

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

Sesión de Comité N°47/2015: 13 de noviembre del 2015
Información financiera al 30 de setiembre del 2015

Analista: Silvana Zafra R.
szafra@class.pe

Clasificaciones Vigentes

Primera Emisión del Segundo Programa de Emisión de Bonos de Titulización Los Portales – Negocio Inmobiliario	AA-
Perspectivas	Estables

FUNDAMENTACION

La categoría de clasificación de riesgo asignada a la Primera Emisión de Bonos de Titulización Los Portales – Negocio Inmobiliario, a emitirse en el marco del Segundo Programa de Bonos de Titulización Los Portales – Negocio Inmobiliario, hasta por un monto de US\$ 25 millones en circulación, ha sido otorgada considerando la situación financiera del originador (Los Portales S.A.), la estructura operativa del Patrimonio Fideicometido que respalda la emisión (Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa – Primera Emisión), el desempeño actual y potencial de los flujos cedidos al Patrimonio, así como la participación de Continental Sociedad Titulizadora, en adelante “Continental ST”, como Fiduciario del Programa.

La categoría de clasificación de riesgo asignada toma en cuenta los siguientes aspectos: (i) la situación financiera de Los Portales S.A. (en adelante, “LPSA”) y sus subsidiarias, su capacidad de pago, su nivel de endeudamiento y las perspectivas de crecimiento de sus ventas; (ii) las oportunidades y las amenazas existentes en la actual coyuntura que enfrenta el sector inmobiliario, en el cual se desempeña LPSA; (iii) la estructura y la operación del Patrimonio Fideicometido, así como la de sus mecanismos de asignación de pagos, en cumplimiento de las coberturas requeridas; (iv) la calidad de los activos a ser titulizados, en base a estimaciones sobre su capacidad de hacer frente a las obligaciones con los bonistas durante el período de vigencia de la emisión; (v) el nivel de cobertura de las obligaciones asumidas; y (vi) el mecanismo de reemplazo de cartera titulizada en caso de deterioro de las cuentas transferidas.

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

INSTRUMENTO

Denominación:	Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario
Fiduciario y Emisor:	Continental Sociedad Titulizadora S.A.
Originador:	Los Portales S.A.
Estructurador:	BBVA Banco Continental
Agentes Colocadores:	Continental Bolsa SAB S.A. y BTG Pactual Perú S.A. SAB
Servidor:	Los Portales S.A.
Instrumento:	Bonos de Titulización
Monto del Programa:	Hasta por un monto máximo en circulación de US\$ 60 millones o su equivalente en Nuevos Soles
Monto de la Emisión:	Primera Emisión: Hasta por US\$ 25 millones
Oferta:	Pública
Amortización del principal y pago de intereses:	En cuotas trimestrales
Plazo de la Emisión:	6 años
Destino de los Recursos:	(i) Refinanciamiento de deuda; y (ii) otros usos corporativos del Originador.
Garantías:	(i) Activos del Patrimonio Fideicometido de Titulización, conformado por cuentas por cobrar cedidas, respaldadas por letras de cambio, vinculadas a la venta de lotes de habilitación urbana; y (ii) Cuenta Reserva.

Sus actividades se han diversificado y son operadas actualmente en base a cuatro unidades de negocio, las cuales han registrado una tendencia creciente en sus niveles de ingresos en los últimos 4 años (27.22%, de crecimiento promedio anual, a valores constantes): División Inmobiliaria, División Rentas, División Estacionamientos y División Hoteles.

LPSA viene operando ininterrumpidamente desde hace 19 años en el sector inmobiliario, respaldado por sus accionistas, Grupo Raffo y Grupo ICA (México), los cuales aportan

importantes sinergias en base a su experiencia en negocios inmobiliarios.

Si bien las perspectivas de crecimiento del sector inmobiliario en el país, se encuentran hoy caracterizadas por cierta desaceleración en la ejecución de proyectos de infraestructura y una más lenta absorción de viviendas y edificaciones, la dinámica del sub-sector de viviendas de interés social, continúa presentando importante participación de inversionistas, otorgando oportunidades a la División Inmobiliaria de LPSA, debido a la existencia de importante demanda por viviendas en los sectores socio económicos C y D, desarrollada a través de negocios de habilitación urbana y de construcción de viviendas de interés social.

En forma paralela, la sociedad desarrollada por LPSA con el importante operador de centros comerciales Parque Arauco, ha permitido que se impulse la División de Rentas por medio de la operación de *strip malls*. Igualmente, el modelo de negocio de las Divisiones de Playas de Estacionamiento y de Hoteles, basado en la participación en concesiones y en privatizaciones, permite asegurar flujos de ingresos estables para la empresa.

Las operaciones de LPSA han alcanzado crecientes niveles de eficiencia, permitiendo mejorar su gestión de costos y mantener la calidad de sus indicadores financieros. Ello, a su vez, ha permitido mejorar las características de su estructura de fondeo, presentando un crecimiento promedio anual del EBITDA ajustado de 19.61% en los últimos tres años, suficiente para cumplir con sus obligaciones financieras actuales. Las mejores condiciones de financiamiento se reflejan en una base diversificada de fondeo, con préstamos contratados a tasas promedio decrecientes y a plazos que presentan mejor calce respecto a sus activos (2.9 años, en promedio).

El crecimiento de la empresa ha estado sustentado, en mayor medida, por la División Inmobiliaria, cuyas ventas han representado, en promedio, 66.55% de las ventas totales en los últimos cuatro años. Esta División concentra sus negocios en proyectos de habilitación urbana para el desarrollo de viviendas unifamiliares y en el desarrollo de proyectos de viviendas de interés social. La venta de lotes es generalmente financiada en 72 cuotas, luego de un pago inicial, entregándose el título de propiedad al cliente solo al finalizar el pago de la última cuota.

El Patrimonio Fideicometido de Titulización estará conformado por 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. Las cuentas por cobrar estarán respaldadas por letras de cambio asociadas a contratos de compra-venta garantizada entre LPSA y sus clientes finales.

Dichas cuentas corresponden a clientes de proyectos ya entregados, encontrándose LPSA en la obligación de reemplazar en el Patrimonio Fideicometido, aquellas cuentas de clientes con tres o más pagos vencidos.

Del mismo modo, se constituirá un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, conformado por la titularidad de los terrenos asociados a los lotes vinculados a las cuentas por cobrar dentro del Patrimonio Fideicometido de Titulización, con el objetivo de administrar los inmuebles relacionados a las letras por cobrar.

El Patrimonio Fideicometido de Inmuebles no constituye una garantía de los Bonos Titulizados, por lo que se ha previsto inscribirlo en el Registro Mobiliario de Contratos, pero no en las partidas registrales de los inmuebles, salvo en el caso de la verificación de una Contingencia Material sobre los lotes, no superada por el Originador.

La dinámica del comportamiento en el tiempo de las cuentas por cobrar supone su extinción periódica a medida que éstas vencen, se prepagan, o se vuelven morosas. Por ello, al Patrimonio Fideicometido conformado por el conjunto de cuentas por cobrar que se cederán inicialmente, en caso de disminución del ratio de cobertura, se agregará: (i) un paquete adicional de cuentas por cobrar correspondiente a proyectos ya entregados; y (ii) cuentas por cobrar que se generen durante la vigencia de los Bonos Titulizados, asociadas a contratos de compra-venta garantizada y que cumplan con las mismas características del paquete inicial.

La emisión de los Bonos de Titulización supone el cumplimiento de indicadores de cobertura por parte del Patrimonio Fideicometido y de LPSA (el Originador), a ser verificados mensualmente, así como la constitución de garantías, mediante el depósito de recursos en una Cuenta de Reserva, de manera de asegurar el cumplimiento de pagos a los bonistas.

En base a ello, el monto cedido de cuentas por cobrar debe ser equivalente a no menos de 1.3 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados, de manera que estos ingresos, depositados por los clientes en una Cuenta de Recaudación, sean asignados, a través de una Cuenta de Retención, de acuerdo al siguiente orden de prelación: (i) provisión de gastos del Fideicomiso de Titulización; (ii) provisión de gastos del Fideicomiso de Inmuebles; y (iii) pago del servicio de deuda a los bonistas.

El incumplimiento en las coberturas requeridas y en lo estipulado en el Contrato Marco suscrito entre LPSA (el Originador) y Continental ST (el Fiduciario), en cuanto a ratios financieros, a ratios de cobertura y a eventos de incumplimiento, determinará que Continental ST adopte

acciones específicas para recuperar el nivel requerido en los ratios e impedir que LPSA disponga de los flujos excedentes del Patrimonio Fideicometido. Además, requerirá el inmediato reemplazo de la cartera de cuentas por cobrar, en forma tal que se cumpla adecuadamente con los ratios establecidos.

Como factores positivos para el desarrollo del Programa de Emisión de Bonos de Titulización, se debe considerar la experiencia de LPSA en el negocio inmobiliario y el total respaldo de sus accionistas, el Grupo Raffo y el Grupo ICA (México).

Las cuentas por cobrar han venido generando un flujo dinerario estable y creciente, fomentado por las oportunidades existentes en el sector inmobiliario, mostrando un crecimiento promedio anual en los últimos 3 años de 12.75% (a valores constantes) y un muy bajo indicador de morosidad, inferior a 1%.

De igual manera, la estructura de los Bonos Titulizados y la del Patrimonio Fideicometido, imponiendo coberturas y penalizando su incumplimiento, determina una fortaleza para el proceso.

Los mayores riesgos que afectan la categoría de clasificación de riesgo asignada a los Bonos Titulizados están relacionados, en primer lugar, con los factores que podrían acelerar la extinción de la cartera y que implicarían mayores aportaciones de nuevas cuentas por cobrar a consecuencia de: (i) aumento en los niveles de morosidad de los clientes; (ii) incremento en los prepagos; y (iii) disminución de la capacidad de cobrabilidad de las cuentas por cobrar.

También existe el riesgo de originación de letras, producto de menor dinamismo en el sector inmobiliario, lo que podría afectar en el futuro la demanda de viviendas ofrecidas por la empresa.

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

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

El relativo nivel de apalancamiento de LPSA (2.97 veces a setiembre del 2015), medido como deuda financiera neta sobre EBITDA ajustado, generado por la continua adquisición de deuda bancaria para el financiamiento de nuevas operaciones y la concentración de pasivos en el corto plazo (59.91% durante el período), son factores que pueden comprometer su capacidad futura de generación de recursos.

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

Perspectivas

La categoría de clasificación de riesgo otorgada a la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización Los Portales – Negocio Inmobiliario presenta en las actuales circunstancias, perspectivas estables, teniendo en consideración el grado de aislamiento patrimonial de los flujos de cuentas por cobrar cedidos al Patrimonio Fideicometido de Titulización que garantizan la emisión, así como el desempeño crediticio asociado a dichas cuentas.

El esquema definido para el proceso de titulización, que implica el cumplimiento de coberturas y la constitución de reservas, constituye un esquema que busca seguridad en el comportamiento de los flujos cedidos.

La estabilidad existente en la generación de ingresos de la División Inmobiliaria y la actual situación financiera de la empresa, confirman el desempeño histórico positivo para las cuentas por cobrar relacionadas con el Patrimonio Fideicometido a través de los últimos años.

1. ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

LPSA ha acordado constituir un Patrimonio en Fideicomiso, el cual respaldará la emisión de instrumentos financieros en el marco del Segundo Programa de Bonos de Titulización Los Portales – Negocio Inmobiliario, por un monto en circulación de hasta US\$ 60 millones, o su equivalente en nuevos soles. El Patrimonio en Fideicomiso se encontrará conformado por cuentas por cobrar, respaldadas por letras de cambio, cedidas por LPSA.

