

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

Sesión de Comité N°05/2018: 01 de marzo del 2018
Información financiera consolidada intermedia al 30 de setiembre del 2017

Analista: Silvana Zafrá R.
szafrá@class.pe

Los Portales S.A. y Subsidiarias ("LPSA"), corresponde a un conjunto de empresas, constituido en 1996, que se dedica a desarrollos inmobiliarios y proyectos de habilitación urbana, así como a la ejecución y a la operación de concesiones de estacionamientos y de servicios hoteleros, en diferentes ciudades del Perú, a través de seis empresas subsidiarias y de dos empresas afiliadas.

Los accionistas de LPSA son: el Grupo Raffo, grupo familiar peruano con más de 50 años de actividades en el mercado peruano; y el Grupo ICA, conglomerado de construcción de México, con actividades en otros países de Latinoamérica.

A setiembre del 2017, Los Portales S.A. y Subsidiarias registró activos totales ascendentes a S/ 1,641.41 millones, correspondiendo éstos principalmente a negocios de desarrollos inmobiliarios (33.71%) y a cuentas por cobrar comerciales (31.63%), respaldados por un patrimonio ascendente a S/ 460.96 millones. Entre enero y setiembre del 2017, sus operaciones permitieron alcanzar una utilidad neta de S/ 49.86 millones, generando una rentabilidad sobre el patrimonio promedio de 21.04%.

Clasificaciones Vigentes

Información financiera al:	Anterior ^{1/} 30.06.2017	Vigente 30.09.2017
Primer Programa de Papeles Comerciales de Los Portales	CLA-2+	CLA-2+
Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública de Los Portales	CLA-2+	CLA-2+
Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.	A- ^{2/}	A-
Perspectivas	Estables	Estables

1/ Sesión de Comité del 23.11.2017.

2/ Sesión de Comité del 29.11.2017.

FUNDAMENTACION

La categoría de clasificación de riesgo, otorgada al instrumento financiero a ser emitido por Los Portales S.A. y Subsidiarias, se fundamenta en:

- El respaldo de sus accionistas, liderados localmente por el Grupo Raffo, que aporta su experiencia en operaciones inmobiliarias y en negocios relacionados.
- La diversificación alcanzada por sus negocios, con particular énfasis en sus Divisiones Vivienda y de Estacionamientos, que han generado un sostenido crecimiento en ventas, a un promedio anual de 14.10% en los últimos 5 años.
- La capacidad de la empresa para generar flujos a partir de sus ventas es evidenciada en el nivel de EBITDA ajustado ascendente a S/ 176.05 millones durante los últimos 12 meses a setiembre del 2017, determinando un margen EBITDA de 25.41% sobre las ventas correspondientes a ese período.
- Las oportunidades existentes en el mercado nacional para la demanda de viviendas en los sectores socio económicos, C y D, atendidas a través de negocios de Habilitación Urbana y de Vivienda de Interés Social, que

explican el constante crecimiento de sus rentas de ese negocio.

- El liderazgo alcanzado por su División de Estacionamientos, que opera las playas de estacionamiento más importantes del país, con proyectos en desarrollo en Lima y en las principales ciudades de provincias.

Indicadores Financieros

En miles de soles al 30 de setiembre del 2017

	2015	2016	Set-2017
Total Activos	1,614,989	1,605,995	1,641,405
Existencias	585,017	526,872	553,387
Total Pasivos	1,235,750	1,179,582	1,180,442
Patrimonio	379,239	426,414	460,961
Ventas Netas	780,357	844,272	513,969
Resultado Operacional	162,883	113,017	63,500
Gastos Financieros Netos	(12,725)	(12,080)	(5,117)
Utilidad neta	63,089	68,340	49,860
Res. Operacional / Ventas	20.87%	13.39%	12.35%
Utilidad / Ventas	8.08%	8.09%	9.70%
Rentabilidad patrimonio promedio	17.47%	21.97%	21.04%
Rentabilidad / Activos	3.91%	4.26%	4.05%
Liquidez corriente	1.40	1.44	1.48
Liquidez ácida	0.50	0.52	0.49
Pasivos Totales / Patrimonio	3.26	2.77	2.56
Deuda Finan./Patrimonio	1.79	1.52	1.42
Índice de Cobertura Histórico	3.24	2.97	3.18
Ingresos Div. Inmobiliaria	82.38%	83.55%	80.15%
Ingresos Div. Estacionam.	10.29%	10.19%	13.18%
Ingresos Div. Hoteles	7.05%	6.03%	6.36%
Ingresos Div. Rentas	0.28%	0.22%	0.32%

*Para el análisis, las cifras han sido ajustadas a soles constantes de setiembre del 2017.

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

- La reestructuración de sus ventas y de sus pasivos en moneda nacional, que minimiza el impacto de la diferencia cambiaria.

- Las mejoras implementadas en la gestión financiera están permitiendo la reducción de su costo de fondeo, así como la adecuación de sus calces de monedas y de plazos.

La categoría de clasificación de riesgo asignada, también toma en cuenta factores adversos, como:

- El nivel de endeudamiento asumido por la empresa, contando con deuda financiera neta que, a setiembre del 2017, representa 3.22 veces su EBITDA Ajustado, cumpliendo con los resguardos establecidos en la emisión de valores.
- El menor ritmo de crecimiento de sus ventas totales, ligado al desempeño de proyectos de edificaciones en su División Vivienda, ocasionado por el menor dinamismo económico.
- La menor rotación de sus inventarios registrada en el año 2017 (0.64 veces a setiembre del 2017), ocasionada por el retraso en las entregas de productos terminados de la División Vivienda, repercutiendo en un mayor período para la conversión de caja operativa.
- La exposición de LPSA a variabilidad en los costos de adquisición de terrenos, registrando un *Landbank* sin crecimiento en los últimos ejercicios, asociado al menor ciclo de venta de productos terminados.
- 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 pudiera tener las variaciones en el tipo de cambio en sus obligaciones financieras, que se encuentran concertadas, en su mayoría, en dólares americanos.
- La situación de competencia existente, tanto en el sector inmobiliario, como en el de construcción, con participación de nuevos operadores, con una aparente situación actual de exceso de oferta de viviendas y oficinas, en diferentes sectores sociales.

LPSA cuenta con más de 20 años de experiencia en el desarrollo y en la promoción de negocios inmobiliarios, operando también playas de estacionamientos y brindando servicios hoteleros, a través de sus tres divisiones (Vivienda, Estacionamientos y Hoteles).

La difícil situación financiera por la que ha estado atravesando el Grupo ICA, por incumplimiento de sus obligaciones en el mercado de capitales internacional, está siendo superada a través de su Plan de Reestructuración y de la concertación de un crédito convertible con garantía prendaria con la empresa Fintech. Ello ha permitido al Grupo ICA el pago de sus obligaciones bancarias y

emisiones internacionales, implicando el cambio en su accionista controlador.

Durante los tres primeros trimestres del año 2017, LPSA generó ingresos por ventas ascendentes a S/ 513.97 millones (-13.59%, respecto al mismo período del 2016), sustentados, principalmente, en el desempeño de sus Divisiones Inmobiliaria y Estacionamientos que representaron, 80.15% y 13.18% de las ventas consolidadas de LPSA, respectivamente.

La División Vivienda está mayoritariamente dirigida a atender proyectos de habilitación urbana, lo que representa más de 80% de las ventas totales de su División.

En el año 2017, las ventas de la División Vivienda no crecieron en los niveles esperados, por efecto de retrasos en las entregas de productos y la tendencia del sector que viene presentando menores niveles de colocaciones de viviendas en los últimos ejercicios.

Ello se refleja en que las ventas de dicha División se redujeron 16.28% en el período comprendido entre enero y setiembre del 2017, respecto al mismo período del año 2016, luego de haber registrado un crecimiento promedio anual de 15.75% en los 5 años anteriores.

