mercado de oficinas *prime* contó con un inventario total de 962,569 m², distribuidos en 73 edificios. Durante el primer semestre del 2016, ingresaron 04 nuevos edificios, entre las zonas de San Isidro – Golf, Magdalena y Nuevo Este, resultando en un indicador de vacancia que permanecería en 25.10%, por estimarse el ingreso de 05 nuevos edificios en el segundo semestre del 2016, que aportarían al inventario en unos 70,000 m².

Mercado Prime		
Precio de Renta		
	A	A+
Edificios en construcción	US\$ 18.42 por m ²	US\$ 23.00 por m ²
Edificios operativos	US\$ 18.69 por m ²	US\$ 19.83 por m ²

Mercado Prime		
Precio de Venta		
	A	A+
Edificios en construcción	US\$ 1,962 por m ²	US\$ 2,263 por m ²
Edificios operativos	US\$ 2,325 por m ²	US\$ 2,072 por m ²

Fuente: Colliers

En relación al mercado oficinas *subprime*, éste contó con un inventario de 985,394 m² distribuidos en 192 edificios, con una vacancia de 10.60%, de los cuales 52.00% corresponde a oficinas clase B+ y 48% corresponde a oficinas clase B. Destaca el ingreso, durante el primer semestre del 2016, de 03 nuevos edificios, en las zonas de Sanhattan (San Isidro) y Miraflores.

Mercado Subprime		
Precio de Renta		
	B	B+
Edificios en construcción	US\$ 2,173 por m ²	US\$ 2,218 por m ²
Edificios operativos	US\$ 7.46 - 20 por m ²	US\$ 15 - 21.5 por m ²

Fuente: Colliers

4.2.2. Vivienda de Interés Social

Durante el primer semestre del 2016, la actividad productiva del sector inmobiliario de Viviendas de Interés Social mostró un ligero avance, asociado a la recuperación de la inversión pública. Los créditos MiVivienda, que representan cerca del 29% de los créditos hipotecarios del Sistema Financiero nacional, registraron, durante el primer semestre del 2016, desembolsos por 4,412 unidades, 5.62% por encima de lo otorgado en el mismo período del 2015. Ello se tradujo en

un monto ascendente a S/ 477 millones.

Según datos del Fondo MiVivienda, en el primer semestre del 2016, los departamentos donde se colocaron mayor cantidad de créditos fueron: Lima (50.34%), Lambayeque (9.81%), Ica (8.41%) y Piura (7.89%).

La tasa de morosidad de Créditos MiVivienda fue 2.94%, incrementándose 0.14% en relación a mayo del 2016. Por producto, 95.00% de los desembolsos de Créditos MiVivienda correspondieron a su principal producto, Nuevo Crédito MiVivienda, mientras que los demás desembolsos son atribuibles a los demás productos: Financiamiento Complementario Techo Propio, MiCasa, MiTerreno y MiConstrucción.

Con respecto al Bono Familiar Habitacional, subsidio entregado por el Estado Peruano, éstos ascendieron a 26,238 operaciones durante el primer semestre del 2016, 26.15% por encima a lo registrado en el mismo período del 2015 (20,798), equivalente a un desembolso por S/ 486.00 millones.

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

Desde el año 2012, el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento, viene implementando el Programa de Mejoramiento Integral de Barrios (Decreto Supremos 004-2012-VIVIENDA), con el propósito de contribuir a mejorar la calidad de vida de la población urbana residente en barrios urbano marginales. Entre agosto del 2011 y junio del 2016, se ha transferido S/ 2,784 millones a los Gobiernos Locales, para la ejecución de 1,647 proyectos, entre pistas, veredas, recreacionales multi usos, centros comunales comerciales y puentes. Por medio de ejecución directa, se construyeron tres plantas de tratamiento de aguas servidas para uso de riesgo, cuatro proyectos para implementación de espacios verdes y dos viveros municipales, con una inversión de S/ 7.44 millones.