Los fondos del Programa serán utilizados por LPSA para: (i) refinanciamiento de deuda; (ii) y otros usos corporativos del Originador. Ello permitirá cumplir con su objetivo de diversificar fuentes de fondeo, mejorar eficiencia en su costo financiero y ampliar el plazo de sus deudas.

LPSA fue constituida en marzo de 1996, con la finalidad de dedicarse a toda clase de inversiones y negocios de promoción y desarrollo de: inmuebles, habilitación urbana, *strip malls*, centros comerciales, servicios hoteleros, playas de estacionamiento, entre otros.

LPSA realiza sus operaciones a través de cuatro unidades de negocio: (i) División Inmobiliaria, que desarrolla proyectos de habilitación urbana, multifamiliares y viviendas de interés social, contribuyendo a los programas MiVivienda y Techo Propio; (ii) División Estacionamientos, que concesiona, administra y opera estacionamientos y negocios colaterales, mediante tres líneas de negocio (Concesiones, Comerciales y Microplayas); (iii) División Hoteles, que opera cuatro hoteles ejecutivos en provincias, y los hoteles de cinco estrellas Country Club Hotel en la provincia de Lima y Arennas Máncora Hotel en la provincia de Piura; y (iv) División Rentas, que desarrolla, arrienda y opera locales comerciales, desarrollando *strip malls* en asociación con la empresa Parque Arauco.

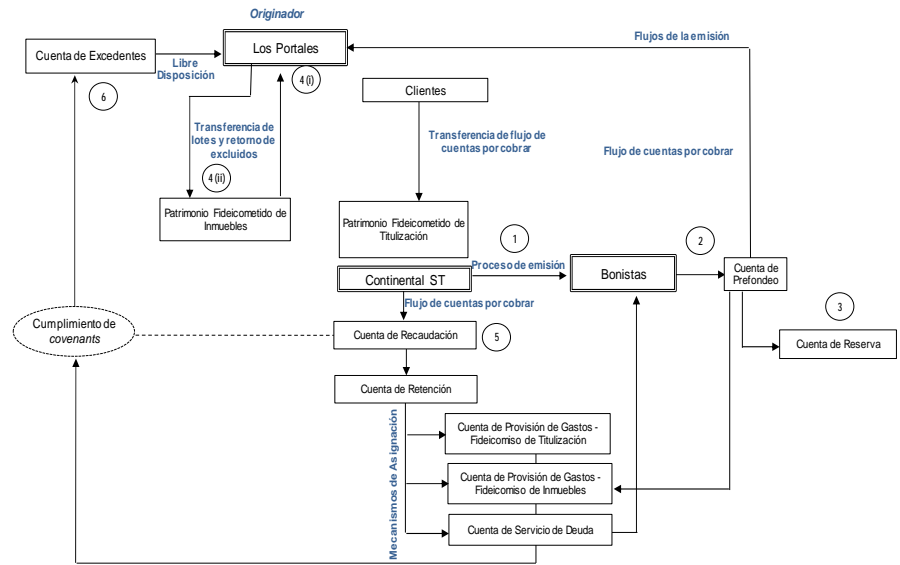
1.1. Características Generales de la Emisión

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

1. Los Portales S.A., en calidad de Originador, quien provee los activos que conformarán el Patrimonio Fideicometido (cuentas por cobrar cedidas) e iniciará el proceso de titulización; y en calidad de Servidor, encargado del proceso de cobranza de las cuentas por cobrar.
2. Continental Sociedad Titulizadora, en calidad de Fiduciario, está encargado de recibir y gestionar los activos del Patrimonio Fideicometido.
3. Bonistas, personas naturales y jurídicas que proveen el financiamiento requerido por el emisor.

Continental ST, el Fiduciario, realizará la Primera Emisión de Bonos Titulizados en el marco del Segundo Programa de Bonos de Titulización Los Portales – Negocio Inmobiliario, hasta por un monto de US\$ 25 millones, mediante la constitución del “Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa – Primera Emisión” (en adelante, “Patrimonio Fideicometido”), conformado por cuentas por cobrar, respaldadas por letras de cambio, asociadas a contratos de Compra-Venta Garantizada de lotes de habilitación urbana provenientes de clientes finales de LPSA de proyectos ya entregados.

Los flujos dinerarios que generen las cuentas por cobrar serán directamente transferidos al Patrimonio Fideicometido para respaldar la emisión de los Bonos de Titulización. Estos flujos serán depositados en cuentas abiertas a nombre del Patrimonio Fideicometido, y serán administrados por Continental ST, Fiduciario y Emisor de los valores, de acuerdo a la estructura y a las características que se detallan a continuación:



- (1) Continental ST emite, a nombre del Patrimonio Fideicometido de Titulización, los Bonos Titulizados.
- (2) Los bonistas otorgan financiamiento a LPSA hasta por un monto de US\$ 25 millones, que son depositados en la Cuenta de Profondeo.
- (3) Del monto obtenido mediante el proceso de emisión, se destinan recursos a la Cuenta de Reserva (equivalentes una cuota trimestral del servicio de deuda), a reservar fondos para una eventual inscripción del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, y a pagar la contraprestación del Originador.
- (4) LPSA: (i) verifica mensualmente el cumplimiento de los ratios de cobertura y trimestralmente el ratio de garantía; y (ii) transfiere al "Patrimonio Fideicometido de Inmuebles" lotes de habilitación urbana, asociados a las cuentas por cobrar cedidas, del cual retornan los lotes excluidos, sea por la cancelación de las cuentas por cobrar cedidas vinculadas a dichos lotes, por tratarse de cuentas que incumplan las características crediticias requeridas por el Patrimonio Fideicometido de Titulización y/o por cualquier otro supuesto.
- (5) La Cuenta de Recaudación recibe los depósitos pagados por los clientes de LPSA, que serán canalizados hacia la Cuenta de Retención, para atender el pago de las obligaciones en el orden de prelación siguiente: Cuenta de Provisión de Gastos del Fideicomiso de Titulización, Cuenta de Provisión de Gastos del Fideicomiso de Inmuebles, y Cuenta de Servicio de Deuda, que incorpora el pago de la cuota trimestral a los bonistas.
- (6) Todos los flujos adicionales de cuentas por cobrar que generen un exceso del Ratio de Garantía (1.3 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados), serán canalizados hacia la Cuenta de Excedentes, mensualmente, y serán devueltos como fondos de libre disposición para LPSA.

1. FIDUCIARIO Y EMISOR

2.1. Datos Generales

El Emisor y Fiduciario en el presente proceso es Continental Sociedad Titulizadora S.A. ("Continental ST"), empresa constituida en febrero de 1999 para actuar como fiduciario en procesos de titulización, así como para adquirir activos con la finalidad de constituir patrimonios fideicometidos que respalden la emisión de valores de contenido crediticio.

La sociedad puede realizar otras actividades autorizadas por la SMV que sean compatibles con las actividades de una Sociedad Titulizadora.

2.2 Composición Accionaria

Accionistas	
BBVA Banco Continental S.A.	100.00%
TOTAL	100.00%

Continental ST forma parte del Holding Continental S.A., empresa constituida en el Perú, formado por el grupo peruano Breca y el grupo financiero español BBVA, cada uno con 50%. El principal activo del holding es el BBVA Banco Continental, y está conformado además por las subsidiarias de este: Continental Bolsa SAB S.A., BBVA Asset Management Continental S.A. SAF, Inmuebles y Recuperaciones Continental S.A., y Continental ST.

El Grupo Breca es uno de los grupos económicos más importantes del país, con presencia en negocios inmobiliarios, bancarios, de seguros, de pesca, servicios turísticos, productos químicos, minería, agroindustrial, entre otros.

Por su parte, BBVA es un grupo financiero global que opera principalmente en dos negocios: Corporate & Investment Banking, y Global Retail & Business Banking, a partir de cuales realiza operaciones financieras y no financieras en España, México, América del Sur, Turquía y EE.UU, además de una amplia red de oficinas con presencia en 31 países.

2.3 Administración de la Empresa

La conformación actual del Directorio fue elegida en marzo del 2015, para el periodo de un año, hasta marzo del 2016.

A partir de marzo del 2015, la Gerencia General está a cargo del Sr. Eduardo Chueca, quien reemplaza al Sr. José Carlos Velásquez, que desempeñó el cargo desde agosto del 2013, y que ahora ocupa otros cargos en el BBVA Banco Continental.

Directorio	Javier Balbin Buckley Frank Babarczy Rodriguez Luis Ignacio de la Luz Dávalos Pedro Díez Canseco Briceño Enriqueta González Pinedo
Administración	
Gerente General:	Eduardo Chueca García Pye

Continental ST contrata el soporte técnico y administrativo del BBVA Banco Continental, relacionado con personal e infraestructura, adecuado para el desarrollo de sus actividades, operando en las oficinas del banco, haciendo uso de sus servicios administrativos, operativos, de asesoría legal, auditoría, contabilidad, sistemas, entre otros.

2.4 Experiencia en Procesos de Titulización

Al 30 de setiembre del 2015, Continental Sociedad Titulizadora administra los siguientes patrimonios fideicometidos:

- Patrimonio en Fideicomiso Instrumentos de Titulización Hipotecaria del Banco Continental, que respalda la emisión de Instrumentos de Titulización Hipotecaria, Preferentes y Junior.

- Patrimonio en Fideicomiso Aeropuertos del Perú
- Patrimonio en Fideicomiso Concesionaria La Chira (de Sedapal)
- Patrimonio en Fideicomiso Los Portales – Negocio Inmobiliario, el cual respalda la Primera Emisión de Bonos de Titulización, por US\$ 25 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Edificio Pardo y Aliaga, que respalda la emisión de bonos de titulización por US\$ 56 millones.
- Patrimonio en Fideicomiso Odebrecht Inversiones Inmobiliarias –Edificio Las Palmeras, que respalda la emisión de los bonos de titulización, por S/. 52 millones.

2. ORIGINADOR

En el presente proceso de Titulización, LPSA actúa como Originador de los flujos que son incorporados al Patrimonio Fideicometido.

LPSA fue constituida en marzo de 1996 como consecuencia de la alianza estratégica entre: (i) LP Holding S.A., empresa vinculada a la actividad inmobiliaria desde 1930; e (ii) Ingenieros Civiles Asociados (ICA) de México, la constructora más grande de México y una de las más importantes de Latinoamérica.

La empresa tiene como objetivo dedicarse a: (i) inversiones inmobiliarias; (ii) negocios de promoción y desarrollo inmobiliario; (iii) habilitación urbana; (iv) administración, desarrollo y operación de playas de estacionamiento, sistemas de peaje y actividades conexas; y (v) prestación de servicios turísticos, hoteleros y de hospedaje.

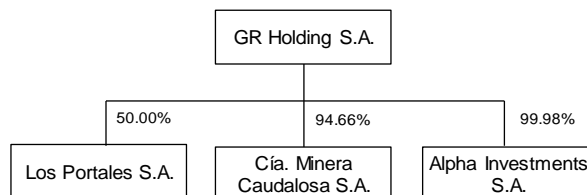
Con la finalidad de desarrollar de manera ordenada estas diferentes actividades, LPSA opera a través de cuatro divisiones: Inmobiliaria, Rentas, Hoteles, y Estacionamientos.