Las ventas de la División Estacionamientos crecieron entre enero y setiembre del 2017, respecto al mismo período del 2016, en 4.53%, como resultado de mayor operación de playas de estacionamiento y de la actualización de tarifas. LPSA mantiene un margen bruto de 32.63% durante los tres primeros trimestres del 2017, con gastos de ventas alineados con sus ingresos.

El menor dinamismo en ventas y la reducción del resultado operacional determinaron que registre un EBITDA ajustado de S/ 176.05 millones durante los últimos 12 meses a setiembre del 2017, asociado a un margen EBITDA de 25.41%, presentando una mejora en relación a ejercicios anteriores.

LPSA registró una ganancia por diferencia cambiaria y continuó con la reducción de su gasto financiero, lo que permitió la obtención de una utilidad neta de S/ 49.86 millones entre enero y setiembre del 2017 (S/ 53.58 millones en el año 2016).

A setiembre del 2017, los principales componentes de los activos de LPSA son sus cuentas por cobrar comerciales vinculadas a financiamientos de clientes de la División Vivienda (S/ 519.11 millones, 31.64%) y sus inventarios (S/ 553.39 millones, 33.71%).

Durante el año 2017, los inventarios de LPSA se incrementaron (+5.03%), por menores cambios de proyectos a inmuebles terminados y menores transferencias de terrenos hacia proyectos en desarrollo.

Ello determinó que se incremente la cantidad de días en que LPSA se demora en vender sus inventarios y, por

consiguiente, menor rotación de inventarios, reflejando velocidad más lenta en la venta de sus terrenos, lo que se explica por las menores ventas de la División Vivienda. LPSA cuenta con financiamiento, principalmente, por: emisiones en el mercado de capitales, concertación de deuda bancaria nacional e internacional, y obligaciones con terceros.

La deuda financiera totalizó S/ 655.41 millones a setiembre del 2017 (considerando gastos incurridos en la estructuración de deuda), determinando un nivel de apalancamiento neto en relación al EBITDA ajustado de 3.22 veces.

A setiembre del 2017, LPSA registró un patrimonio neto de S/ 460.96 millones (S/ 426.41 millones al cierre del 2016), con lo que su deuda financiera representó 1.42 veces su patrimonio.

LPSA se encuentra permanentemente en el proceso de reestructurar sus pasivos, con el propósito de reemplazar la deuda que mantiene con terceros, buscando concertar sus nuevas deudas a menor costo relativo y mayor plazo.

A setiembre del 2017, LPSA mantuvo emisiones de valores por S/ 420.72 millones (incluyendo gastos incurridos para la estructuración de deuda), de las cuales S/ 211.25 millones fueron colocadas en el mercado público y S/ 209.47 millones en el mercado privado.

Además, se encuentra estructurando la Segunda Emisión de su "Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública de Los Portales", hasta por US\$ 10.00 millones, destinados a sustitución de pasivos existentes y que será respaldada con una Carta Fianza por 15% del monto a emitir.

LPSA también se encuentra próximo a emitir un segundo tramo de tres emisiones, en el marco de su "Tercer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Privada Los Portales S.A.", por un monto conjunto de hasta US\$ 18 millones, también destinados al reemplazo de deuda existente, lo cual estará respaldado por una Cuenta Escrow, al igual que las demás emisiones de deuda privada.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la categoría de clasificación de riesgo, asignadas a los instrumentos financieros de Los Portales se presentan estables, tomando en consideración el desempeño histórico de sus negocios y, en particular, la generación operativa de su División Vivienda, que explica la mayor parte de sus ventas (cerca de 80% en la actualidad). En los últimos ejercicios, pese a que se observa menor ritmo de crecimiento en sus ventas, LPSA presenta un margen EBITDA Ajustado estable en relación a ejercicios anteriores. El incremento en los costos de adquisición de terrenos podría impactar en sus márgenes, teniendo en cuenta su actual nivel de terrenos para desarrollo inmobiliario y el desarrollo de operaciones, así como su política de no mantener altos excedentes de terrenos.

LPSA busca disminuir su costo financiero y reducir su exposición cambiaria por medio de la sustitución en su deuda financiera, a partir de recientes emisiones de Bonos Corporativos y de Papeles Comerciales.

La situación financiera de ICA está siendo gestionada en forma activa, por lo que la recuperación en su capacidad de pago, determinará un mejor nivel de respaldo patrimonial para Los Portales.

1. Descripción de la Empresa

Los Portales S.A. y Subsidiarias se creó sobre la base de LP Holding S.A., empresa propiedad del grupo Raffo, que se dedicaba a actividades de desarrollo inmobiliario, de habilitación urbana y de operación de playas de estacionamiento en el Perú desde el año 1950.

La alianza estratégica entre LP Holding S.A. e Ingenieros Civiles Asociados (ICA) de México, una de las más importantes empresas constructoras de México, dio lugar a la constitución, el 06 de marzo de 1996, del Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A. ("CILPSA").

Desde febrero del 2000, adoptó su actual denominación social como Los Portales S.A. ("LPSA"), agrupando diferentes empresas y vehículos de propósito especial, principalmente, en el negocio inmobiliario, los cuales han sido absorbidos paulatinamente.

Actualmente, LPSA 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 provisión de servicios turísticos y hoteleros.

Actualmente, desarrolla sus negocios en tres divisiones (Vivienda, Estacionamientos y Hoteles), con negocios distribuidos en 14 ciudades de 11 regiones del Perú.

a. Propiedad

Al 30 de setiembre del 2017, el capital social consolidado de LPSA y Subsidiarias está representado por 171,254 mil acciones comunes de S/ 1.00 de valor nominal cada una, suscritas y pagadas, las cuales se encuentran distribuidas entre el Grupo Raffo y el Grupo ICA.

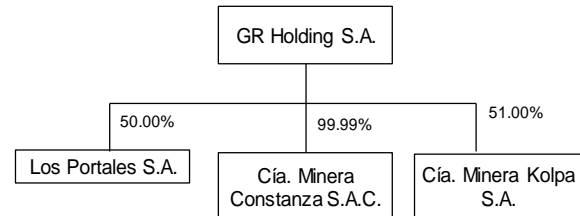
En Junta General de Accionistas del 23 de marzo del 2017, se aprobó la aplicación de las utilidades del ejercicio 2016, y la distribución de dividendos por S/ 16.50 millones (S/ 0.0963 por acción), que fueron íntegramente pagados al 30 de mayo del 2017.

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

El **Grupo Raffo** cuenta con más de cincuenta años de experiencia, en el Perú, en los sectores inmobiliario, textil, hotelero, minero y de estacionamientos.

Las inversiones del Grupo Raffo son controladas a través del holding GR Holding S.A. la cual es, a su vez, subsidiaria de Santa Aurelia S.A., empresa domiciliada en Perú, que posee 92.85% de su accionariado.

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



En términos consolidados, al 30 de setiembre del 2017, GR Holding registró activos totales por S/ 1,850.86 millones, respaldados por un patrimonio de S/ 586.09 millones.

El **Grupo ICA**, por su parte, es un 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. ICA ha llevado a cabo megaproyectos de infraestructura, de construcción civil (urbana e industrial), y de aeropuertos, entre otros, desarrollados también en diversos países de Latinoamérica y Europa.

En el año 2014, el menor gasto del gobierno de México ocasionó la reducida ejecución en proyectos de infraestructura, impactando en la obtención de proyectos para la empresa. Ello, junto a un elevado apalancamiento en moneda extranjera, cuyo valor se incrementó dada la importante depreciación del peso mexicano, provocó que la empresa registre una importante caída en su resultado neto. Las continuas pérdidas de ICA provocaron que la empresa incumpla con el pago de deuda correspondiente a bonos senior internacionales y a compromisos con bancos privados.

