

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

Sesión de Comité N°22/2016: 27 de mayo del 2016
Información financiera consolidada auditada al 31 de diciembre del 2015

Analista: Silvana Zafra R.
szafra@class.pe

Clasificaciones Vigentes

Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – 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, emitida en el marco del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario, ha sido otorgada considerando la situación financiera del originador (Los Portales S.A.), la conformación 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 sus ventas; (ii) las oportunidades y las amenazas existentes en la actual coyuntura que enfrenta el sector inmobiliario, donde 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 establecidas; (iv) la calidad de los activos 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 el 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 comerciales, 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 de US\$ 60 millones o su equivalente en Nuevos Soles
Monto de la Primera Emisión:	US\$ 20,065,000
Oferta:	Pública
Fecha de Emisión:	21 de diciembre del 2015
Amortización del principal y pago de intereses:	24 cuotas trimestrales
Plazo de la Emisión:	6 años
Fecha de Vencimiento:	29 de diciembre del 2021
Destino de los Recursos:	(i) Refinanciamiento de deuda; y (ii) otros usos corporativos del Originador.
Garantías:	(i) Activos del Patrimonio Fideicometido de Titulización, conformado por cuentas por cobrar cedidas, respaldadas por letras de cambio, vinculadas a la venta de lotes de habilitación urbana; 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 ingresos en los últimos 5 años (22.06%, de crecimiento promedio anual, a valores constantes): División Inmobiliaria, División Estacionamientos, División Hoteles y División Rentas. La División Rentas se ha contraído a partir de la venta de su participación en *Strip Centers del Perú S.A.*, empresa dedicada a la operación de centros comerciales, vinculada a Parque Arauco.

El sector inmobiliario en el país se encuentran atravesando un período de desaceleración, considerando que decreció 5.9% durante el año 2015, de acuerdo con la información presentada en el Reporte de Inflación del BCRP a marzo del 2016. El año 2015 se caracterizó por una menor ejecución de proyectos de infraestructura y una más lenta absorción de viviendas y edificaciones, pero la dinámica del sub-sector de viviendas de interés social continúa presentando importante participación de inversionistas. Ello otorga oportunidades a la División Inmobiliaria de LPSA, debido a la existencia de importantes necesidades de viviendas en los sectores socioeconómicos C y D, desarrollada a través de negocios de habilitación urbana y de construcción de viviendas de interés social. En forma paralela, el modelo de negocio de las Divisiones de Playas de Estacionamiento y de Hoteles, basado en la participación en concesiones y, en su momento, en privatizaciones, permite generar flujos de ingresos estables para la empresa.

En el año 2015, las operaciones de LPSA han registrado menor ritmo de crecimiento, principalmente, en sus Divisiones Inmobiliaria y Estacionamientos, con desempeño menos dinámico en comparación a años anteriores. La utilidad de LPSA fue afectada por la pérdida por diferencia cambiaria dada la importancia de sus pasivos en dólares, así como por crecientes gastos financieros, resultantes de la adquisición de préstamos y emisiones en el mercado de capitales. Además, el relativo nivel de apalancamiento de LPSA (2.82 veces a diciembre del 2015), medido como deuda financiera neta sobre EBITDA ajustado, generado por la deuda bancaria para el financiamiento de nuevas operaciones, puede comprometer su capacidad futura de generación de recursos.

Los ingresos totales de LPSA son sustentados, en mayor medida, por la División Inmobiliaria, cuyas ventas han representado, en promedio, 79% de las ventas totales en los últimos cinco 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 está conformado por flujos dinerarios provenientes de un conjunto de cuentas por cobrar generadas por el financiamiento de la venta de lotes. Dichos flujos dinerarios son destinados al pago del servicio de deuda de los Bonos de Titulización.

Las cuentas por cobrar están 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 en desarrollo,

encontrándose LPSA en la obligación de reemplazar en el Patrimonio Fideicometido, aquellas cuentas de clientes con tres o más pagos en situación de vencidos.

Para respaldar la Primera Emisión, se ha constituido un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, que respaldaría todas las emisiones del Segundo Programa de Bonos Titulizados, en caso la Asamblea de Obligacionistas apruebe. De lo contrario, se constituirá un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles para cada Emisión realizada dentro del Programa.

Este Patrimonio está constituido por la titularidad de los terrenos asociados a los lotes vinculados a las cuentas por cobrar dentro del Patrimonio Fideicometido de Titulización, se ha inscrito en el Registro Mobiliario de Contratos. En el caso de una Contingencia Material sobre los lotes, no superada por el Originador, se inscribiría en Registros Públicos y los inmuebles se conviertan en una garantía real adicional.

El Patrimonio Fideicometido de Inmuebles no constituye una garantía de los Bonos Titulizados, por lo que se, pero no en las partidas registrales de los inmuebles, salvo

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 cedido al momento de la Emisión, 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. Con ello, se debe cumplir el ratio del monto cedido de cuentas por cobrar, que debe ser equivalente a más de 1.3 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados.