3.1. Propiedad y Grupo Económico

LPSA es actualmente de propiedad de los grupos económicos Raffo e ICA, ambos dedicados a negocios inmobiliarios. Al 30 de setiembre del 2015, el capital social consolidado de la empresa estuvo representado por 174,254,000 acciones comunes de S/.1.00 de valor nominal cada una, suscritas y pagadas, las cuales se encuentran equitativamente distribuidas entre ambos grupos.

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

El Grupo Raffo cuenta con más de cincuenta años de experiencia en los sectores inmobiliario, textil, hotelero, minero y de estacionamientos. Las inversiones del Grupo Raffo son controladas a través del holding GR Holding S.A. Además de LPSA, el holding controla a: Compañía Minera Caudalosa, dedicada a actividades mineras, principalmente a la producción de concentrados de plomo, zinc y cobre; y Alpha Investments S.A., dedicada a brindar servicios financieros.



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

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). La clasificación de Capacidad de Pago de Deuda de Largo Plazo de Empresas Ica S.A.B. de C.V. es de B/Estable asignada por S&P y de B2/Estable asignada por Moody's.

Además de LPSA y sus subsidiarias, las empresas que forman parte del Grupo ICA son: (i) ICA Servicios, empresa mexicana que participa en proyectos de infraestructura, carreteras, construcción, energía hidráulica, tratamiento de agua, ferroviarios, entre otros; (ii) ICA Fluor, empresa encargada del desarrollo de proyectos industriales en México, Centroamérica y el Caribe, que forma parte del holding Fluor Corporation; (iii) San Martín, empresa peruana de construcción en operaciones de minería; (iv) PRET, empresa mexicana dedicada a la producción de prefabricados de concreto; (v) Actica, empresa mexicana especializada en brindar servicios de infraestructura y tecnología, a través del diseño, suministro y montaje de sistemas de control, mando, electrificación, seguridad, entre otros; (vi) Vive Ica, empresa mexicana dedicada a desarrollos inmobiliarios; (vii) OMA, grupo mexicano aeronáutico presente en nueve estados de la región centro-norte de México, que desarrolla actividades de transportación aérea, operación de carga y actividades comerciales; (viii) Proactiva Medioambiente México, empresa especializada en la gestión integral del agua y residuos tóxicos; (ix) Facchina Construction Company, empresa americana adquirida por el Grupo Ica, que provee servicios de construcción; y (x) Radio Kronsa, empresa encargada del desarrollo de geotecnia y cimentaciones especiales.

2.2. Estructura administrativa

El Directorio actual LPSA está conformado de la siguiente manera:

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

(*) Representantes Grupo ICA.

Luego del Directorio, el principal órgano de decisión de la empresa que vela por la operatividad y 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 para el año 2015 fue establecida en Junta General de Accionistas del 25 de marzo del 2015:

<i>Comité Ejecutivo</i>	
Miembros Titulares:	Ernesto Raffo Paine Guillermo Velaochaga Raffo Alejandro Vargas Reyes(*) Diego Quintana Kawage (*)
Miembros Suplentes:	Alberto Pescetto Raffo Ernesto Fernandini Raffo Rodrigo Quintana Kawage (*) Alonso Quintana Kawage (*)

(*) Representantes Grupo ICA.

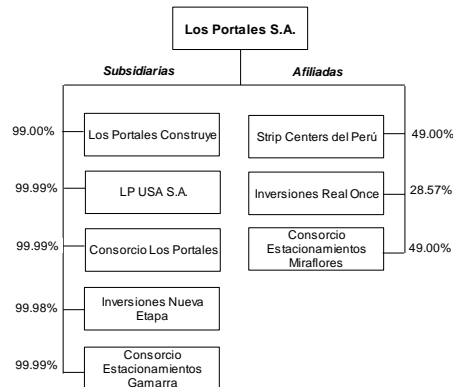
Plana Gerencial

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

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

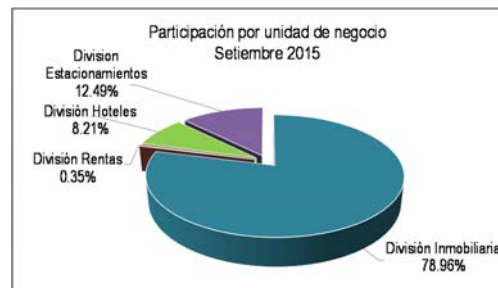
3.3. Empresas Subsidiarias y Empresas Afiliadas

LPSA se desempeña como empresa controladora de cinco subsidiarias a través de las cuales realiza sus actividades de manera indirecta, que son: (i) Inversiones Nueva Etapa S.A.C.; (ii) Consorcio Los Portales S.A.; (iii) Consorcio de Estacionamientos Gamarra S.A.; (iv) Los Portales Construye S.A.C.; y (v) LP USA S.A. A su vez, cuenta con tres empresas afiliadas, cuyo capital social es de propiedad común con otros accionistas, que soportan las operaciones centrales de sus unidades de negocios. Estas son: (i) Inversiones Real Once S.A.; (ii) Strip Centers del Perú S.A.; y (iii) Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A. – CEMSA.



3.4. Unidades de Negocios

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



3.4.1. División Inmobiliaria

La División Inmobiliaria generó ingresos por ventas ascendentes a S/. 327.93 millones entre enero y setiembre del 2015, registrándose además ingresos financieros por el financiamiento de lotes por S/. 40.74 millones. Además, la cartera de cuentas por cobrar de LPSA ascendió a US\$ 160.03 millones, asociada a una morosidad de 0.52%.

Las operaciones de la División se encuentran distribuidas en 7 regiones (Piura, Lambayeque, Ancash, Junín, Ica, Tacna y Lima), centrando sus negocios en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, viviendas multifamiliares y viviendas de interés social, bajo los programas Techo Propio y MiVivienda.

3.4.2 División Rentas

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

Los *strip malls* se desarrollan, desde el año 2013, gracias a la asociación con la empresa Parque Arauco, que permitió la creación de la empresa Strip Center del Perú S.A., dedicada a la operación conjunta de *strip malls*, cuya área arrendable total, a la fecha, asciende a 14,000 m², distribuida en: In Outlet Faucett; Vía Mix Las Malvinas y Vía Mix Chorrillos.

Además, tiene previsto el desarrollo de dos proyectos con un área arrendable total de 22,835 m²: (i) Vía Mix Colonial, actualmente en construcción, teniendo previsto iniciar operaciones en el año 2016; y (ii) Lifestyle La Molina, que iniciará operaciones en el año 2017.

Durante los tres primeros trimestres del 2015, la División Rentas generó ingresos por S/. 1.62 millones.

3.4.3 División Hoteles

La División Hoteles comprende: (i) operación y administración de hoteles propios y de terceros; (ii) prestación de servicios turísticos y alimenticios vinculados, dentro de los establecimientos operados; y (iii) servicio de *Telemarketing*, que maneja y administra los servicios de call center y televentas.

Entre enero y setiembre del 2015, la División Hoteles gestionó 327 habitaciones en 6 hoteles, que le permitieron generar ingresos por S/. 38.34 millones, por una ocupación promedio de 60%.

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

3.4.4 División Estacionamientos

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

Entre los tres primeros trimestres del 2015, la División gestionó 221 playas que sumaron 41,747 espacios, un promedio mensual de 6,572 abonados que estuvieron distribuidos en Lima, Arequipa, Piura, Trujillo y Chiclayo. Ello reportó ingresos ascendentes a S/. 58.31 millones entre enero y setiembre del 2015.

En los principales acuerdos, LPSA mantiene contratos de concesión por las playas de estacionamientos de: Dionisio Derteano, Andrés A. Cáceres, Óvalo Gutierrez, y Estadio Nacional.

Además, cuenta con la adjudicación de dos concesiones de estacionamientos subterráneos que se encuentran en proceso de construcción y desarrollo, a través de las empresas, Consorcio de Estacionamientos Gamarra S.A. (en La Victoria) y Consorcio de Estacionamientos Miraflores S.A. (en Miraflores).

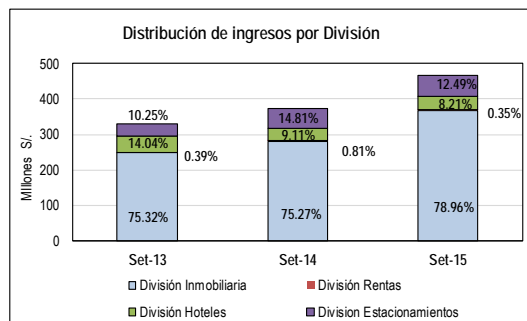
3.5. Situación Financiera

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

Período	Dic.2012	Dic.2013	Set.2014	Dic.2014	Set.2015
IPM	208.2217	211.4574	214.3407	214.5729	218.3404
Factor Anualizador	1.0486	1.0326	1.0187	1.0176	1.0000

LPSA viene operando hace 19 años, mostrando crecientes niveles de ingresos, favorecidos por el positivo desempeño de sus unidades de negocio, que han permitido obtener un crecimiento promedio anual de ingresos de 29.18% en los últimos 4 años, siendo la División Inmobiliaria la que ha impulsado en mayor medida dicho crecimiento (+35.56% de crecimiento promedio anual en los últimos 4 años).

Entre enero y setiembre del 2015, LPSA reportó ingresos por S/. 466.94 millones, manteniendo la tendencia ascendente de períodos anteriores, con un aumento de 24.86% en relación al mismo período del año 2014 (S/. 373.98 millones).



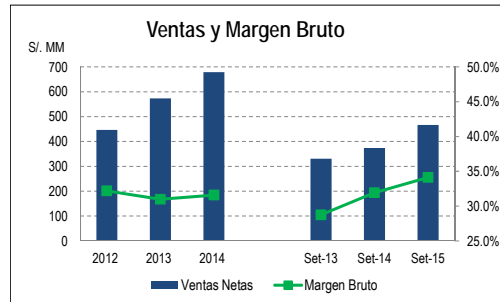
El mayor crecimiento fue impulsado por la División Inmobiliaria, gracias al lanzamiento de nuevos proyectos de vivienda y a la generación de mayor cantidad de lotes de habilitación urbana y de edificación de vivienda, que promovieron la venta de lotes (+30.20%) y la generación de ingresos financieros (+37.53%). A su vez, la División Hoteles presentó un desempeño positivo (+12.52%), en base a mayor flujo de clientes que orientó mejores niveles de ocupación.

El costo de venta (+20.85%, S/. 307.64 millones) de LPSA está relacionado con gastos requeridos de proyectos en curso para habilitación de viviendas, remodelaciones de hoteles y enajenación de rentas inmobiliarias, mientras que los gastos de administración y de ventas (+21.52%, S/. 93.83 millones) corresponden a gastos de personal y a gastos publicitarios.

LPSA ha alcanzado mayores niveles de eficiencia, debido a que el costo de venta ha acompañado la ejecución de mayores operaciones de las divisiones, diluyéndose frente a crecientes ventas obtenidas, observándose que el costo de venta representó 65.89% de las ventas totales durante los tres primeros trimestre del 2015 (68.07% durante el mismo período del 2014).

El mayor beneficio generado por las operaciones de la empresa se reflejó en el nivel de EBITDA ajustado registrado, ascendente a S/. 185.04 millones, entre setiembre del 2014 y setiembre del 2015, con un margen de 31.54% sobre las ventas de la empresa, superior al EBITDA ajustado obtenido a setiembre del 2014 (S/. 128.28 millones). Con ello, el EBITDA ajustado obtenido durante los últimos 12 meses representó 15.78 veces los gastos financieros de ese período.