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

En relación al pago de su deuda remanente, el 25 de agosto del 2017 ICA presentó, con 4 de sus subsidiarias creadas como avales de préstamos, una solicitud de concurso mercantil con un Plan de Reestructura Previo, lo cual tiene el propósito de reestructurar sus pasivos.

Por su parte, sus subsidiarias operativas continúan operando de forma regular. La situación actual del Grupo ICA repercutió en la decisión de vender todos sus activos fuera de México, manteniendo como única inversión en el exterior a LPSA.

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

Empresas Ica S.A.B. de C.V.		Fecha
S&P	D	Feb-2017
Moody's	C	Ago-2017

En términos consolidados, al primer trimestre del 2017, Empresas Ica S.A.B. de C.V. reportó activos totales por US\$ 5,836.67 millones, respaldados por un patrimonio de US\$ 210.46 millones.

b. Empresas Subsidiarias y Afiliadas

Al 30 de setiembre del 2017, LPSA cuenta con las siguientes subsidiarias, en donde tiene participación accionaria mayoritaria:

- (i) **Inversiones Nueva Etapa S.A.C.** (99.98%), constituida en marzo del 2013, encargada de desarrollar proyectos de vivienda de interés social, bajo el programa gubernamental Techo Propio y MiVivienda.
- (ii) **Consortio Los Portales S.A.** (99.99%), dedicada 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.
- (iii) **Consortio de Estacionamientos Gamarra S.A.** (99.99%), 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.
- (iv) **Los Portales Construye S.A.C.** (99.00%), subsidiaria constituida en el 2013, que se especializa en la ejecución de proyectos multifamiliares.
- (v) **LP USA S.A.** (99.99%), subsidiaria adquirida en agosto de 2013 a GR Holding S.A., encargada de realizar inversiones y negocios de promoción y desarrollo en Estados Unidos de Norteamérica, principalmente en Houston, Texas.
- (vi) **Soluciones Urbanísticas S.A.C.** (99.99%), subsidiaria constituida en setiembre del 2016, dedicada al ordenamiento de áreas públicas, lo que comprende servicios relacionados a: internamiento y custodia de

vehículos en depósitos, enganche y arrastre de vehículos, cobranza de tarifas, entre otros.

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

- (i) **Inversiones Real Once S.A.**, empresa en donde LPSA mantiene una participación de 28.57%, propietaria del edificio de estacionamientos "Real Once", ubicado en el Centro Empresarial Camino Real.
- (ii) **Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A. - CEMSA**, empresa afiliada encargada de la construcción, desarrollo y operación del estacionamiento subterráneo bajo las calles Lima y Virgen Milagrosa en el distrito de Miraflores, en donde LPSA tiene 49.00% de participación.
- (iii) **Consortio Grúas y Depósitos**, creado en noviembre del 2016, entre Soluciones Urbanísticas S.A.C. y LPSA., en donde ésta tiene una participación de 49.00%. El consorcio se dedicará a la suscripción, implementación, desarrollo y ejecución del contrato de servicio que suscriba el consorcio y la Municipalidad de San Isidro.

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., en partes iguales.

En Junta Universal de Accionistas del 23 de marzo del 2017, se aprobó la conformación del nuevo Directorio para el ejercicio 2017, destacando el ingreso de la Sra. Guadalupe Phillips Margain, quien se desempeña actualmente como Directora General de Empresas ICA en México.

El Directorio actual de LPSA se encuentra conformado por los siguientes miembros:

Directorio

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

(*) Representantes Grupo ICA.

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

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

Plana Gerencial

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

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.

La Estructura de Poderes, requerida para la administración de la empresa, establece que las decisiones tomadas en las Juntas de Accionistas se aprueban en proporción a la cantidad de acciones suscritas por cada grupo (2). En el Convenio de Accionistas, suscrito en el 2010, se estableció los parámetros para: la adopción de decisiones relativas a la operación de Los Portales, la competencia entre ambos grupos, la regulación sobre la tenencia de acciones y la solución de controversias, entre otros aspectos societarios y de marcha de la empresa.

Ello se enmarca en el mecanismo de resolución de conflictos societarios denominado "Deadlock". Esto implica que, de no resolverse un asunto de importancia significativa, cualquiera de las partes podría iniciar un procedimiento para dar inicio a una mediación buscando resolver de manera directa dicho conflicto.

La administración de Los Portales S.A. es actualmente ejercida por el Grupo Raffo, a través de la Gerencia General, que es responsable de adoptar las decisiones 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 activos de su propiedad:

- (i) ***Fideicomiso Fiduciaria GBC S.A. (Fiduperú)***, suscrito en diciembre del 2010 entre Los Portales S.A., Fiduciaria GBC S.A., Banco Santander Perú S.A. y Banco Santander Panamá.

El patrimonio respalda 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 flujos de las Playas de Estacionamiento Cáceres y Derteano.

(ii) *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 está conformado por los 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. El Programa mantiene un saldo en circulación de US\$ 14.21 millones, a setiembre del 2017.

(iii) *Fideicomiso en Administración de Flujos y Garantía sobre el proyecto Techo Propio Sol de Piura*

suscrito en el año 2012, entre Los Portales S.A., La Fiduciaria S.A., BBVA Banco Continental, Fondo MiVivienda S.A. y JVL Ingenieros Consultores, con el objetivo de llevar a cabo el desarrollo del Proyecto Techo Propio Sol de Piura.

(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. para respaldar el cumplimiento de las obligaciones asumidas 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.**, suscrito en marzo del 2013, como Fideicomiso de Titulización que respalda la emisión Privada de Bonos de Vivienda, hasta por US\$ 10 millones, con el propósito de adquirir activos inmobiliarios y desarrollar proyectos inmobiliarios en la ciudad de Tacna.

Además, LPSA ha celebrado los siguientes contratos de concesión cuyo valor, a setiembre del 2017, equivale a S/ 20.75 millones:

- (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.
- (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", donde se ha construido 545 cocheras subterráneas.
- (iii) Contrato de Concesión de la Playa de Estacionamiento Ovalo Gutiérrez, adquirida por LPSA en junio del 2010 y corresponde a la playa de estacionamiento del Ovalo Gutiérrez, por un plazo de 21 años, hasta el año 2027.
- (iv) 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 realiza sus actividades a través de 3 Divisiones: (i) la División Vivienda, dedicada a la ejecución de inversiones y negocios de promoción y de desarrollo inmobiliario; (ii) la División Estacionamientos, que opera de playas de estacionamiento de terceros o propias; y (iii) la División Hoteles, que presta servicios turísticos, hoteleros y de hospedaje. LPSA también gestiona actividades de arrendamiento, registrando ventas por S/ 1.62 millones entre enero y setiembre del 2017, correspondiente al alquiler de oficinas de propiedad de la empresa.



a. División Vivienda

Las operaciones de la División se encuentran distribuidas en 9 regiones (Piura, Lambayeque, Ancash, Junín, Ica, Tacna, La Libertad, Lima y Puno), centrandose sus negocios en el desarrollo de edificaciones de viviendas unifamiliares y multifamiliares, así como proyectos de habilitación urbana secundaria.

Las edificaciones de Viviendas Unifamiliares corresponde a Viviendas de Interés Social, operadas bajo los programas Techo Propio y MiVivienda para la construcción de casa de familias de los niveles socioeconómicos C y D, mientras que las edificaciones de Viviendas Multifamiliares forman parte del programa MiVivienda y están dirigidas a los niveles socioeconómicos B y C.

Por su parte, el segmento de Habilidadación Urbana Secundaria, que representa más del 80% de las ventas de la División, está enfocado en el desarrollo de terrenos para venta de lotes con instalaciones de servicios básicos (agua, desagüe y electricidad).

La venta de lotes es generalmente financiada en 72 cuotas, luego de un pago inicial, entregándose el título de propiedad al cliente cuando finaliza el pago de la última cuota.