Al respecto, cabe mencionar que, a febrero del 2016, LPSA registró una cartera de cuentas por cobrar ascendente a US\$ 192.06 millones, de las cuales US\$ 111.45 millones son consideradas de libre disponibilidad y, por lo tanto, libres de obligaciones. De acuerdo a las proyecciones realizadas, basadas en el comportamiento histórico de la cartera de cuentas por cobrar, al finalizar el año 2016, la cobertura de las cuentas por cobrar disponibles representaría alrededor de 1.70 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados. Este valor ascendería a 1.33 veces al finalizar el año 2017, requiriéndose, en el corto plazo, la pronta adición de nuevas cuentas por cobrar, las cuales continúa generando la División Inmobiliaria.

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.

El incumplimiento en las coberturas requeridas y de lo estipulado en el Contrato Marco, 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, impidiendo 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 del Grupo Raffo. Por su parte, la situación patrimonial de su accionista, Grupo ICA, con deterioro en su capacidad de pago, encontrándose actualmente en *default*, determina incertidumbre respecto al futuro de su participación accionaria en la empresa originadora del presente Programa.

Las cuentas por cobrar han venido generando un flujo dinerario estable y creciente, mostrando un crecimiento promedio anual en los últimos 4 años de 15.66% (a valores corrientes) y un muy bajo indicador de morosidad, de 0.53% al cierre del 2015. De igual manera, la estructura de los Bonos Titulizados y la del Patrimonio Fideicometido, imponiendo coberturas y penalizando su incumplimiento, determina fortaleza para el proceso.

Los mayores riesgos que afectan la categoría de clasificación de riesgo asignada a los Bonos Titulizados están relacionados a 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. Considerando valores históricos del desempeño de LPSA, la estructura requiere, en el corto plazo, la adición de nuevas letras, por las propias características de extinción de la cartera.

También existe el riesgo de originación de letras, producto de la posibilidad de menor dinamismo en el sector inmobiliario, lo que podría afectar en el futuro la demanda de viviendas ofrecidas por la empresa, considerando la moderada desaceleración producida en el sector inmobiliario durante el año 2015. A ello se suma, el menor ritmo de crecimiento de las existencias de LPSA, afectando el nivel de acumulación de terrenos para el desarrollo futuro de obras de la División Inmobiliaria.

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.

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 de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario presenta, en las actuales circunstancias, perspectivas estables, teniendo en consideración las condiciones de aislamiento patrimonial de los flujos de cuentas por cobrar cedidos al Patrimonio Fideicometido de Titulización que garantiza la emisión, así como el desempeño crediticio asociado a dichas cuentas.

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

1. ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

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

Los fondos del Programa han sido utilizados por LPSA para refinanciamiento de deuda y otros usos corporativos del Originador, lo que diversifica sus fuentes de fondeo, mejora la eficiencia en su costo financiero y amplía el plazo de sus deudas.

LPSA fue constituida en marzo de 1996, con la finalidad de dedicarse a toda clase de inversiones y negocios de promoción y desarrollo de: inmuebles, habilitación urbana, centros comerciales, servicios hoteleros, playas de estacionamiento, entre otros. LPSA realiza sus operaciones a través de cuatro unidades de negocio: (i) División Inmobiliaria, que desarrolla proyectos de habilitación urbana, multifamiliares y viviendas de interés social; (ii) División Estacionamientos, que concede y administra estacionamientos mediante Concesiones, Comerciales y Microplayas; (iii) División Hoteles, que opera hoteles ejecutivos en Lima y provincias; y (iv) División Rentas, que desarrolla, arrienda y opera locales comerciales.

1.1. Características Generales de la Emisión

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

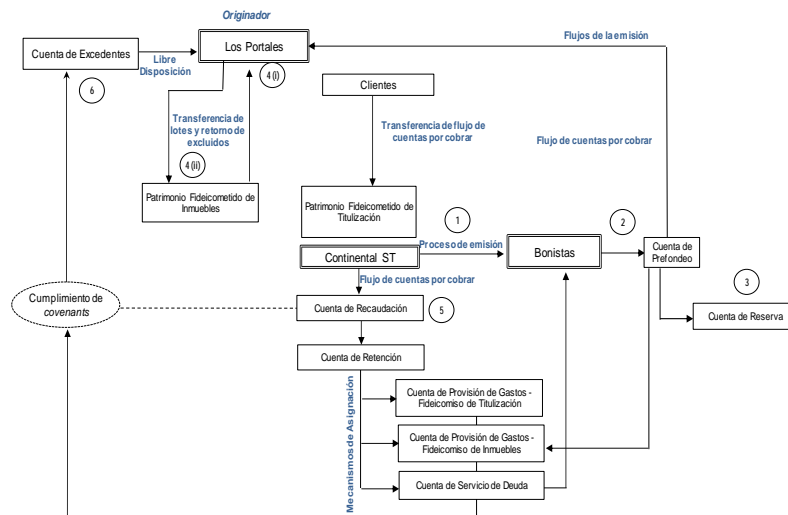
1. Los Portales S.A., en calidad de Originador, aportando los activos que conforman el Patrimonio Fideicometido (cuentas por cobrar cedidas); y en calidad de Servidor, es encargado del proceso de cobranza de las cuentas por cobrar.
2. Continental Sociedad Titulizadora, en calidad de Fiduciario, encargado de recibir y gestionar los activos del Patrimonio Fideicometido.
3. Bonistas, personas naturales y jurídicas que han proporcionado el financiamiento requerido por el emisor.