El resultado neto registrado durante los tres primeros trimestres del 2015 ascendió a S/. 32.49 millones, siendo superior al resultado obtenido durante los tres primeros trimestres del 2014 (S/. 15.02 millones), como consecuencia del mejor desempeño de todas las divisiones de la empresa.



Además, LPSA obtuvo ingresos a partir de su participación en los resultados de sus asociadas Inversiones Real Once S.A., Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A. – CEMSA y Strip Centers del Perú S.A., cuyo valor patrimonial, en conjunto, le reportó S/. 2.12 millones entre enero y setiembre del 2015. Del mismo modo, el cambio en el valor razonable de sus propiedades de inversión, por terrenos y locales comerciales, le permitió registrar S/. 21.59 millones.

La estructura activa de LPSA se encuentra concentrada en el corto plazo (56.87%), registrándose activos totales por S/. 1,507.53 millones a setiembre del 2015, creciendo 17.58%, en relación a diciembre del 2014. La importancia de las existencias (42.76%), como parte de los activos totales, impulsó su crecimiento, principalmente, debido a mayores proyectos en curso de habilitación urbana, de lotizaciones bajo modalidades Techo Propio y MiVivienda, y de nuevos terrenos de reserva, reportándose existencias por S/. 644.68 millones, 20.41% superiores a las registradas a diciembre del 2014.

Forman parte importante de los activos totales, las cuentas por cobrar comerciales (S/. 335.72 millones) que aumentaron 28.39%, principalmente, a causa de facturas por cobrar (S/. 16.08 millones) provenientes de ventas de inmuebles y alquileres que no devengan intereses ni presentan garantías específicas, y de letras por cobrar (S/. 319.65 millones), provenientes de ventas financiadas a los clientes de la actividad inmobiliaria a un costo financiero promedio anual de aproximadamente 20.00%.

Los activos fijos de LPSA (S/. 150 millones), están conformados por terrenos, edificaciones, mobiliario y obras en curso, y se incrementaron en 3.83% en relación a diciembre del 2014, principalmente, por las mejoras en los hoteles bajo administración del Grupo.

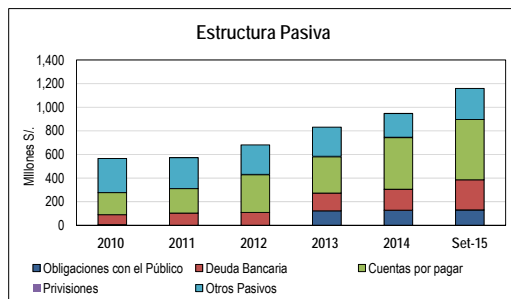
Los demás activos no corrientes (S/. 500.20 millones) estuvieron conformados por: propiedades de inversión, correspondientes a terrenos adquiridos como reservas territoriales; inversiones en empresas relacionadas (Inversiones Real Once S.A., Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A. y Strip Centers del Perú S.A.); activos intangibles correspondientes a cuatro contratos de concesión de las playas de estacionamiento; y a la porción no corriente de las cuentas por cobrar comerciales, cuyo período promedio de cobro excede los 360 días.

La estructura financiera de la empresa es, principalmente, de corto plazo (59.91%), estando conformada por fuentes de financiamiento diversificadas, entre obligaciones con el público, deuda bancaria y cuentas por pagar diversas, que sumaron pasivos totales por S/. 1,162.45 millones, al cierre de setiembre del 2015.

A setiembre del 2015, las obligaciones con el público representaron 11.17% de los pasivos totales y estuvieron conformadas por:

- (i) “Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario” por US\$ 25.00 millones (con un saldo en circulación de S/. 56.17 millones a setiembre del 2015), en el cual LPSA actúa como originador, y Continental Sociedad Titulizadora S.A. como Fiduciario de la Titulización.
El contrato de emisión establece los siguientes *covenants*: (a) Ratio de Cobertura mayor a 1.30 veces; y (b) Ratio de Garantía mayor a 1.30 veces. Los ratios se vienen cumpliendo adecuadamente.
- (ii) Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales, por un saldo ascendente a S/. 57.31 millones.
- (iii) Primera Emisión del Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada, por un saldo en circulación de S/. 16.38 millones.

Las obligaciones con los bancos de LPSA, provistas por 10 instituciones financieras locales, representaron 22.03% de los pasivos totales, aumentando 43.98% en relación a diciembre del 2014, con el objetivo de adquirir mayor capital de trabajo. Estas obligaciones se encuentran denominadas en moneda extranjera y tienen garantías constituidas por hipotecas y fideicomisos.



Las cuentas por pagar ascendieron a S/. 511.11 millones y representaron 43.97% de los pasivos totales, estando conformadas por: (i) cuentas por pagar a relacionadas con vencimiento corrientes y sin intereses ni garantías específicas; (ii) cuentas por pagar comerciales, originadas por la adquisición de terrenos, materiales, suministros y servicios recibidos vinculados con el desarrollo de obras, generalmente adquiridas a plazos y que no devengan intereses (los terrenos son regularmente adquiridos a plazos y no devengan intereses, mientras que la adquisición de los demás suministros son financiados a un costo financiero promedio de 12.00%); y (iii) préstamos por pagar a terceros, recibidos de personas naturales y jurídicas (fondos de inversión) que no tienen garantías específicas e involucran un costo financiero promedio de 10.36%.

Los anticipos de clientes registraron un saldo de S/. 190.52 millones al cierre de setiembre del 2015 y correspondieron a pagos recibidos de clientes de la División Inmobiliaria por letras que se aceptan por la venta de terrenos durante el período de habilitación.

El patrimonio de LPSA ascendió a S/. 345.08 millones, al cierre del tercer trimestre del 2015, superior en 2.93% al patrimonio registrado a diciembre del 2014 (S/. 335.26 millones), pese a la repartición de dividendos a los accionistas por S/. 18.60 millones.

4. MERCADO INMOBILIARIO

4.1. Actividad construcción

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

Durante el primer semestre del 2015, la actividad construcción decreció en 8.7% respecto al mismo período del año anterior, por menor avance físico de obras públicas y, en menor medida, por inferior consumo interno de cemento.

Ello está relacionado con el cambio de nuevas autoridades regionales y municipales, que habiendo ingresado a partir del año 2015, comenzaron a realizar sus procesos de licitación desde la segunda mitad del año. Además, afectó el menor nivel de inversión privada en minería, asociada a menores precios internacionales de materias primas, y la demora en el inicio en infraestructura a través de asociaciones público privadas.

Durante el segundo semestre del año, se espera una mejora en el desempeño del sector construcción, en base al impulso a la infraestructura por obras de concesiones viales y de rehabilitación de carreteras en los sectores transporte y comunicaciones a través de Asociaciones Público-Privadas (Iniciativas Estatales, Iniciativas Privadas Cofinancias, entre otras). Junto a ello, el gasto público será liderado por la mayor ejecución del Gobierno Central y de las empresas públicas, considerando el inicio de la ejecución de los proyectos Línea 2 del Metro de Lima y Callao, y de la modernización de la refinería de Talara. Del mismo modo, las iniciativas del Poder Ejecutivo por aprobar la Ley del Régimen de la Promoción del Arrendamiento para Vivienda (Leasing Inmobiliario), que impulsaría el alquiler de viviendas y el financiamiento a usuarios sin historial crediticio, permitirán dinamizar el sector.

Existen una serie de proyectos mineros (nuevos y ampliaciones) que entrarán en ejecución e impulsarán la economía peruana en los próximos años, como: Las Bambas y las ampliaciones de Cerro Verde, Toquepala y Toromocho.

En los próximos años, se espera mayor dinamismo en el sector, gracias a la ejecución de nuevos proyectos de infraestructura: Gasoducto Sur Peruano, Nudo Energético del Sur, Línea de Transmisión Mantaro – Montalvo y Red Dorsal Nacional de Fibra Óptica. Además, se continuarán proyectos como: Terminal Muelle Norte y ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, entre otros.

Para el año 2015, ProInversión adjudicará no menos de 14 proyectos bajo la modalidad iniciativa estatal, entre los que destacan los tramos 4 y 5 de la carretera Longitudinal de la Sierra.

4.2. Oficinas

Durante el primer semestre del 2015, el desempeño del mercado de oficinas en la ciudad de Lima, no se ha mostrado dinámico, reflejado en una absorción lenta, con altos niveles de vacancia (14% a junio del 2015 sobre el inventario total) y con creciente sobre-oferta.

La dinámica de las colocaciones de oficinas prime se ha mostrado lenta durante el primer semestre del 2015, destacando el ingreso de los edificios Leuro y Lima Central Tower, sumando un inventario de 693,692 m² con 57 edificios.

Para el segundo semestre del 2015, se prevé el ingreso 137,000 m² de oficinas, de las que se encuentran en construcción en las zonas “Sanhattan”, Miraflores, Magdalena, San Borja y Nuevo Oeste. Sin embargo, dado que nuevos proyectos han postergado el inicio de sus operaciones, el término de éstos podría aplazarse.

Del total de la disponibilidad actual, 29% se encuentra en la zona Miraflores, 43% en la zona Nuevo Oeste, 23% en la denominada zona “Sanhattan”, 1% en la zona Magdalena y 4% en la zona San Isidro Golf.

Renta Promedio Mensual Mercado Prime			
	Total	Clase A	Clase A+
Edificios operativos	US\$ 20.10 por m ²	US\$ 20.03 por m ²	US\$ 20.39 por m ²
Edificios en construcción	US\$ 20.90 por m ²	US\$ 21.61 por m ²	UAS 20.58 por m ²
Venta de proyectos	US\$ 2,175 por m ²	US\$ 2,282 por m ²	US\$ 1,981 por m ²

Fuente: Colliers

Entre los ingresos registrados al mercado de oficinas B+, destacan tres nuevos edificios: Mayor Blondet en la zona “Sanhattan”, Torre Tangüis en la zona San Borja y Aliaga Business Center en la zona Magdalena. De este modo, el inventario total sumó 348,635 m² en 52 edificios. Para el segundo semestre del año, se proyecta el ingreso 22,000 m² adicionales.

El nivel de disponibilidad se ubicó en 29,936 m², distribuida de la siguiente manera: 28% en la zona San Miguel, 21% en la zona Sanhattan, 18% en la zona Nuevo Oestem 10% en la zona San Borja, 6% en la zona Miraflores y 1% en la zona San Isidro Golf.

Al primer semestre del 2015, el precio promedio de renta de las oficinas B+ es de US\$ 20.00 m², mientras que la venta se ubicó en US\$ 2,158 m².

4.3. Vivienda de Interés Social

Durante el primer semestre del 2015, se desembolsaron 4,164 créditos MiVivienda (5,205 durante el primer semestre del 2014), por un monto total de S/. 472.10 millones. Los créditos desembolsados fueron otorgados, en su mayoría, por bancos locales (65.73%), Cajas Municipales (17.65%), Cajas Rurales (0.55%), y otras entidades financieras (16.07%).

Al cierre del año 2015, el Fondo MiVivienda, mediante sus programas Nuevo Crédito MiVivienda, MiConstrucción y Techo Propio, tiene como meta colocar cerca de S/. 4,100 millones; es decir; alrededor de 35 mil desembolsos. Junto a ello, el Fondo tiene previsto adjudicar 60 mil Bonos Familiares Habitacionales, en base al nuevo reglamento de Bono de Buen Pagador, publicado a inicios del año 2015, que establece un incremento en el monto de subsidio para la adquisición de viviendas de los niveles socio económicos C y D, así como un subsidio complementario de la cuota inicial.