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

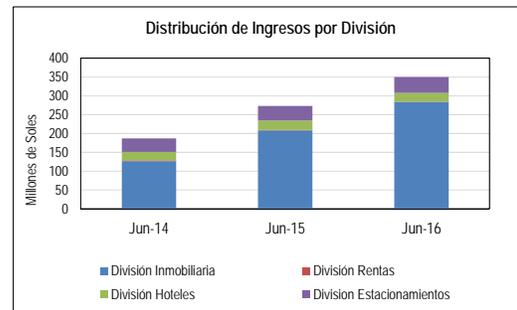
embargo, para efectos de análisis comparativo, las cifras contables de la institución han sido ajustadas a valores constantes de junio del 2016:

Periodo	Dic.2014	Jun.2015	Dic.2015	Jun.2016
IPM	214.5729	217.4149	220.1306	219.6295
Factor Anualizador	1.0236	1.0102	0.9977	1.0000

a. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

Entre los años 2011 y 2015, LPSA ha mostrado una tendencia creciente en los ingresos de sus divisiones con un crecimiento promedio anual de 15.69%, por el importante desempeño de sus principales divisiones, Inmobiliaria y Estacionamientos. Desde fines del año 2015, el rápido desarrollo de LPSA en dichos segmentos se ha moderado, resultando en un menor ritmo de crecimiento. Como resultado de ello, las ventas de LPSA se incrementaron 28.28% entre junio del 2015 y junio del 2016, frente a 32.03% entre junio del 2014 y junio del 2015.

LPSA enfrentó menor demanda de proyectos de habilitación urbana en relación a la observada en años anteriores, aunque las ventas de la División Inmobiliaria aumentaron en 35.77% entre junio del 2015 y junio del 2016, por el lanzamiento de nuevos proyectos, principalmente, en provincias.



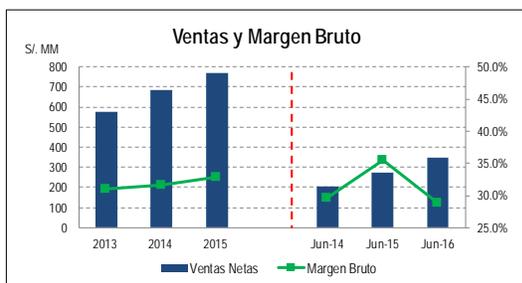
La División Estacionamientos, representa alrededor del 12% de las ventas de LPSA, creció 9.16% en relación al mismo período del 2015, debido principalmente al mayor nivel de ocupación y número de abonados de la división en la primera mitad del año.

LPSA ha alcanzado mayores niveles de eficiencia, debido a que el costo de venta ha acompañado la ejecución de las crecientes operaciones de las divisiones, diluyéndose adecuadamente. El mayor beneficio generado por las operaciones de la empresa se reflejó en el nivel de EBITDA ajustado registrado, que implicó un margen de 28.83%, ascendente a S/ 188.66 millones. El EBITDA ajustado obtenido durante el primer semestre del año 2016 representó 12.11 veces los gastos financieros de ese periodo (18.46 veces durante el primer semestre del año

2015), por las mayores tasas de sus préstamos bancarios y de sus emisiones públicas, las mismas que son superiores a las que mantuvo el año anterior. Debido a que LPSA mantiene patrimonios independientes que respaldan sus emisiones de Bonos Titulizados, cuyos flujos cubren las deudas de su División Inmobiliaria, a través de la cesión de cuentas por cobrar a patrimonios fideicometidos, los gastos financieros no reflejan la carga financiera total de la empresa.

LPSA registró una ganancia por diferencia cambiaria de S/ 14.66 millones, asociada a la disminución en el tipo de cambio, que contribuyó positivamente debido a los ingresos en moneda extranjera de la División Inmobiliaria, frente al impacto de sus deudas en dólares. Sus clientes finales enfrentan el riesgo de potencial de depreciación de la moneda nacional, lo que podría ocasionar mayor valor en sus deudas adquiridas con LPSA.

El resultado neto registrado durante el primer semestre del año 2016 ascendió a S/ 30.21 millones (S/ 19.32 millones durante el primer semestre del año 2015), que es consecuencia de mayores ingresos por ventas, principalmente, de la División Inmobiliaria, así como de un mayor resultado no operacional, afectado negativamente en el año 2015 por la importante pérdida por diferencia cambiaria.



b. Endeudamiento patrimonial y estructura financiera

La estructura activa de LPSA se encuentra concentrada en el corto plazo (57.14%), registrándose activos totales por S/ 1,515.15 millones a junio del 2016 (-4.89% en relación al cierre del 2015).