A setiembre del 2017, las cuentas por cobrar de LPSA ascendieron a S/ 589.80 millones, asociadas a una morosidad de 0.65%.

Entre enero y setiembre del año 2017, la División Vivienda registró ingresos por ventas por S/ 348.22 millones, 19.70% inferiores a lo reportado en el mismo período del año 2016 (a valores constantes). Además, se registraron ingresos financieros por venta de lotes ascendentes a S/ 63.71 millones, frente a S/ 58.40 millones reportados entre enero y setiembre del 2016.

En los tres primeros trimestres del año, LPSA realizó el lanzamiento de 10 nuevos proyectos, vendiendo 2,286 unidades.

b. División Hoteles

La División Hoteles comprende: la operación y la administración de hoteles propios y de terceros, bajo las marcas de lujo (Hotel Country Club) y corporativa (Los Portales Hoteles) y la prestación de servicios complementarios.

Entre enero y setiembre del 2017, la División Hoteles gestionó 327 habitaciones en 6 hoteles, que permitieron generar ingresos por S/ 32.68 millones.

- **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*.

- **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.
- **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.
- **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.
- **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. Está ubicado en la ciudad de Cusco y cuenta con 50 habitaciones.
- **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.

c. División Estacionamientos

Los Portales S.A. es la empresa líder en el país en la administración de playas de estacionamientos y de servicio de Valet Parking.

La División de Estacionamiento de LPSA opera en tres líneas de negocio: Megaplayas y Concesiones, Playas de Estacionamiento Comerciales y Microplayas de Estacionamiento.

Durante los tres primeros trimestres del 2017, la División gestionó 191 playas de estacionamiento que sumaron 46,652 espacios, a un promedio mensual de más de 6,592 abonados en Lima, Arequipa, Piura, Pucallpa, Cajamarca, Ica y Cusco. Ello reportó ingresos ascendentes a S/ 67.74 millones en el período enero-setiembre del año 2017.

LPSA mantiene contratos de concesión en las Megaplayas de Estacionamientos de: Dionisio Derteano, Andrés A. Cáceres, Óvalo Gutierrez, y Estadio Nacional.

Desde noviembre del año 2016, LPSA también es el operador de la MegaPlaya de Estacionamiento subterráneo bajo las calles Lima y Virgen Milagrosa en el distrito de

Miraflores, cuya concesión fue adjudicada a su empresa afiliada CEMSA (49% de LPSA).

El Emisor también participa en la adjudicación de la concesión de estacionamiento subterráneo que se encuentra en proceso de desarrollo y/o construcción, a través de Consorcio de Estacionamientos Gamarra S.A. (en La Victoria).

3. Mercado

3.1. Sector construcción

De acuerdo con información del Banco Central de Reserva del Perú, el PBI construcción acumuló una disminución de 0.70% entre enero y setiembre del 2017, respecto al mismo período del año 2016, mostrando un avance de 8.90% en el mes de setiembre del 2017.

El mejor desempeño del sector construcción se explica por mayor consumo interno de cemento (+3.78% en setiembre del 2017, según el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento).

También impactó positivamente la dinámica de la inversión pública, la cual se incrementó en 5.00% en el tercer trimestre del 2017, en relación al mismo período del año 2016, por efecto de: (i) inversiones del gobierno nacional en proyectos de infraestructura vial, Juegos Panamericanos y ampliación de sistemas de agua potable; (ii) inversiones de gobiernos locales en programas de Saneamiento Rural y Mejoramiento Integral de Barrios; e (iii) inversiones de gobiernos regionales con la ejecución de nuevos hospitales y el proyecto Hidroenergético Majes Siguanas-III Etapa.

Con ello, la ejecución de obras públicas se incrementó en 23.60% en setiembre del 2017, en relación al mismo mes del año anterior.

La tendencia del sector construcción está determinada por la dinámica de la inversión pública, destacando también la reanudación de la construcción de la Línea 2 del Metro de Lima y Callao, así como el inicio de obras en la Villa Panamericana y en la Carretera Bellavista-El Estrecho.

Al respecto, cabe importante mencionar la promulgación, el 12 de setiembre del 2017, del Plan Integral de Reconstrucción con Cambios, de las zonas más afectadas del país por el Fenómeno El Niño Costero.

Dicho Plan tendrá efectos positivos en el sector construcción, contemplando inversiones de alrededor de S/ 25.66 mil millones (4% del PBI nacional). El Plan involucra la ejecución de obras de rehabilitación y reconstrucción de infraestructura dañada por S/ 19 mil millones, entre otras actividades de prevención y fortalecimiento de instituciones. La actividad del sector también estuvo influenciada por la recuperación en el nivel de inversión privada (+5.40% en el tercer trimestre del 2017, según información del Banco

Central de Reserva del Perú).

Los anuncios de proyectos de inversión privada para el período 2018-2019 alcanzan US\$ 18.37 mil millones:

(Millones de US\$)	Total Inversión	Cantidad de proyectos
Minería	6,529	25
Infraestructura	4,019	24
Otros Sectores	3,481	56
Hidrocarburos	2,213	16
Energía	1,257	21
Industria	870	11
Total	18,369	153

Fuente: BCRP – Reporte de Inflación

Por otro lado, Pro Inversión ha anunciado su intención de dar en concesión proyectos por un monto ascendente a US\$ 10.70 mil millones en el período comprendido entre 2017 y 2019.

En los próximos años, se espera mayor dinamismo adicional en el sector construcción, gracias al ingreso de nuevos proyectos adjudicados, entre los que destacan: Línea de Transmisión Aguaytía-Pucallpa 138 kV, Hidrovía Amazónica, así como Enlace 500 kV Mantaro-Nueva Yanango-Carapongo y S.S.E.E. Asociadas y Enlace 500 kV Nueva Yanango-Nueva Huánuco y S.S.E.E. Asociadas. También existe una serie de proyectos mineros (nuevos y ampliaciones) que entrarán en ejecución e impulsará el dinamismo del sector construcción: ampliación de la Mina Marcona; mejoras en el sistema productivo de Toromocho, ampliación de la Mina Toquepala y concesión del proyecto Michiquillay (otorgado en febrero del 2018 a SPCC).

3.2. Sector Inmobiliario

Hasta setiembre del 2017, el mercado inmobiliario no recupera el dinamismo de años anteriores, mostrando una moderada demanda interna de bienes raíces y elevados niveles de sobreoferta.

En relación al ejercicio 2016, las ventas de departamentos se reactivaron durante la segunda mitad del año 2017. De acuerdo con el informe publicado por BBVA Research *Situación Inmobiliaria 2017*, considerando 26 distritos de Lima Metropolitana, se lograron vender más de 12,500 departamentos, frente a alrededor de 10,800 departamentos vendidos en el año 2016.

Por el lado de precios, de acuerdo con el Banco Central de Reserva, tomando en consideración una muestra de 10 distritos representativos de Lima Metropolitana, en el tercer trimestre del año 2017, los precios promedio por m² de departamentos en dólares corrientes aumentaron 4.90% respecto al mismo trimestre del año 2016.

El sector inmobiliario se encuentra limitado por problemas estructurales, vinculados al entorno regulatorio para la utilización de terrenos y a la zonificación, permisos de

construcción, registro de propiedades, entre otros aspectos en proceso de mejora permanente.

Por otro lado, los créditos hipotecarios continúan presentando una tendencia a la baja. De acuerdo con información de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, el saldo de créditos hipotecarios del Sistema Financiero Peruano se redujo 4.40% entre diciembre del 2015 y 2016, luego de crecer 12.10% entre los años 2014 y 2015 y 15.40% entre los años 2013 y 2014. Se reportó una variación negativa de 4.70% entre setiembre del 2017 y setiembre del 2016.