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

Es de mencionar que también se produce una actividad significativa en provincias, donde LPSA participa activamente, estando presente en 16 ciudades de 12 provincias del Perú.

4.4. Inmobiliario Industrial

La producción manufacturera decreció 0.85% en julio, en relación a lo observado en el mismo mes del año 2014, acumulando una caída de 2.36% durante el año 2015, según cifras del INEI. Ello ha conllevado menor velocidad de colocación de la oferta de terrenos y de locales industriales.

Entre los proyectos de infraestructura que proyectan dinamizar el sector industrial, destacan: ejecución de la Línea 2 del Metro de Lima, creación de una zona de actividades logísticas y antepuerto del Puerto del Callao, implementación del Anillo Vial Periférico, y suministro de energía de nuevas centrales hidroeléctricas.

Junto a ello, en setiembre del 2015, el Estado emitió el Decreto Legislativo N° 1199, cuyo objetivo es impulsar el desarrollo y la implementación de Parques Industriales, así como planificar a largo plazo la infraestructura de la operación industrial.

Por zonas, los siguientes son los precios de venta y de renta, de locales y terrenos industriales en la provincia de Lima, a setiembre del 2015:

Zona	Precios de venta por m ²		Precios de renta por m ²
	Locales	Terrenos	Locales
Centro (Cercado de Lima)	US\$ 993 – US\$ 1,100	US\$ 500 – US\$ 550	US\$ 7 – US\$ 8
Norte 1 (Los Olivos e Independencia)	US\$ 1,190 – US\$ 1,353	-	US\$ 5 – US\$ 8
Norte 2 (Puente Piedra y Comas)	US\$ 337 – US\$ 500	US\$ 165 – US\$ 400	US\$ 3.5 – US\$ 4.59
Este 1 (San Luis, Santa Anita y El Agustino)	US\$ 650 – US\$ 1,300	US\$ 500 – US\$ 550	-
Este 2 (San Juan de Lurigancho y Chosica)	US\$ 550 – US\$ 650	US\$ 160 – US\$ 450	US\$ 5 – US\$ 7
Oeste (Callao y Ventanilla)	US\$ 500 – US\$ 740	US\$ 330 – US\$ 550	US\$ 7 – US\$ 9
Sur 1 (Chorrillos y Villa El Salvador)	US\$ 760 – US\$ 1,200	US\$ 600 – US\$ 650	US\$ 7 – US\$ 8
Sur 2 (Chilca y Lurin)	-	US\$ 150 – US\$ 320	-

Fuente: Colliers

5. PATRIMONIO FIDEICOMETIDO

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

5.1. Activos

Los activos que han sido transferidos al Patrimonio Fideicometido y con cargo a los cuales se pagarán los Bonos de Titulización, son:

- (i) Cuentas por cobrar cedidas, son las cuentas por cobrar que LPSA transferirá en Fideicomiso para que formen cada Patrimonio Fideicometido a partir de los cuales se emitirán los bonos.

Las cuentas por cobrar cedidas pueden representar el total o parte del saldo del precio de venta de los lotes y los intereses, gastos y/o cualquier otro concepto asociado a dicho importe.

Se trata de cuentas por cobrar, pagadas mensualmente, en dólares americanos, y que pertenecen a clientes de proyectos ya entregados, de modo que las cuentas por cobrar pueden corresponder a tramos de las acreencias de los clientes.

Las cuentas por cobrar son los derechos de cobro que LPSA mantiene frente a los clientes, que comprenden: (i) saldo del precio de venta de los lotes; (ii) flujos futuros que generen los intereses compensatorios y moratorios derivados del financiamiento del saldo del precio de venta de los lotes; (iii) gastos administrativos, costos, moras, penalidades; y (iv) cualquier

otro concepto pactado a favor del Originador en el Contrato de Compra – Venta Garantizada, los cuales generarán ingresos para el pago de las obligaciones asumidas por cada Patrimonio Fideicometido.

Teniendo en consideración que los Contratos de Compra – Venta Garantizada prevén que LPSA mantenga la reserva de dominio sobre los lotes hasta que se haya cumplido con pagar el íntegro del precio de venta, de incumplirse el pago oportuno, por parte de un cliente final, de más de tres cuotas del financiamiento del bien, no se producirá la transferencia de propiedad y LPSA continuará siendo titular del lote correspondiente.

LPSA es propietario original del dominio de los bienes, por lo que, de incumplirse el pago oportuno, por parte del cliente final, de más de dos cuotas del financiamiento del bien, según lo estipulado en el contrato, LPSA tiene la facultad de resolver dicho contrato.

LPSA debe reemplazar las cuentas por cobrar cedidas, mediante la incorporación de nuevas cuentas por cobrar referidas a otros lotes y/o inmuebles.

Igualmente, se busca la adjudicación y negociación de cuentas por cobrar a nuevos clientes de lotes y/o inmuebles cuyos clientes originales incumplieron sus pagos.

Ello implica, necesariamente, la modificación coordinada de las disposiciones del Patrimonio Fideicometido con Continental ST.

- (ii) Letras de cambio, vinculadas a cuentas por cobrar cedidas a favor de cada Patrimonio Fideicometido.
- (iii) Los ingresos, corresponde al flujo de dinero que se origina de cada una de las cuentas por cobrar cedidas y que serán depositados en la Cuenta de Recaudación.
- (iv) Recursos de las cuentas bancarias: Cuenta de Profondeo, Cuenta de Recaudación, Cuenta de Reserva, Cuenta de Servicio de Deuda, Cuenta de Provisión de Gastos - Fideicomiso de Titulización, Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles, Cuenta de Retención, Cuenta de Provisión de Gastos – Comisión del Servidor e intereses que los saldos dinerarios generen en las cuentas bancarias descritas de cada Patrimonio Fideicometido.

5.2. Contratos

- (i) Contrato de Administración y Cobranza, es aquel que se suscribe entre el Continental ST y LPSA, indicando que el Servidor (LPSA) se obliga a: (i) administrar y custodiar la Documentación; y (ii) cobrar los flujos derivados de las cuentas por cobrar cedidas, según las Políticas de Cobranza.
- (ii) Contrato de Compra Venta Garantizada – Pago a Plazos, es aquel suscrito entre el LPSA o una de sus subsidiarias y cada uno de sus clientes, de modo que LPSA o sus subsidiarias se comprometen a transferir en propiedad al cliente un lote y éste a cancelar el precio de venta pactado en cuotas, incluidos intereses, gastos, costos, moras y cualquier penalidad que pudiera existir, generando cuentas por cobrar cedidas que serán transferidas a cada Patrimonio Fideicometido. Dicho contrato incluye una cláusula de reserva de propiedad a favor del Originador o sus subsidiarias, por tanto, la transferencia de dominio del lote al cliente solo se producirá luego de pagado el precio total acordado.

5.3. Patrimonio Fideicometido de Inmuebles

Son los terrenos de propiedad de LPSA, vinculados a las cuentas por cobrar cedidas, que serán transferidos a los clientes finales cuando se haya cumplido con lo previsto en cada Contrato de Compra – Venta Garantizada, incluyendo el pago del precio por la transferencia. Los terrenos serán transferidos al Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa – Primera Emisión”, con indicación de la emisión que corresponda.

El Patrimonio Fideicometido de Inmuebles no será inscrito en las partidas registrales de los inmuebles, pero sí en el Registro Mobiliario de Contratos. De existir una Contingencia Material, que afecte la condición legal y/o registral de dicho Inmueble y que supere un importe de US\$ 3 millones, sobre uno o más lotes y que LPSA no cumpla con subsanarla en los plazos establecidos, Continental ST está facultada para inscribir el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles en las partidas registrales correspondientes de cada uno de los inmuebles.

Con respecto a cada Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, el Originador actuará como Gestor de dicho patrimonio y se encargará de las actividades necesarias a fin de concluir las gestiones vinculadas con la inscripción de la recepción de obras de habilitación urbana e independización registral y municipal de los lotes.

Se designará un Controller, persona natural o jurídica especialista en los aspectos inmobiliarios, registrales y/o de estudio de títulos que cuente con la capacidad para cumplir, entre otros aspectos, con el seguimiento y control de la situación legal y registral de los lotes y los inmuebles cedidos al Fideicomiso.

Las partes acuerdan que: (i) LPSA cumplirá con reportar al Controller y a Continental ST cualquier Contingencia Material o situación que pudiera afectar la situación legal y/o registral de los lotes y/o inmuebles, remitir trimestralmente una declaración jurada junto con la copia de las partidas registrales de cada uno de los inmuebles, así como actualizar mensualmente la información sobre la relación de cuentas por cobrar cedidas con cada proyecto de habilitación urbana; y (ii) mensualmente Continental ST y LPSA suscribirán una adenda al Acto Constitutivo de Fideicomiso de Inmuebles, que especifique la transferencia fiduciaria de los lotes y/o inmuebles, como consecuencia de alguna cesión de cuentas por cobrar sustitutas a favor de cada Patrimonio Fideicometido, así como por la exclusión de uno o más lotes del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles. Todo ello con el propósito de que las cuentas por cobrar cedidas incorporadas a cada Patrimonio Fideicometido se encuentren asociadas a cada uno de los lotes y proyectos de habilitación urbana incorporados al Fideicomiso de Inmuebles correspondiente.

5.4. Cuentas del Fideicomiso

Se han definido diversas cuentas que son abiertas por Continental ST para el manejo de los recursos del Patrimonio Fideicometido. Las cuentas por cobrar cedidas que son incorporados al Patrimonio Fideicometido son depositados mensualmente en las Cuentas Recaudadoras, a partir de la cual se transfieren los recursos a los distintas cuentas, bajo el mecanismo de asignación de flujos.

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

Cuenta de Profondeo: Cuenta en el BBVA Banco Continental en dólares americanos, salvo que se acuerde algo distinto en el Acto Constitutivo, en la que son depositados los recursos captados mediante la colocación de los Bonos de Titulización, hasta cubrir el monto requerido y la suma asignada en el Acto Constitutivo. La cuenta atiende la transferencia de fondos a la Cuenta Reserva y el saldo es transferido a LPSA.

Cuenta de Reserva: Cuenta en el BBVA Banco Continental en moneda extranjera, salvo que se acuerde algo distinto en el Acto Constitutivo, en la cual Continental ST deposita, en cada fecha de emisión, con cargo a la Cuenta Profondeo, la suma equivalente al principal y a los intereses correspondientes a una cuota por pagar de los Bonos de Titulización.

Los recursos de esta cuenta serán utilizados para pagar el servicio de deuda, en caso la Cuenta Servicio de Deuda no disponga con los recursos para tal fin.

Cuentas Provisión de Gastos: La Cuenta Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles, abierta en el BBVA Banco Continental en dólares americanos, salvo que se acuerde algo distinto en el Acto Constitutivo, a nombre de Continental ST, que atiende los gastos de administración y mantenimiento del Fideicomiso de Inmuebles, con cargo a la Cuenta de Recaudación.

La Cuenta Provisión de Gastos – Fideicomiso de Titulización, abierta en el BBVA Banco Continental en dólares americanos, salvo que se acuerde algo distinto en el Acto Constitutivo, que atiende los gastos administrativos del fideicomiso de titulización, con cargo a la Cuenta Recaudación.

La Cuenta Provisión de Gastos – Comisión del Servidor, abierta en el BBVA Banco Continental en dólares americanos, salvo que se acuerde algo distinto en el Acto Constitutivo, a nombre de cada Patrimonio Fideicometido en caso de sustitución de LPSA como Servidor.