A junio del 2016, el menor nivel de activos corrientes (-5.45%, S/ 865.69 millones) es consecuencia, principalmente, de menores existencias (-4.70%, S/ 548.09 millones) que representaron 36.17% de los activos totales. Las existencias corresponden a proyectos de habilitación urbana de la División Inmobiliaria y a lotizaciones bajo las 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

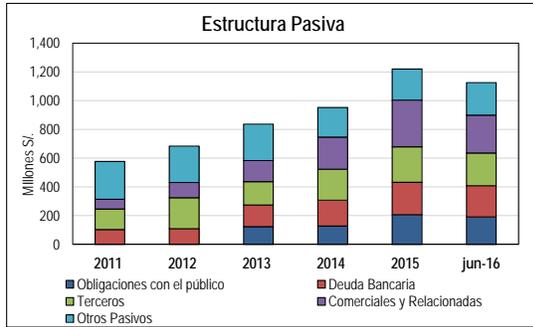
con el que cuenta LPSA, se presenta como una limitación relativa para mayores futuros desarrollos inmobiliarios. Las cuentas por cobrar comerciales representaron 27.16% de los activos totales (S/ 411.58 millones) entre corrientes (33.15%) y no corrientes (66.85%). Éstas son atribuibles a: (i) facturas por cobrar correspondientes a ventas de inmuebles, derechos de cobro por servicios y rentas por alquiler de locales comerciales, que no devengan intereses ni poseen garantías; (ii) letras por cobrar por ventas financiadas a clientes de la División Inmobiliaria, a un plazo de hasta 72 meses a un costo financiero promedio anual de aproximadamente 20.00%; y (iii) cuentas por cobrar por actividades diversas que no devengan intereses ni poseen garantías.

Los activos fijos de LPSA (S/ 150.35 millones), están conformados por terrenos, edificaciones, mobiliario y obras en curso, cuyo crecimiento está relacionado a mejoras en los hoteles bajo administración del Grupo, y a otras adquisiciones por concepto de equipos y de mobiliario. Los demás activos no corrientes (S/ 499.11 millones) están conformados por: terrenos adquiridos como reservas territoriales; inversiones en empresas relacionadas (Inversiones Real Once S.A. y Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A.) y a activos intangibles correspondientes a cuatro contratos de concesión de las playas de estacionamiento.

A junio del 2016, la estructura financiera de la empresa está casi equitativamente distribuida entre corto y largo plazo, conformada por pasivos totales ascendentes a S/ 1,125.76 millones (-7.75% en relación al cierre del 2015). Las fuentes de financiamiento de LPSA son diversificadas, estando conformadas por: emisiones en el mercado de capitales (16.96%), deuda bancaria (19.34%), obligaciones con terceros (20.21%), cuentas por pagar comerciales (23.34%), y otros pasivos (20.15%).

A junio del 2016, LPSA registró emisiones en el mercado de capitales por S/ 190.94 millones, 7.27% inferiores a las registradas al cierre del 2015, por la paulatina cancelación de sus emisiones de corto plazo. Sus emisiones en el mercado de capitales comprenden: (i) "Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario" con un saldo en circulación de S/ 52.84 millones a junio del 2016; (ii) "Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario", con un saldo en circulación de

S/ 60.56 millones a junio del 2016; y (iii) Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales, por un saldo a la fecha ascendente a S/ 77.54 millones.



Las obligaciones con los bancos de LPSA, están concertadas con 9 instituciones financieras locales y extranjeras, representaron 19.34% de los pasivos totales, por un monto de S/ 217.71 millones (-3.31%). Estas obligaciones se encuentran denominadas en moneda extranjera y tienen garantías constituidas por hipotecas y fideicomisos. Son prioritariamente de vencimiento no corriente (78.62%), amortizables entre los años 2016 y 2023, a una tasa promedio de alrededor de 8.50%.

Las cuentas por pagar comerciales ascendieron a S/ 262.77 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 no devengan intereses. Los terrenos 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*, con línea revolvente con descuento de facturas.