3.2.1 Oficinas

A setiembre del 2017, prevalece la tendencia registrada durante años anteriores, en el sector inmobiliario de oficinas, afianzándose los niveles de sobreoferta e incrementándose el nivel de inventarios.

Por el lado del mercado de oficinas prime en Lima, de acuerdo con datos de Colliers, al tercer trimestre del 2017, se registró una vacancia de 29.60% (340,153 m²), frente a una vacancia de 22% registrada al cierre del segundo trimestre del 2017, por menor absorción de oficinas. Con ello, a setiembre del 2017, el mercado de oficinas prime contó con un inventario de 1,148,747 m², distribuido en 87 edificios en las zonas: Sanhattan (36%), Nuevo Este (23%), Miraflores, San Borja, San Isidro El Golf y Surquillo. Con respecto al mercado de oficinas subprime, se registró un inventario total de 1,175,539 m² distribuidos en 234 edificios, mostrando una ligera disminución en vacancia a 16.43%.

El inventario de oficinas subprime estuvo distribuido, principalmente, en los distritos de: Sanhattan (25%), Miraflores (21%), San Isidro El Golf (13%), entre otros distritos.

En lo que resta del ejercicio, se espera que ingresen al mercado alrededor del 34,000 m² de edificios para oficinas prime y 43,000 m² de edificios para oficinas subprime.

Mercado Prime		
	A	A+
Precio de Renta	US\$ 16.87 por m ²	US\$ 17.41 por m ²
Precio de Venta	US\$ 1,884 por m ²	US\$ 2,194 por m ²

Mercado Subprime		
	B	B+
Precio de Renta	US\$ 7.14 – US\$ 16.23 por m ²	US\$ 13.75 – US\$ 16.74 por m ²
Precio de Venta	US\$ 1,834 por m ²	US\$ 1,863 por m ²

Fuente: Colliers

3.2.2. Vivienda de Interés Social

De acuerdo con información del Fondo MiVivienda, durante el año 2017, se colocaron 7,101 créditos, frente a 8,082 créditos colocados en el año 2016, los cuales estuvieron

asociados a un monto desembolsado de S/ 875.64 millones (S/ 873.85 millones en el año 2016).

La participación de las colocaciones hipotecarias del Crédito MiVivienda en el sistema financiero fue de 14.60% (en el mes de noviembre del 2017), concentrando 36.30% de los deudores del sistema financiero (en el mes de octubre del 2017), presentando una morosidad de 3.56% (en el mes de noviembre del 2017).

Según datos del Fondo MiVivienda, en el año 2017, del total de colocaciones de créditos MiVivienda, 6,683 se colocaron a través del Nuevo Crédito MiVivienda, 348 a través de Financiamiento Complementario Techo Propio, 42 mediante crédito MiConstrucción, 17 a través de MiCasa Más y 11 mediante el producto MiTerreno.

La mayor cantidad de créditos MiVivienda se colocaron a través de bancos, siendo aproximadamente 62% del total, mientras que 17%, se colocan por medio de Financieras, 13% por medio de Cajas Municipales y 8% por medio de Edpyme MiCasita.

Lima es el departamento donde se colocaron mayor cantidad de créditos, participando con más de 52.65% de los desembolsos del Fondo MiVivienda.

Respecto al Bono Familiar Habitacional (subsidio entregado por el Estado Peruano), los desembolsos ascendieron a 28,471 operaciones durante el año 2017, asociados a un monto de S/ 582.72 millones, 19.40% por debajo de lo registrado en el mismo período del 2016.

En relación a las disposiciones del Plan de Reconstrucción con Cambios, de acuerdo con la Resolución Ministerial N° 304-2017-VIVIENDA, el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento, aprobó la entrega de alrededor de 47 mil Bonos Familiares Habitacionales a las familias damnificadas por el Fenómeno El Niño, lo que involucra una inversión de S/ 1,593 millones, principalmente, en las regiones más afectadas de: Lambayeque, Piura, La Libertad, Lima y Ancash.

Con el propósito de promover la actividad construcción, el Gobierno impulsó la adopción de medidas por parte del Fondo MiVivienda, orientadas a ampliar los desembolsos del Bono Familiar Habitacional (BFH).

En junio del 2017, mediante Decreto Supremo N° 016-2017 – Vivienda, se aprobó la actualización del valor máximo de la Vivienda de Interés Social (VIS) en la modalidad de adquisición de Vivienda Nueva para S/ 81 mil para VIS Unifamiliar y hasta S/ 101.25 mil para VIS Multifamiliar. 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 enero y junio del 2017, según la información del Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento, el Estado invirtió S/ 2,712 millones para financiar 1,084 proyectos de agua y saneamiento.

Por otro lado, entre agosto del 2016 y junio del 2017, se transfirieron S/ 1,858 millones a los gobiernos sub-nacionales para la ejecución de pistas y veredas, entre otras acciones para el mejoramiento de barrios.

4. 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 setiembre del 2017:

Periodo	Dic.2015	Set.2016	Dic.2016	Set.2017
IPM	220.1306	221.6527	224.3467	223.4175
Factor Anualizador	1.0149	1.0080	0.9959	1.0000

a. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

Los resultados de LPSA evidencian estabilidad en sus niveles de rentabilidad, generados por ingresos que están alineados con los costos en los que viene incurriendo. En los últimos ejercicios, las ventas totales de LPSA vienen mostrando tasas de crecimiento cada vez menores, replicando la dinámica de su División Vivienda, la cual sustentó 80.15% de sus ventas entre enero y setiembre del 2017 (81.70% de participación en promedio en los últimos años).

Entre los años 2013 y 2016, las ventas totales de LPSA registraron un crecimiento promedio anual de 14.10%, aunque decrecieron en 13.59% entre enero y setiembre del 2017, en relación al mismo período del 2016, llegando a S/ 513.97 millones.

Ello se atribuye a que las ventas de la División Vivienda (incluyendo financiamiento de lotes de proyectos de Habitación Urbana) se contrajeron 16.28% a S/ 411.93 millones, en relación al período comprendido entre enero y setiembre del 2016, por menor dinamismo en la venta de lotes, en concordancia con el desempeño del consumo privado.

En particular, los ingresos financieros vinculados al financiamiento de lotes se incrementaron 9.09% a S/ 63.71 millones debido a la creciente base de financiamientos.

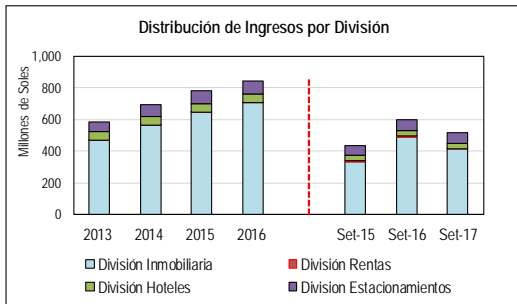
Por su parte, la dinámica de las edificaciones de viviendas multifamiliares y de las Viviendas de Interés Social fue

impactada por el menor nivel general de venta de viviendas en el país.

Durante el año 2017, el Fenómeno El Niño conllevó el retraso en las entregas de productos terminados de la División Vivienda, contrayendo sus ventas. A pesar de ello, se realizaron lanzamientos de nuevos proyectos y se retomaron los proyectos de Techo Propio en Piura.

La División Estacionamientos reportó un crecimiento promedio anual de 9.74% en el período 2013-2016 y un crecimiento de 4.53% durante los tres primeros trimestres del año 2017, ascendiendo a S/ 67.74 millones.

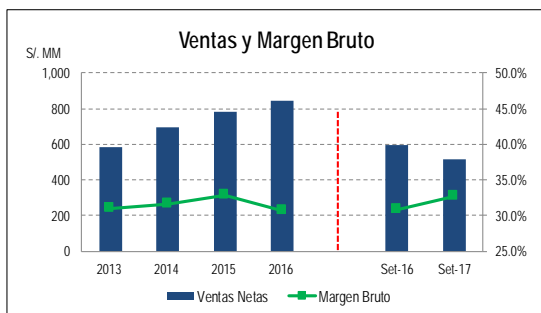
Ello está relacionado con ajustes periódicos en las tarifas promedio, para abonados y para eventuales, así como con la inauguración e inicio de operaciones de nuevas playas de estacionamiento.