Por un lado, los gastos de administración del Fideicomiso de Inmuebles, son todos los gastos necesarios para: (i) mantener cada Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, relacionados a gastos de administración, contribuciones o tributos y servicios de auditoría; y (ii) administrar los inmuebles incorporados a cada Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, vinculados a gastos para inscripción de recepción de obras de habilitación urbana, inscripción del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles en caso se verifique una Contingencia Material que no sea subsanada, y al proceso de independización de los vinculados a cada inmueble de generarse un evento de incumplimiento.

Por otro lado, los gastos de administración del fideicomiso de titulización hacen referencia a: (i) administración de gastos previstos en el Contrato Marco; (ii) servicios de auditoría financiera y legal a los que se sujete cada Patrimonio Fideicometido; (iii) Clasificación de Riesgo; (iv) tributos, gastos y comisiones; y (v) proceso de cobranza de las cuentas por cobrar cedidas y/o letras de cambio, así como la Comisión del Servidor, que en este caso, es el Originador.

Cuenta de Recaudación: Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental, en la que los clientes depositan directamente los ingresos, provenientes de las cuentas por cobrar cedidas, desde la cual se atenderá el pago de las obligaciones a cargo del Patrimonio Fideicometido.

Cuenta Servicio de Deuda: Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental en dólares americanos, salvo que se acuerde algo distinto en el Acto Constitutivo, en la cual se depositará el Monto Requerido, con cargo a la Cuenta de Recaudación.

Se depositará $\frac{1}{2}$ del Monto Requerido en la fecha de medición que corresponda a cada uno de los primeros dos meses de cada fecha de pago.

Cuenta de Retención: Cuenta en el BBVA Banco Continental en dólares americanos, salvo que se acuerde algo distinto en el Acto Constitutivo, a través de la cual el Fiduciario canaliza los pagos realizados por los clientes, conforme al Mecanismo de Asignación y en cumplimiento de los *covenants* requeridos.

Cuenta de Excedentes: Cuenta en el BBVA Banco Continental en dólares americanos, salvo que se acuerde algo distinto en el Acto Constitutivo, en la cual se depositarán los excedentes disponibles, luego de haberse asignado los fondos según el Mecanismo de Asignación, siempre que el Ratio de Cobertura y el Ratio de Garantía sean mayores o iguales a 1.30 veces el requerido.

5.4. Estructura de los Bonos Titulizados

Continental Sociedad Titulizadora S.A., Fiduciario de la Titulización, y Los Portales S.A., Originador de la Titulización, constituyen 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 a ser colocados mediante Oferta Pública de Bonos Titulizados, por un monto en circulación de hasta US\$ 60 millones o su equivalente en moneda nacional. La Primera Emisión involucra un monto de hasta US\$ 25 millones.

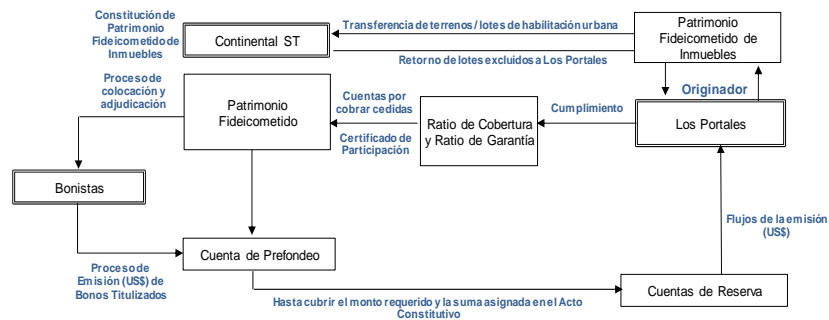
El Patrimonio Fideicometido comprende la transferencia de cuentas por cobrar cedidas, equivalentes a 1.3 veces el valor nominal en circulación de los Bonos Titulizados en cada emisión, las cuales provienen de la venta financiada de lotes por parte de LPSA y son respaldadas por letras de cambio. La transferencia permitirá la amortización trimestral de las obligaciones adquiridas.

Adicionalmente, se constituirá un patrimonio fideicometido independiente conformado por los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas, denominado "Patrimonio Fideicometido de Inmuebles", que no será garantía de los bonos, ni se encontrará inscrito en el Registro de Propiedad Inmueble, pero sí en el Registro Mobiliario de Contratos. Sin embargo, la existencia de una Contingencia Material sobre uno o más lotes que no sea subsanada por LPSA, otorga a Continental ST la facultad de inscribir dicho patrimonio fideicometido en las partidas registrales de cada uno de los inmuebles.

Los Bonos Titulizados siguen el procedimiento descrito a continuación:

- (1) En la fecha de colocación, los agentes colocadores, realizan la oferta pública y adjudicación de los bonos a ser emitidos con el respaldo del Patrimonio Fideicometido. Posteriormente, en la fecha de emisión, se emiten los Bonos Titulizados, previo pago de los mismos por parte de los inversionistas. De esta manera, LPSA capta recursos de los bonistas, hasta por US\$ 25 millones en el marco de la Primera Emisión de Bonos Titulizados que serán canalizados a la Cuenta de Prefondeo.
- (2) Los recursos en la Cuenta de Prefondeo del Patrimonio Fideicometido, serán transferidos a la Cuenta Reserva, hasta completar el equivalente a una cuota de servicio de deuda, que servirá para cumplir con el pago del Servicio de Deuda, en caso los fondos destinados para este fin no sean suficientes. En caso estos fondos sean utilizados, deberán ser reintegrados.

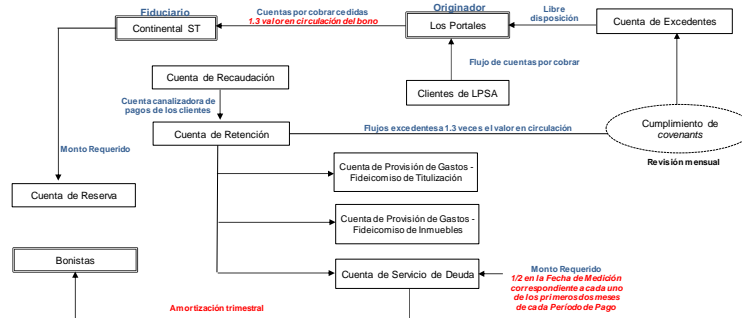
- (3) Luego de efectuada dicha transferencia, un importe a ser definido en cada Acto Constitutivo será destinado a reservar fondos para una eventual inscripción del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles. Posteriormente, Continental ST procederá a pagar la contraprestación del Originador.
- (4) El saldo de flujos de la Emisión es transferido a LPSA.
- (5) LPSA, como Originador:
 - (i) Cumple con los *covenants* estipulados, medidos mensualmente, y cede, a Continental ST, fiduciario, cuentas por cobrar por un monto equivalente a 1.3 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados, las cuales conforman el Patrimonio Fideicometido de Titulización. La fecha de medición de ratios será todos los días 12 de cada mes.
 - (ii) Transfiere los terrenos vinculados a dichas cuentas por cobrar hacia un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles.
- (6) Del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, se excluyen terrenos sea por la cancelación de las cuentas por cobrar cedidas vinculadas a dichos lotes, por tratarse de cuentas que incumplan las características crediticias requeridas por el Patrimonio Fideicometido de Titulización y/o por cualquier otro supuesto.
- (7) El Patrimonio Fideicometido de Titulización, sirve para cumplir con las obligaciones contraídas con los bonistas.



5.5. Estructura de la Titulización y Asignación de Pagos

- (i) Los activos del Patrimonio Fideicometido, conformados por las cuentas por cobrar cedidas y los flujos derivados de ellas, serán depositados mensualmente por los clientes en la Cuenta de Recaudación, abierta a nombre de Continental ST.
- (ii) Dichos ingresos son canalizados a la Cuenta de Retención para que, en la Fecha de Medición (día 12 de cada mes), sean medidos los *covenants* de cada Patrimonio Fideicometido; es decir, el ratio de cobertura y el ratio de garantía, evaluándose que las cuentas por cobrar cedidas sean equivalentes a 1.3 del valor en circulación de los Bonos Titulizados. Dicha medición se realizará por los menos 3 días hábiles antes de la fecha de pago.
- (iii) Continental ST distribuye los ingresos, a través de la Cuenta de Retención, de acuerdo al siguiente orden de prelación:
 - (1) Provisión de un importe equivalente a 1/3 de los gastos del Fideicomiso de Titulización.
 - (2) Provisión de un importe equivalente a 1/3 de los gastos del Fideicomiso de Inmuebles.

- (3) Depósito en la Cuenta de Servicio de Deuda, de un importe equivalente a ½ del Monto Requerido en la fecha de medición que corresponda a cada uno de los primeros dos meses de cada período de pago.
- (4) El pago se realizará a favor de los titulares de los bonos, siempre y cuando Continental ST hubiese proporcionado los recursos necesarios, conforme al Acto Constitutivo.
- (5) Si los flujos no son suficientes para cubrir la Cuenta de Servicio de Deuda, en la Fecha de Medición, se transfieren directamente flujos adicionales de la Cuenta de Recaudación, luego de haber cubierto las Cuentas de Provisión de Gastos (Comisión del Servidor, Fideicomiso de Titulización y Fideicomiso de Inmuebles).
- (6) Si los flujos acumulados no son suficientes para cubrir la Cuenta de Servicio de Deuda, con los fondos de la Cuenta de Recaudación, se procede a utilizar los fondos de la Cuenta de Reserva, que son reintegrados según el orden de prelación.
- (7) Luego de la medición mensual de los ratios, se asignan a la Cuenta de Excedentes, todos los flujos generados en exceso de 1.3 veces de los *covenants*.



5.6. Coberturas Requeridas (*covenants*)

5.6.1. Coberturas Requeridas del Patrimonio Fideicometido

Durante la vigencia del Segundo Programa de Emisión de los Bonos de Titulización Los Portales – Negocio Inmobiliario, el Patrimonio Fideicometido debe cumplir con los siguientes ratios de cobertura, que le permitirán a LPSA liberar flujos disponibles a la Cuenta de Excedentes:

(i) Ratio de Garantía:

$$\frac{C_{SD} + CC + C_{Ret}}{\text{Saldo Principal Bonos}} \geq 1.3 \text{ veces}$$

(ii) Ratio de Cobertura:

$$\frac{C_{SD} + C_R + CC \text{ hasta la próxima cuota}}{\text{Monto Requerido}} \geq 1.3 \text{ veces}$$

Siendo:

C_{SD}	=	Saldo en cuenta de servicio de deuda
C_R	=	Cuenta de reserva
CC	=	Valor nominal de las cuentas por cobrar en la fecha de medición
C_{Ret}	=	Fondos retenidos en Cuenta de Retención

La medición de los ratios mencionados tiene frecuencia mensual. El saldo de cuentas por cobrar no considera las letras pertenecientes a clientes que tengan dos o más letras vencidas.

Además, la estructura permite que LPSA: (i) sustituya cuentas por cobrar cedidas por otras que tengan iguales o mejores características crediticias; (ii) sustituya cuentas por cobrar morosas por cuentas por cobrar vigentes, renegocie con nuevos clientes las cuentas por cobrar morosas y las reincorpore al Patrimonio Fideicometido, cumpliendo con los ratios requeridos; y/o (iii) sustituya cuentas por cobrar morosas por cuentas por cobrar vigentes y compre las cuentas por cobrar morosas, cumpliendo con los ratios requeridos.