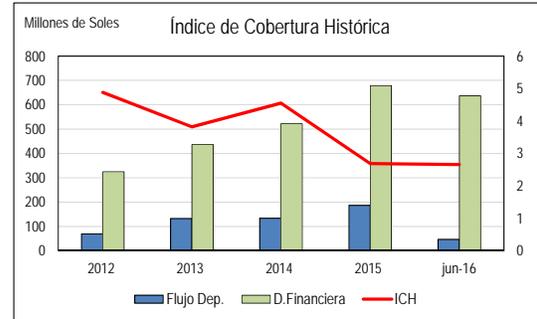
Los préstamos por pagar a terceros son recibidos de personas naturales y jurídicas (fondos de inversión), que no tienen garantías específicas e involucran un costo financiero promedio de 10.59%. Los anticipos de clientes registraron un saldo de S/ 149.78 millones a junio del 2016 y correspondieron a pagos recibidos de clientes de la División Inmobiliaria por letras que se aceptan por venta de terrenos durante el período de habilitación.

El patrimonio de LPSA ascendió a S/ 389.39 millones, al 30 de junio del 2016, 4.45% superior al patrimonio registrado a diciembre del 2015 (S/ 372.81 millones), lo que incluye utilidades retenidas por S/ 183.28 millones (+6.57%), y otras reservas.

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.

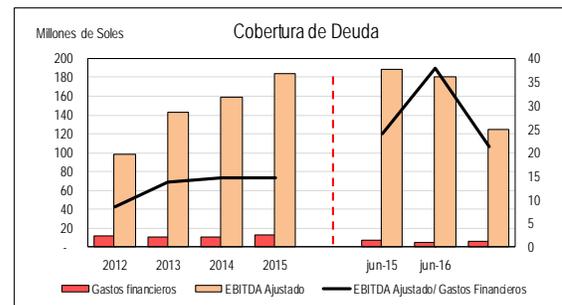
A junio del 2016, el ICH fue de 2.66 veces, inferior al obtenido al cierre del 2015 (2.69 veces), mostrando baja volatilidad, por presentar niveles similares de deuda financiera, así como tasas de interés que se mantienen estables.



Durante el primer semestre del 2016, LPSA continuó colocando nuevas emisiones de corto plazo en el marco de su Primer Programa de Papeles Comerciales, para atender de requerimientos de capital de trabajo, manteniendo un saldo cercano a los S/ 77 millones, a una tasa efectiva anual de aproximadamente 3.50%.

La empresa también mantiene Bonos Titulizados, respaldados por cuentas por cobrar provenientes de la División Inmobiliaria. Se tiene prevista una nueva emisión de Bonos Titulizados, que será respaldada por flujos provenientes de la División Estacionamientos, con el propósito de reperfilar su deuda buscando eficiencia en el gasto financiero.

A través de los años, LPSA ha venido incrementando su deuda financiera, pasando de S/ 324.60 millones al cierre del 2012 a S/ 636.14 millones a junio del 2016, representando 55.91% del patrimonio de la empresa.



Los mayores requerimientos de existencias de terrenos para realizar las actividades de habilitación urbana de la División Inmobiliaria, así como las mejoras en las playas de estacionamiento que posee, y la adquisición y construcción de espacios para operar playas de estacionamiento, determinan permanente requerimiento de capital de trabajo,

el que viene siendo financiando, en gran medida, a través de deuda.

La mayor adquisición está también relacionada, en cierta medida, con sustitución de deuda con terceros, buscando mejorar el costo financiero de la empresa. Si bien la institución cumple con los ratios requeridos por sus acreedores, se trata de un nivel importante que afecta la generación futura de utilidades.

Las ventas de LPSA presentaron mayor actividad en relación al mismo período del año 2015, habiendo aumentando

28.28%. Este ritmo de crecimiento se atribuye al mayor dinamismo de la División Inmobiliaria, que se ha recuperado, desde el año 2014, en línea con la mayor actividad del sector inmobiliario en el país.

La capacidad de generación operativa de Los Portales es suficiente para cubrir los gastos financieros de cada período. A junio del 2016, LPSA registró un EBITDA ajustado ascendente a S/ 188.66 millones, que representó 12.11 veces los gastos financieros del primer semestre del 2016.