LPSA presenta adecuados niveles de eficiencia, debido a que su costo de ventas acompaña el desempeño en la ejecución de operaciones en cada división.

Entre enero y setiembre del 2017, LPSA reportó inferior costo de ventas en su División Vivienda, asociado al pago a proveedores por obras de construcción y por adquisición de tierras, incluyendo también gastos financieros necesarios para cubrir los requerimientos operativos del negocio.

El menor costo de ventas (-15.76%) determinó un margen de explotación de S/ 167.73 millones. Con ello, LPSA viene generando un margen bruto estable, el cual promedia en alrededor de 32% en los últimos 4 años.



Los costos operativos de LPSA crecen por el mayor nivel de operaciones y, debido al menor ritmo de crecimiento en las ventas, el EBITDA Ajustado presenta un ritmo de crecimiento cada vez menor.

El beneficio generado por las operaciones de la empresa se reflejó en su nivel de EBITDA ajustado ascendente a S/ 176.05 millones para los últimos 12 meses a setiembre del 2017, resultando en un margen EBITDA de 25.41%, que se ha mantenido estable a través de los años, alrededor de 23% en los últimos 4 años.

Entre enero y setiembre del 2017, LPSA registró una ganancia por diferencia en cambio de S/ 12.57 millones (S/ 1.63 millones entre enero y setiembre del 2016), asociada a la apreciación del sol.

LPSA viene adoptando medidas hacia la reducción de su exposición cambiaria, incrementando su financiamiento en soles, buscando calzar los niveles de activos y pasivos en moneda extranjera.

Ello toma en consideración que la acumulación de terrenos para las operaciones de su División Vivienda se concreta en dólares y, del mismo modo, las ventas de dicha División son mayoritariamente en moneda extranjera.

Por ello, los clientes finales de LPSA también enfrentan el riesgo potencial de la depreciación de la moneda nacional, la que podría determinar mayor valor en sus deudas contraídas con LPSA.

Con respecto a los gastos financieros asumidos por LPSA, su política de endeudamiento considera la asignación de gastos de financiamiento vinculados a sus proyectos en desarrollo (que forman parte de sus inventarios), dentro del costo de dichos activos hasta que se conviertan en inmuebles terminados, destinados a la venta.

Durante los tres primeros trimestres del 2017, LPSA registró gastos financieros por S/ 5.12 millones, frente a S/ 9.95 millones durante los tres primeros trimestres del 2016.

Dichos gastos financieros no incluyen la capitalización de intereses por S/ 43.88 millones, que fueron registrados dentro del costo de ventas.

LPSA está reestructurando su deuda financiera, buscando mejorar el costo promedio de ésta y ampliar plazos, lo cual viene determinando la concertación de tasas más competitivas en los últimos ejercicios para los nuevos endeudamientos.

El resultado neto registrado entre enero y setiembre del 2017 ascendió a S/ 49.86 millones, 6.94% menor a lo registrado entre enero y setiembre del 2016 (S/ 53.58 millones a valores constantes).

LPSA viene registrando utilidades que determinan la periódica distribución de dividendos a sus accionistas, entre 20% y 30% de las utilidades totales de cada período.

b. Estructura de activos y liquidez

A setiembre del 2017, los activos totales de LPSA ascendieron a S/ 1,641.41 millones (S/ 1,606.00 millones a diciembre del 2016, a valores constantes), contando con activos corrientes por S/ 838.38 millones (51.08% de sus activos totales), los cuales fueron 0.72% superiores a los registrados al cierre del 2016.

El mayor nivel de activos corrientes es resultado, principalmente, de mayores inventarios y cuentas por cobrar, así como resultado de la venta de lotes e inmuebles. Los inventarios de Los Portales ascendieron a S/ 553.39 millones, siendo 5.03% superiores a los registrados al cierre del 2016 (S/ 526.87 millones), y corresponden a: (i) terrenos destinados a desarrollo inmobiliario, (ii) proyectos inmobiliarios en desarrollo en Lima y provincias; e (iii) inmuebles terminados, con habilitación urbana y construcción, disponibles para ser vendidos.

El incremento en el saldo de inventarios se debe a mayores proyectos inmobiliarios en desarrollo, como consecuencia de menores transferencias a inmuebles terminados. Ello evidencia una menor rotación de inmuebles y un menor ritmo de ventas en el período, lo que también ocasionó menores transferencias desde terrenos para desarrollo inmobiliario, en línea con el menor nivel de demanda.

Por ello, a setiembre del 2017, LPSA registró 421 días de inventario, lo que refleja una velocidad más lenta de venta de sus terrenos, alineada con las menores ventas de productos terminados de la División Vivienda.

Los Portales registró recursos líquidos en caja que ascendieron a S/ 89.24 millones, 28.08% inferiores a los registrados al cierre del 2016.

Los recursos en caja representan 5.44% de los activos totales y están conformados por depósitos a plazo fijo y por cuentas corrientes. Dichos recursos incluyen un saldo de S/ 55.00 millones sujeto a acuerdos contractuales y que no son de libre disposición.

A setiembre del 2017, LPSA generó menor nivel de caja, en relación a períodos anteriores.

En relación a sus activos no corrientes, éstos ascendieron a S/ 803.03 millones, conformados, principalmente, por: activo fijo ascendente a S/ 155.44 millones, inversiones inmobiliarias ascendentes a S/ 214.97 millones, y cuentas por cobrar comerciales de largo plazo por S/ 367.81 millones.

Las inversiones inmobiliarias corresponden a terrenos en Lima y en provincias adquiridos como reserva territorial y también registró activos intangibles por S/ 40.70 millones correspondientes a cuatro contratos de concesión de playas de estacionamiento.

LPSA posee un importante nivel de cuentas por cobrar comerciales por S/ 519.11 millones (S/ 470.82 millones a diciembre del 2016), entre cuentas corrientes (29.15%) y no corrientes (70.85%).

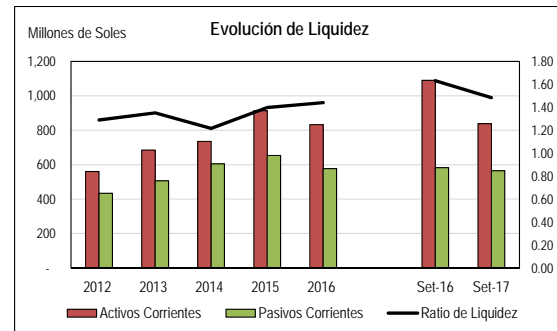
Éstas son atribuibles a documentos por cobrar por venta de inmuebles y por ventas de lotes, financiados hasta en 72 meses.

La importante participación de inventarios en la estructura activa de Los Portales, determinó un nivel de activos corrientes (S/ 838.38 millones), suficiente para el cumplimiento de sus obligaciones corrientes ascendentes a S/ 564.91 millones.

Los pasivos de Los Portales corresponden, principalmente, a deuda financiera por S/ 655.41 millones, lo que representó a setiembre del 2017, 55.52% de estos.

La mayor parte de su deuda financiera estuvo concertada a largo plazo (75.07%), con vencimiento entre 2018 y 2023. Ello calza con su esquema de recepción de ingresos a partir de la recolección de cuentas por cobrar de la División Vivienda, principal fuente de ingresos de LPSA.