5.6.2. Coberturas Requeridas del Originador

- (i)
$$\frac{\text{Deuda Financiera Neta}}{\text{EBITDA ajustado}} \leq 3.75 \text{ veces}$$
- (ii)
$$\frac{\text{EBITDA ajustado}}{\text{Servicio de Deuda}} \geq 1.30 \text{ veces}$$
- (iii)
$$\frac{\text{Deuda Financiera Neta}}{\text{Patrimonio Neto}} \leq 1.65 \text{ veces}$$

Siendo:

EBITDA Ajustado	=	Resultado operativo de los últimos doce meses, más depreciación, más amortización, más ingresos netos por intereses relacionados al costo de venta de la División Inmobiliaria y menos la ganancia neta del ajuste en el valor razonable de la propiedad de inversión.
Servicio de Deuda	=	Es el alícuota del principal de los bonos, según sea establecido en cada Acto Constitutivo, que se amortizará en montos iguales así como los intereses derivados de los mismos. Se paga trimestralmente.

LPSA ha venido cumpliendo con los *covenants* requeridos en ejercicios anteriores, cuyos valores presentan cierto margen para la empresa, lo que confirma hasta la fecha su capacidad de continuar con dicha tendencia, luego de adquirida la nueva deuda, como se muestra a continuación:

	<i>Covenant</i>	Dic-13	Dic-14	Set-15
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado LTM	<=3.75	2.67	2.87	2.97
Deuda Financiera Neta / Patrimonio Neto	<=1.65	1.30	1.35	1.59
EBITDA Ajustado LTM / Servicio de Deuda	>=1.30	1.27	1.83	1.67

5.7. Eventos de incumplimiento y mecanismos de acción

Si el Patrimonio Fideicometido de Titulización presenta:

- En la fecha de medición, el Ratio de Garantía y/o el Ratio de Cobertura, niveles inferiores a 1.3 veces, Continental ST retendrá 100% de los excedentes disponibles en la Cuenta de Retención y/o de la Cuenta de Servicio de Deuda, hasta que los ratios alcancen los niveles adecuados. En caso no se alcance dichos ratios, LPSA deberá sustituir las cuentas por cobrar por otras con mejores o similares características a fin de alcanzar los ratios establecidos.

En caso no suceda ello, se retendrá el íntegro de los Excedentes Disponibles en la Cuenta de Retención y/o en la Cuenta Servicio de Deuda. Será un evento de incumplimiento cuando,

luego de transcurrido un trimestre, el Ratio de Cobertura y/o el Ratio de Garantía del Patrimonio Fideicometido, no hubiesen alcanzado el mínimo requerido.

2. Si en una fecha de pago, los recursos depositados en la Cuenta de Servicio de Deuda y en la Cuenta de Reserva no alcancen para cubrir el monto requerido (cuota trimestral), Continental ST retendrá 100% de los excedentes disponibles.

En caso LPSA (el originador) presenta cualquiera de los eventos siguientes, en simultáneo o por separado, Continental ST retendrá 100% de los flujos de la Cuenta de Retención.

Simultáneamente, el Fiduciario convocará a Asamblea Especial en menos de 5 días, para que decida si: (i) exime de las consecuencias del incumplimiento; (ii) ampliar el período de un trimestre de Retención de la Cuenta de Excedentes; o (iii) declare la aceleración de los bonos e instruya a Continental ST para que disponga de los recursos depositados en la Cuenta de Reserva, Cuenta de Retención y en la Cuenta de Servicio de Deuda a la Cuenta de Recaudación.

De este modo, el Fiduciario dispondría del íntegro de los recursos depositados en las cuentas bancarias del Patrimonio Fideicometido de Titulización para realizar la amortización del principal y de los bonos así como la cancelación de los intereses derivados de éstos.

Estos eventos son los siguientes:

1. El monto acumulado en la Cuenta de Retención por la retención de los Excedentes Disponibles reúna, de manera simultánea, las siguientes características: (i) supere el 15% del saldo de capital de la deuda (outstanding) de los bonos; y (ii) supere el monto de US\$ 1 millón.
2. El Originador renuncia a su cargo de Servidor.
3. La transferencia fiduciaria de los inmuebles efectuada conforme a lo previsto dentro del Acto Constitutivo del Fideicomiso de Inmuebles no haya sido inscrita en los registros públicos correspondientes, luego de verificada una Contingencia Material sobre los inmuebles que no haya sido subsanada por el Originador en un período de cura de 90 días contados desde la fecha en la que el fiduciario del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles haya efectuado la presentación del referido título ante los registros públicos.
4. Utilizar recursos captados para fines distintos a los informados.
5. Cese de actividades empresariales, proceso concursal, resolución judicial, o a algún otro mecanismo que implique la reestructuración o refinanciación de sus pasivos o si LPSA suspende el pago corriente de sus obligaciones debidas y exigibles.
6. Cobranzas directas por más de 10% del total de cobranzas efectuadas en el mes y que el Servidor no haya cumplido con depositar dichos fondos en la Cuenta Recaudación en el plazo de 5 días.
7. Nulidad de los documentos del Programa.
8. GR Holding y Empresas ICA dejen de ostentar en conjunto el 51% de LPSA.
9. No proveer información de cálculo de los *covenants*, con más de cinco días hábiles a la fecha de medición de los ratios.
10. Repartir utilidades ante algún evento de incumplimiento y mientras éste no sea subsanado.

11. Cambio del giro principal, fusión o reorganización societaria.
12. No entregar Estados Financieros trimestrales consolidados con sus subsidiarias o reporte de Generación de Cuentas por Cobrar.
13. Falsedad u omisión de documentos del Programa.
14. Resolución Judicial que afecte los activos de LPSA.
15. Porcentaje de segundas viviendas vinculadas a cuentas por cobrar mayor a 25%.
16. No cumplir obligaciones con clientes, estatutos, y realizar operaciones fuera de términos de mercado, de forma que se afecte sustancialmente el valor de las cuentas por cobrar cedidas.
17. No preservar su existencia corporativa, y/o la marca “Los Portales” o incumplir obligaciones no contempladas, siempre que la pérdida de dicha marca afecte adversamente el negocio inmobiliario.
18. Incumplimiento de pago a cualquier de sus demás acreedores por un monto superior a US\$ 3 millones.

En adición a estos Eventos de Incumplimiento, conforme a lo previsto en el Acto Constitutivo de la Primera Emisión, constituirán eventos de incumplimiento del Originador, el incumplimiento de los ratios financieros indicados en el numeral 5.6.2 del presente Informe.

6. ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS TITULIZADOS

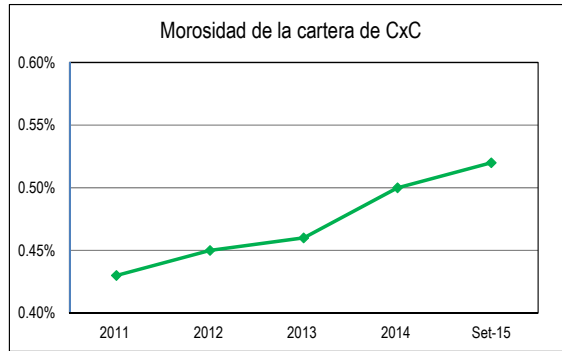
El Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa – Primera Emisión está conformado por el conjunto de cuentas por cobrar cedidas por LPSA (el Originador), representadas por letras de cambio asociadas a contratos de compra-venta garantizada, las cuales provienen de clientes finales que financian la adquisición de lotes de habilitación urbana.

La transferencia de dichas cuentas servirá de respaldo a la “Segunda Emisión del Segundo Programa de Bonos Titulizados Los Portales – Negocio Inmobiliario”, hasta por US\$ 25 millones.

A su vez, los flujos que constituyen el Patrimonio Fideicometido amortizarán las cuotas trimestrales, por un período de 6 años, del total del monto colocado a partir de la emisión.

Los proyectos de lotes de habilitación urbana, asociados a las cuentas por cobrar cedidas, se encuentran en la etapa final de culminación de las obras y son atribuibles a clientes de proyectos ya entregados, pudiéndose incorporar adicionalmente acreencias de clientes por los tramos según se requiera.

Las ventas inmobiliarias se financian hasta en 72 meses desde la fecha de suscripción del Contrato de Compra – Venta Garantizada. LPSA monitorea de manera permanente la cartera de créditos de cuentas por cobrar, corrigiendo retrasos y/o morosidad, la cual alcanzó un nivel de 0.52% al 30 de setiembre del 2015, habiendo experimentando tendencia similar o menor en los últimos períodos, como se muestra a continuación:



Los Contratos de Compra-Venta contienen una cláusula de reserva de dominio por la cual LPSA mantiene la propiedad del lote vinculado hasta el momento en que el cliente pague el íntegro de la deuda asumida. De igual modo, los contratos cuentan con una cláusula de resolución por incumplimiento de pago, por la cual LPSA puede resolver los contratos, en caso el cliente incumpla con el pago de tres de cualquiera de las cuotas del financiamiento asumido.

Entre las características que presentan las cuentas por cobrar cedidas, las principales son las siguientes:

Moneda	Dólares americanos
Tasa de interés compensatorio y/o moratorio	Menor o igual a las tasas máximas en moneda extranjera permitidas por el Banco Central de Reserva para operaciones ajenas al sistema financiero.
Frecuencia de pago de cuotas	Mensual, incluyendo principal, intereses y gastos administrativos.
Participación de segundas viviendas	Menor o igual al 25% del valor nominal de las cuentas por cobrar cedidas, incluidas en el Patrimonio Fideicometido.

Las cuentas por cobrar cedidas podrán ser sustituidas, por LPSA, en los siguientes casos:

- (i) Si la cuenta por cobrar no cuenta con las características descritas en el contrato de compra-venta y/o incumple con las declaraciones o garantías de LPSA, y/o el respectivo Contrato de Compra – Venta Garantizada fuese resuelto de manera anticipada, puede ser sustituida a través de: (a) eliminación de la condición que impide el cumplimiento de las características establecidas; (b) sustitución de la cuenta por cobrar por una o más cuentas por cobrar con las mismas o mejores características crediticias; o (c) compra de dicha cuenta por cobrar a Continental ST mediante un depósito en efectivo de un monto equivalente al saldo pendiente de cancelación de dicha cuenta por cobrar cedida.
- (ii) Con el propósito de mejorar el cronograma de cobranza para hacer frente al pago de los servicios de deuda, se puede sustituir cuentas por cobrar incorporadas por una o más cuentas por cobrar con las mismas o mejores características crediticias, siempre que cumplan con los *covenants* del Patrimonio Fideicometido por encima de 1.3 veces.

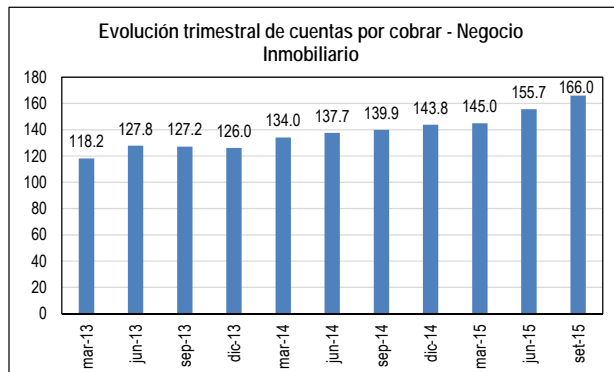
Con el objetivo de analizar el comportamiento de las cuentas por cobrar para cumplir con los *covenants* requeridos y, a su vez, cubrir los pagos respectivos a los acreedores, en los próximos 6 años, se han considerado los siguientes supuestos, en base al desempeño histórico de las cuentas por cobrar de LPSA:

- (i) El saldo de cuentas por cobrar observado al inicio de cada mes, debe ser depurado en cada mes de los siguientes componentes:
 - El importe mensual de cuentas por cobrar que vence cada mes, debe ser equivalente a la cobrabilidad de 95.00% del flujo mensual generado.