Resumen de estados financieros consolidados y principales indicadores				
(En miles de Soles al 30 de junio del 2016)				
	2013	2014	2015	jun-16
Ventas netas	577,094	683,585	767,126	350,143
Resultado bruto	178,865	215,898	252,610	101,125
Resultado operacional	122,349	120,551	160,122	36,250
Depreciación del ejercicio	10,015	13,282	19,233	10,823
Flujo depurado	132,363	133,832	186,643	47,077
Gastos financieros	10,370	10,896	12,509	7,825
Resultado no operacional	-52,037	-49,491	-72,238	6,834
Utilidad neta	48,128	47,576	62,020	30,214
Total Activos	1,130,162	1,289,705	1,593,082	1,515,148
Disponibles	55,494	65,926	162,251	122,284
Deudores por Venta CP	95,463	111,199	167,758	176,827
Existencias	489,636	538,544	575,098	548,091
Activo Fijo	139,662	145,316	149,670	150,345
Total Pasivos	837,159	952,470	1,220,272	1,125,759
Deuda Financiera	436,454	522,779	678,820	636,144
Patrimonio	293,002	337,234	372,810	389,389
Result. Operacional / Ventas	21.20%	17.64%	20.87%	10.35%
Utilidad Neta / Ventas	8.34%	6.96%	8.08%	8.63%
Flujo depurado / Activos Prom.	12.85%	11.00%	12.94%	6.63%
Rentabilidad patrimonial	19.12%	15.10%	17.47%	21.26%
Liquidez corriente	1.35	1.22	1.42	1.59
Liquidez ácida	0.30	0.30	0.51	0.55
Pasivos Totales / Patrimonio	2.86	2.82	3.27	2.89
Deuda Financiera	436,454	522,779	678,820	636,144
Deuda Financiera / Patrimonio	1.49	1.55	1.82	1.63
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	59.5%	62.5%	52.7%	48.3%
Pasivos No Corrientes / Pasivos Totales	40.5%	37.5%	47.3%	51.7%
D. Financiera / Flujo depurado	3.30	3.91	3.64	13.51
Índice de Cobertura Histórica	3.82	4.55	2.69	2.66
EBITDA				
EBITDA	132,363	133,832	179,355	157,017
EBITDA Ajustado	142,835	159,424	183,546	188,659
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado	2.88	2.87	2.81	2.72
Deuda Financiera / EBITDA Ajustado	3.30	3.28	3.70	3.37
EBITDA Ajustado/ Gastos financieros	13.77	14.63	14.67	12.11
Resguardos				
Deuda Finan. Neta / EBITDA Aj. LTM <=3.75x	2.67	2.87	2.82	2.72
Deuda Finan. Neta / Patrimonio Neto <= 1.65x	1.30	1.35	1.39	1.32
EBITDA Aj. / Servicio de Deuda >= 1.30x	1.27	1.83	1.37	1.85

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 Inmobiliaria. Así, 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. La estructuración de su deuda a partir de procesos de titulización, comprometiendo los ingresos de las divisiones involucradas en la deuda, ha

constituido una alternativa eficaz para aislar los pagos de intereses de la generación de ingresos del negocio central. A junio del 2016, 36.30% de los pasivos de LPSA corresponden a deuda bancaria y deuda proveniente del mercado de capitales, en conjunto, con tasas efectivas anuales que oscilan entre 7% y 8.5%, en promedio, a largo plazo.

La empresa cuenta con una participación de 20.21% de sus pasivos (S/ 227.49 millones) que corresponde a deuda de terceros, con tasas de interés que superan el 10%, por lo que la empresa está en búsqueda de alternativas para mejorar la gestión en su costo de fondeo.

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 06 de octubre 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	Cancelada
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\$ 40,000,000	US\$ 6,000,000	360 días	3.8287%	13/04/2016	Vigente
Séptima Emisión - Serie A	US\$ 40,000,000	US\$ 6,000,000	360 días	2.99320%	26/08/2016	Vigente

SIMBOLOGIA

Instrumentos de Deuda de Corto Plazo

CLA - 2: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la 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
- 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.