A setiembre del 2017, LPSA registró un ratio de liquidez corriente de 1.48 veces, por encima del ratio de liquidez corriente observado al cierre del 2016 (1.44 veces), por aumento de activos corrientes, por mayores inventarios.



c. Endeudamiento patrimonial y estructura financiera

La continuidad de las operaciones de la División Vivienda de LPSA demanda la constante concertación de deuda financiera, la cual es destinada a la adquisición de terrenos y el desarrollo de proyectos.

A setiembre del 2017, LPSA registró deuda financiera ascendente a S/ 655.41 millones (incluyendo gastos incurridos para la estructuración de deuda), la cual representa 1.48 veces la deuda financiera con la que contaba LPSA al cierre del 2013.

La deuda financiera de LPSA es mayoritariamente no corriente (75.07%) y está diversificada entre: deuda bancaria, emisiones públicas y privadas en el mercado de capitales y obligaciones con terceros.

Las emisiones en el mercado de capitales ascendieron a

S/ 414.22 millones, 21.91% superiores a las registradas al cierre del 2016, explicadas por nuevas colocaciones de bonos titulizados y de bonos corporativos privados, como parte de su plan de sustitución de pasivos.

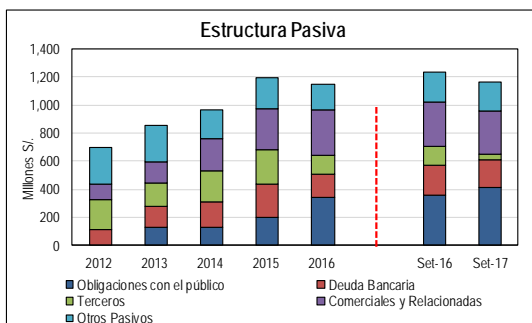
Las emisiones en el mercado de capitales comprendieron, a setiembre del 2017: (i) dos emisiones de su Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario por un saldo de US\$ 30.88 millones; (ii) emisiones del Primer Programa de Papeles Comerciales de Los Portales con un saldo ascendente a S/ 56.67 millones; (iii) emisiones del Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública de Los Portales con un saldo de S/ 20.00; y (iv) emisiones en el marco de dos programas de Bonos Corporativos Privados por un saldo ascendente a US\$ 63.71 millones.

Como hecho posterior, el 15 de noviembre del 2017, se realizó la colocación del “Tercer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Privada Los Portales S.A.”, por un importe de US\$ 8.08 millones en el marco de su primera emisión, por un plazo de 5 años. A su vez, se redimió la Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Privados el 15 de diciembre del 2017, por US\$ 5.026 millones.

El 20 de diciembre del 2017, LPSA realizó la Primera Emisión de su “Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.”, a partir del cual captó recursos por US\$ 6.68 millones a 3 años.

En diciembre del 2017 y en febrero del 2018, LPSA captó recursos adicionales en el marco de su Segundo Programa de Papeles Comerciales - Oferta Pública de Los Portales, por S/ 25 millones y S/ 20 millones, en la Tercera Emisión - Serie A y Primera Emisión - Serie B, respectivamente.

Las obligaciones con bancos de LPSA, están concertadas con 12 instituciones financieras locales y extranjeras y representaron 32.50% de los pasivos totales, por un monto de S/ 195.13 millones (+14.11%, respecto a diciembre del 2016).



Las obligaciones bancarias se encuentran denominadas en moneda extranjera y tienen garantías constituidas por

hipotecas y fideicomisos. Son prioritariamente de vencimiento no corriente (71.85%), amortizables entre los años 2018 y 2023, a una tasa de entre 7% y 8.5%.

Los préstamos por pagar a terceros, ascendentes a S/ 39.55 millones, son recibidos de personas naturales y jurídicas (fondos de inversión), que no tienen garantías específicas e involucran un costo financiero que oscila entre 9% y 15%.

La deuda financiera de LPSA representó 55.52% de sus pasivos totales, los cuales ascendieron a S/ 1,180.44 millones a setiembre del 2017 (S/ 1,179.58 millones a diciembre del 2016).

Entre sus demás pasivos, LPSA registró cuentas por pagar comerciales, por S/ 293.54 millones (24.87% de los pasivos totales), originadas a partir de la adquisición de terrenos y de suministros, generalmente concertadas a mediano plazo y no devengan intereses.

LPSA también mantuvo cuentas por pagar comerciales *confirming*, con línea revolvente con descuento de facturas, que ascendieron a S/ 13.54 millones y US\$ 548 mil.

Al 30 de setiembre del 2017, el patrimonio de LPSA ascendió a S/ 460.96 millones, 8.10% superior al patrimonio registrado a diciembre del 2016 (S/ 426.41 millones, a valores constantes), lo que incluye utilidades retenidas por S/ 252.88 millones y otras reservas.

Con ello, la deuda financiera de LPSA representó 1.42 veces su patrimonio, frente a 1.52 veces que representó al cierre del 2016, mostrando menor ratio de endeudamiento en relación a periodos anteriores.

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

d. Índice de Cobertura Histórica

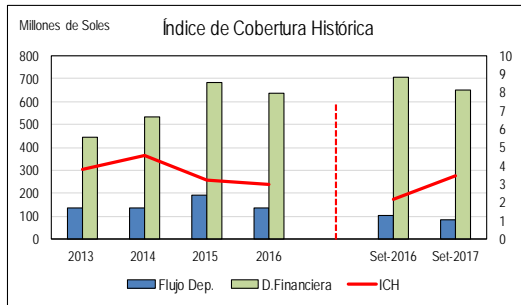
El Índice de Cobertura Histórica (ICH) mide la capacidad de una empresa de hacer frente a sus gastos financieros proyectados con la generación de recursos que obtiene de sus activos. Mientras más elevado sea este índice, mayor es la capacidad de pago de la institución.

A setiembre del 2017, el ICH de LPSA fue de 3.18 veces, superior al obtenido al cierre del 2016 (2.97 veces), presentando buena capacidad de cobertura de gastos frente al pago futuro de intereses de su deuda actual.

El cálculo del Índice de Cobertura Histórica incorpora la próxima emisión del “Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.”, la cual involucraría un monto de hasta US\$ 10.00 millones, en el marco del monto máximo en circulación del Programa, por hasta US\$ 30 millones.

La Segunda Emisión, así como la Primera Emisión, se encontrará respaldada por una Carta Fianza por un importe equivalente al 15% del monto que sea captado a partir de dichas emisiones, lo cual equivaldría a un monto máximo de US\$ 1.50 millones.

Las Cartas Fianzas constituyen una garantía adicional a la estructura planteada ya que contempla una realización automática en favor de los Bonistas.



Los fondos captados a partir de la Segunda Emisión, al igual que los Bonos Corporativos y las colocaciones en los últimos periodos, serán destinados a reestructurar los pasivos adquiridos por LPSA, destinados a financiar las operaciones de LPSA, para la adquisición de existencias para respaldar el crecimiento de su División Vivienda, así como la expansión de nuevas playas de estacionamiento, principalmente.

De acuerdo con lo acordado en Asamblea General de Obligacionistas del "Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública de Los Portales" del 27 de febrero del 2018, se aprobó modificar el destino de los recursos del programa. Con ello, está contemplado ampliar el destino de los recursos hacia el financiamiento de necesidades de LPSA y/o financiar operaciones propias del negocio.

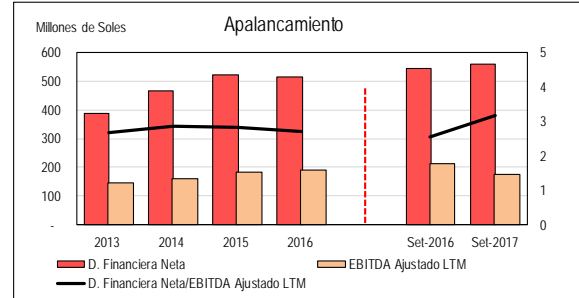
LPSA especificará en cada emisión, el destino de los recursos captados de cada emisión bajo el Programa. El cálculo de Índice de Cobertura Histórica también considera un segundo tramo de emisiones de Bonos Corporativos Privados, en el marco de su "Tercer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Privada Los Portales S.A.", por hasta un total conjunto de US\$ 18 millones. El segundo tramo de emisiones del Tercer Programa de Bonos Privados se encontrará respaldado por una Cuenta

Escrow para canalizar el pago sobre los flujos de libre disponibilidad de LPSA.