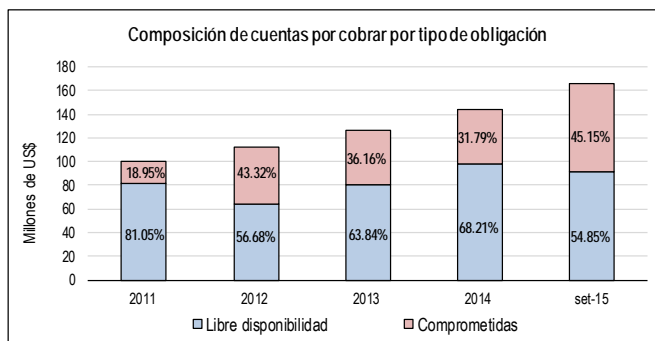
- Las cuentas por cobrar prepagadas, que son equivalentes a alrededor de 1.29% del saldo de cuentas por cobrar total observado al inicio del mes.
- Las cuentas por cobrar morosas, que ascienden a alrededor de 0.26% del saldo de cuentas por cobrar total observado al inicio del mes.
- Las cuentas por cobrar retiradas de la cartera, por acuerdo mutuo entre LPSA y Continental ST, para luego considerar otras con mejores características crediticias, las cuales equivalen al mes a aproximadamente 0.09% del saldo de cuentas por cobrar total observado al inicio del mes.

(ii) Producto de la depuración anterior de cuentas por cobrar y, para cumplir con el Ratio de Garantía requerido de 1.30 veces, se procederá la aportación continua de nuevas cuentas por cobrar para sustituir las cuentas por cobrar que se van extinguiendo, por nuevos proyectos que se están generando y que se continuarán generando durante la vigencia de los Bonos Titulizados.

Es importante mencionar que la cartera total de cuentas por cobrar, que incluye cuentas de orden y cuentas por cobrar generadas por empresas afiliadas a LPSA, de la División Inmobiliaria ha venido mostrando un comportamiento creciente, esto es, han estado en aumento durante años anteriores, por lo que una proyección conservadora de flujos futuros serviría para cumplir adecuadamente posibles escenarios de contingencia, en cualquier de las variables que se están suponiendo en la evaluación de los activos cedidos. El gráfico presentado a continuación muestra un crecimiento acumulado de 40.44% de las cuentas por cobrar entre marzo del 2013 y setiembre del 2015.



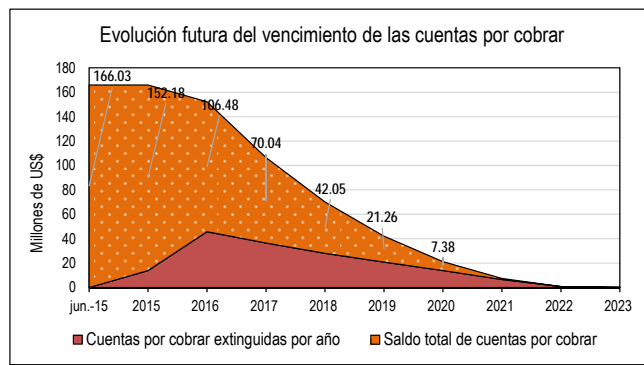
A setiembre del 2015, la cartera de cuentas por cobrar de LPSA y subsidiarias ascendió a US\$ 166.03 millones. Del total de la cartera, US\$ 160.27 millones es atribuible a cuentas generadas por el Negocio Inmobiliario de LPSA, de las cuales alrededor de US\$ 91 millones son de libre disponibilidad para la empresa, encontrándose el saldo comprometido para el pago de obligaciones con bancos y obligaciones con bonistas en el mercado de capitales. Hay un monto adicional de cuentas por cobrar generado por compañías asociadas por US\$ 5.76 millones.



Como se observa en el gráfico, a través de los años, en promedio, 65% (68.21%, a diciembre del 2014) del portafolio de cuentas por cobrar ha sido de libre disponibilidad para la empresa, permitiéndole generar un flujo de ingresos continuo y estable. En base a ello, si bien parte de las cuentas por cobrar se encuentran ya comprometidas para el pago de diversas obligaciones, existe un holgado y apreciable margen a ser utilizado por la empresa.

Bajo el escenario en el cual la cartera de cuentas por cobrar, a setiembre del 2015, ascendió a US\$ 166.03 millones, el siguiente gráfico muestra el vencimiento normal de las cuentas por cobrar, a través del tiempo.

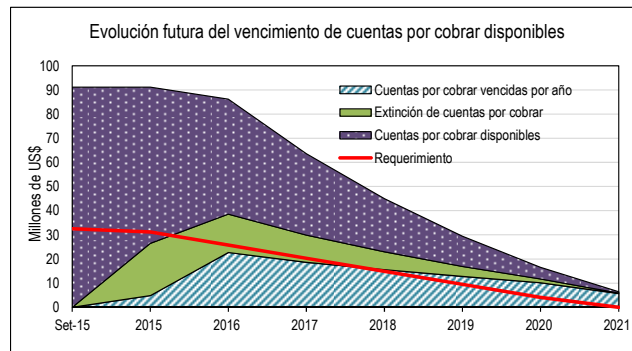
En base a los supuestos anteriormente descritos (índice de cobrabilidad, prepago y morosidad), la cartera inicialmente observada de cuentas por cobrar, se irá extinguiendo, de modo que, en lo que resta del año 2015, se cobrará alrededor de 8% de la cartera inicial, mientras que en el año 2016 vencerá aproximadamente 28% del saldo. Así, en el año 2023, se terminará de cobrar la última letra.



Los escenarios de extinción de letras, podrían variar en función de: incremento en la morosidad, incremento en los prepagos, mayores vencimientos de cuentas por cobrar o mayores retiros de cuentas por cobrar por resolución bilateral de ambas partes. Es importante destacar que, de la cartera observada a setiembre del 2015, existe una parte (45.15%) que se encuentra comprometida para el pago de otras obligaciones.

Dado que la cartera de cuentas por cobrar de LPSA aumenta diariamente, del paquete a ser cedido al Patrimonio Fideicometido, se generarán aportaciones adicionales de acuerdo a los requerimientos del mismo, con las cuentas por cobrar que se generarán a través del tiempo, para poder atender con el pago de los bonistas y cumplir con los *covenants* establecidos.

Como se observa en el gráfico siguiente, tomando en consideración una cartera disponible de cuentas por cobrar, depurada de obligaciones con terceros, por alrededor de US\$ 91 millones, ello representa 2.80 veces el requerimiento de una emisión de US\$ 25 millones, equivalente a US\$ 32.5 millones.



Sin embargo, a medida que transcurren los años, el vencimiento normal del paquete de cuentas por cobrar, así como factores adicionales de extinción de las cuentas, relacionados con la morosidad, prepago y retiros de cuentas por resolución bilateral, reducen el saldo de las cuentas por cobrar. Por ello, se observa que el saldo de cuentas por cobrar se encuentra, en cierta medida, ajustado al finalizar el año 2020, de modo que se requerirá la aportación de nuevas cuentas por cobrar o de otras ya existentes que cumplan con las características establecidas para ser incorporadas dentro del Patrimonio Fideicometido.

Es importante destacar que, para simular la extinción de la cartera, se han considerado los supuestos históricos observados en las cuentas por cobrar de LPSA, pudiendo éstos modificarse, debido a factores adversos que impidan que los clientes paguen oportunamente sus deudas. Con ello, es importante que LPSA siga generando cuentas por cobrar por parte de la División Inmobiliaria para mantener holgura de cobertura sobre el saldo en circulación de los Bonos Titulizados o para enfrentar alguna eventual incorporación de cuentas por cobrar al Patrimonio Fideicometido.

DETALLE DEL INSTRUMENTO CLASIFICADO

Denominación:	Segundo Programa de Emisión de Bonos de Titulización Los Portales – Negocio Inmobiliario
Instrumentos:	Bonos de Titulización inscritos en el RPMV de SMV.
Fiduciario:	Continental Sociedad Titulizadora S.A.
Originadores y Servidores:	Los Portales S.A.
Monto del Programa:	Hasta por un monto máximo en circulación de US\$ 60'000,000 o su equivalente en moneda nacional.
Moneda del Programa:	Dólares americanos o Nuevos Soles.
Plazo del Programa:	Hasta 6 años contados a partir de la fecha de inscripción del Programa en SMV.
Fecha de Emisión:	Fechas en que se emitirán cada una de las emisiones del Programa.
Clase:	Nominativos, indivisibles, libremente transferibles y están representados por anotaciones en cuenta en CAVALI ICLV S.A.
Valor Nominal:	A ser determinado en los Actos Complementarios e informado en los respectivos Prospectos Complementarios.
Tipo de Oferta:	Pública
Fechas de Colocación:	La fecha de colocación de los Valores será definida por el Emisor en coordinación de los Originadores y el Agente Colocador, de acuerdo a sus necesidades financieras y las condiciones de mercado vigentes; y difundidas en los Avisos de Oferta respectivos.
Precio de Colocación:	Podrán ser emitidos a la par, sobre la par, o bajo la par, según sea determinado en el Acto Complementario y Prospecto Complementario correspondiente.
Plazo de los bonos:	Primera Emisión – 6 años contados desde la fecha de emisión.
Tasa de Interés o Rendimiento:	A ser determinada a través del procedimiento de colocación que se establezca en el Acto Complementario y en el Prospecto Complementario correspondiente.
Amortización del Principal y pago de intereses:	Las amortizaciones del principal y pago de intereses serán trimestrales.
Opción de Rescate:	La emisión se hará sin opción de rescate. No obstante, la misma podrá ser rescatada solo bajo los siguientes supuestos: (i) por pago anticipado de los mismos, conforme a lo previsto en los supuestos de aceleración de los bonos; (ii) por oferta dirigida a todos los titulares de los bonos; o (iii) en cumplimiento de convenios suscritos con la Asamblea.
Destino de los Recursos:	(i) Refinanciamiento de deuda; (ii) financiamiento de capital de trabajo; y (iii) otros usos corporativos del originador.
Garantías:	(i) Activos del Patrimonio Fideicometido de Titulización; (ii) Activos del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles; y (ii) Cuenta Reserva.
Lugar y Agente de Pago:	Cavali
Entidad Estructuradora:	BBVA Banco Continental y BTG Pactual Perú S.A.
Agentes Colocadores:	Continental SAB S.A. y BTG Pactual Perú S.A. SAB
Ventajas Tributarias:	De conformidad con la Ley del Impuesto a la Renta (D.S. 179-2004-EF y sus modificatorias), los intereses y las ganancias de capital provenientes de bonos y papeles comerciales emitidos a partir del 11 de marzo del 2007, están gravados con el Impuesto a la Renta a partir del 1 de enero del 2010. La tasa de impuesto a la renta a aplicar varía dependiendo de la condición del contribuyente (persona natural o persona jurídica), y si está domiciliada o no en el país.

Bonos Titulizados	Monto Autorizado	Fecha de Emisión	Plazo	Fecha de Redención	Tasa de Interés	Rendimiento
Primera Emisión	Hasta por US\$ 25 millones	Por definir	6 años	Por definir	Por definir	Por definir