Los fondos a captar serán destinados a reemplazar deuda existente, concertada con terceros, buscando mejorar el costo financiero promedio.

Los préstamos que viene concertando LPSA están orientados a reemplazar deuda existente. Por ello, se proyecta que el nivel de apalancamiento de LPSA se mantendría en los niveles actuales, mostrando una mejor proyección de gastos financieros en función a la tasa a la que se colocarán los Bonos y mejor calce de monedas. No obstante, en el marco de su Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública de Los Portales, está contemplada la posibilidad de ampliar su deuda. La proyección de los ingresos por ventas de LPSA, en función a su trayectoria histórica, determina que LPSA venga cumpliendo oportunamente con el pago de la deuda a sustituir y, del mismo modo, con el pago de la deuda a adquirir con nuevas emisiones.

La deuda con terceros ha disminuido en forma sostenida a través de los años, debido a la búsqueda de alternativas que buscan obtener menor costo de fondeo, pasando de S/ 219.30 millones al cierre del 2012, a S/ 39.55 millones a setiembre del 2017.



El incremento en la deuda financiera de LPSA, la cual ha pasado de S/ 330.20 millones al cierre del 2012 a S/ 655.41 millones a setiembre del 2017, determina que hoy represente 1.42 veces su patrimonio.

El apalancamiento actual de la empresa, medido como deuda financiera neta entre el EBITDA Ajustado de los últimos 12 meses, se ubica en 3.22 veces a setiembre del 2017, lo que se encuentra en los niveles esperados de acuerdo a los *covenants* establecidos con los acreedores (no debe exceder 3.75 veces).

Resumen de estados financieros consolidados y principales indicadores

(En miles de Soles al 30 de setiembre del 2017)

	2014	2015	2016	Set-2017	Set-2016
Ventas netas	695,374	780,357	844,272	513,969	594,785
Resultado bruto	219,621	256,966	258,845	167,729	183,761
Resultado operacional	122,630	162,883	113,017	63,500	85,203
Depreciación del ejercicio	13,511	19,565	21,347	20,158	16,241
Flujo depurado	136,141	189,860	134,293	83,667	101,452
Gastos financieros	11,084	12,725	12,080	5,117	9,950
Resultado no operacional	-50,345	-73,484	-7,795	6,823	-7,785
Utilidad neta	48,397	63,089	68,340	49,860	53,579
Total Activos	1,311,948	1,614,989	1,605,995	1,641,405	1,650,900
Disponible	67,063	165,049	124,083	89,238	162,796
Deudores por Venta CP	15,630	22,477	32,503	35,840	43,802
Existencias	547,832	585,017	526,872	553,387	580,338
Activo Fijo	147,822	154,498	156,881	155,440	150,931
Total Pasivos	968,898	1,235,750	1,179,582	1,180,442	1,234,837
Deuda Financiera	510,742	680,369	648,481	655,405	699,297
Patrimonio	343,051	379,239	426,414	460,961	416,063
Result. Operacional / Ventas	17.64%	20.87%	13.39%	12.35%	14.33%
Utilidad Neta / Ventas	6.96%	8.08%	8.09%	9.70%	9.01%
Flujo depurado / Activos Prom.	11.00%	12.97%	8.33%	6.86%	8.28%
Rentabilidad patrimonial	15.10%	17.47%	21.97%	21.04%	23.36%
Liquidez corriente	1.22	1.40	1.44	1.48	1.63
Liquidez ácida	0.30	0.50	0.52	0.49	0.59
Pasivos Totales / Patrimonio	2.82	3.26	2.77	2.56	2.97
Deuda Financiera / Patrimonio	1.49	1.79	1.52	1.42	1.68
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	62.47%	52.87%	48.97%	47.86%	47.18%
Pasivos No Corrientes / Pasivos Totales	37.53%	47.13%	51.03%	52.14%	52.82%
D. Financiera / Flujo depurado	3.75	3.58	4.83	3.88	3.47
Índice de Cobertura Histórica	4.55	3.24	2.97	3.18	2.17
EBITDA					
EBITDA LTM	162,173	183,546	190,070	176,046	212,058
EBITDA Ajustado LTM / Gastos financieros LTM	14.63	14.42	15.73	23.87	14.24
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado LTM	2.74	2.81	2.76	3.22	2.53
Deuda Financiera / EBITDA Ajustado LTM	3.15	3.71	3.41	3.72	3.30

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS CLASIFICADOS

1. Primer Programa de Papeles Comerciales de Los Portales

Los recursos captados con emisión de los valores son utilizados por el emisor hasta por 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 de junio del 2017, encontrándose vigente 1 emisión.

Los recursos obtenidos fueron destinados a: (i) cubrir las necesidades financieras de capital de trabajo del Emisor; y/o, (ii) sustitución de pasivos existentes con el objeto de diversificar las fuentes de financiamiento.

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 Papeles Comerciales de Los Portales, colocadas en Oferta Pública, no debe ser mayor a US\$ 30'000,000.

Papeles Comerciales*	Saldo en Circulación	Plazo	Tasa de interés	Fecha de Emisión	Situación
Décima Emisión – Serie A	S/ 16,672,000	360 días	7.1688%	12/04/2017	Vigente

2. Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública de Los Portales

Los recursos captados con las emisiones de los valores pueden ser utilizados indistintamente por el Emisor hasta US\$ 25'000,000 o su equivalente en moneda nacional.

El plazo del Programa es de seis (6) años, a partir de la fecha de su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV.

Los recursos obtenidos son destinados a la sustitución de pasivos existentes.

Papeles Comerciales	Saldo en Circulación	Plazo	Tasa de interés	Fecha de Emisión	Situación
Primera Emisión – Serie A	S/ 20,000,000	360 días	5.9954%	29/08/2017	Vigente
Primera Emisión – Serie B	S/ 20,000,000	360 días	4.9869%	19/02/2018	Vigente
Tercera Emisión – Serie A	S/ 25,000,000	360 días	5.6454%	06/12/2017	Vigente

3. Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.

Los recursos captados con las emisiones de los valores pueden ser utilizados indistintamente por el Emisor por hasta US\$ 30'000,000 o su equivalente en moneda nacional.

El plazo del Programa es de seis (6) años, a partir de la fecha de su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV.

Los recursos captados por las Emisiones que se realicen en el marco del Programa son destinados a cancelar los pasivos en circulación material del "Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario", la "Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Oferta Privada de Los Portales S.A.", así como para cubrir necesidades de financiamiento del Emisor incluyendo la amortización de otros pasivos y/o financiar las operaciones propias al giro de su negocio.

Los Bonos de la Primera Emisión se encuentran respaldados, además de la garantía genérica del patrimonio del Emisor, por una garantía específica parcial instrumentalizada mediante una Carta Fianza otorgada por BBVA Banco Continental, en favor del Representante de los Obligacionistas, en representación y en beneficio de los Bonistas.

La Carta Fianza es otorgada en forma solidaria, irrevocable, incondicionada, sin beneficio de excusión y de realización automática, a fin de garantizar el cumplimiento de pago del 15% (quince por ciento) del saldo del principal total pendiente de los Bonos correspondientes de la Primera Emisión.

Bonos Corporativos	Saldo en Circulación	Plazo	Tasa de interés	Fecha de Emisión	Situación
Primera Emisión – Serie Única	US\$ 6,681,000	3 años	5.5000%	20/12/2017	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.

Instrumentos de Deuda de Largo Plazo

A: 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.