Continental ST, el Fiduciario, ha realizado la Primera Emisión de Bonos Titulizados en el marco del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario, por US\$ 20.07 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 el pago del servicio de deuda de los Bonos de Titulización. Estos flujos son depositados en cuentas abiertas a nombre del Patrimonio Fideicometido, y son administrados por Continental ST, Fiduciario y Emisor de los valores, de acuerdo a la estructura y a las características que se detallan a continuación:

- (1) Continental ST colocó la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos Titulizados, a nombre del Patrimonio Fideicometido de Titulización. Este Patrimonio respaldará todas las Emisiones a realizarse en el marco del Segundo Programa de Bonos Titulizados.
- (2) Los bonistas otorgan financiamiento a LPSA, por el monto emitido, el que es depositado 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 incumplen las características crediticias requeridas por el Patrimonio Fideicometido de Titulización y/o por cualquier otro supuesto. Al respecto, cabe mencionar que el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles constituido al momento de la colocación de la Primera Emisión, servirá para respaldar todas las emisiones realizadas, en el marco del Segundo Programa, correspondiente a todas las emisiones (siempre que la Asamblea de Bonistas apruebe dicha estructura, aún en proceso de definición; pues de lo contrario, se constituirá un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles por cada Emisión realizada).
- (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, la cual incorpora el pago de la cuota trimestral a los bonistas.
- (6) Todos los flujos adicionales de cuentas por cobrar que generen un exceso del Ratio de Garantía (1.3 veces el valor en circulación de los Bonos Titulizados), serán canalizados mensualmente hacia la Cuenta de Excedentes y serán devueltos como fondos de libre disposición para LPSA.



2. FIDUCIARIO Y EMISOR

2.1. Datos Generales

El Emisor y Fiduciario en el presente proceso es Continental Sociedad Titulizadora S.A. (“Continental ST”), empresa constituida en febrero de 1999 para actuar como fiduciario en

procesos de titulización, así como para adquirir activos con la finalidad de constituir patrimonios fideicometidos que respalden la emisión de valores de contenido crediticio.

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

2.2 Composición Accionaria

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

Continental ST 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, de servicios turísticos, de productos químicos, mineríos, agroindustriales, 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 2016, para el periodo de un año, hasta marzo del 2017.

Directorio	Javier Balbin Buckley Frank Babarczy Rodriguez Luis Ignacio de la Luz Dávalos Pedro Diez 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 31 de diciembre del 2015, Continental Sociedad Titulizadora administra los siguientes patrimonios fideicometidos:

- Patrimonio en Fideicomiso Instrumentos de Titulización Hipotecaria del Banco Continental.
- Patrimonio en Fideicomiso Aeropuertos del Perú.
- Patrimonio en Fideicomiso Concesionaria La Chira (Sedapal).

- Patrimonio en Fideicomiso Los Portales – Negocio Inmobiliario, el cual respalda la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización.
- Patrimonio en Fideicomiso Los Portales – Negocio Inmobiliario, que respalda el Primer Programa de Bonos de Titulización.
- Patrimonio en Fideicomiso Edificio Pardo y Aliaga.
- Patrimonio en Fideicomiso Odebrecht Inversiones Inmobiliarias –Edificio Las Palmeras.

3. ORIGINADOR

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

LPSA fue constituida en marzo de 1996 como consecuencia de la alianza estratégica entre: (i) LP Holding S.A., empresa peruana vinculada a la actividad inmobiliaria desde 1930; e (ii) Ingenieros Civiles Asociados (ICA) de México, la constructora más grande de México 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 31 de diciembre del 2015, el capital social consolidado de la empresa estuvo representado por 171,254,000 acciones comunes de S/1.00 de valor nominal cada una, suscritas y pagadas, las cuales se encuentran equitativamente distribuidas entre ambos grupos.

<u>Accionistas</u>	<u>%</u>
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). Empresas Ica se ha consolidado, a través de los años, como la constructora líder en México, habiendo obtenido la asignación de diversos contratos de concesión de grandes obras públicas en su país. Entre los años 2013 y 2015, Ica registró bajos niveles de ventas por la contracción del sector construcción en México, por lo que debido a los importantes requerimientos de efectivo para atender necesidades de capital de trabajo y de sus deudas de corto plazo, no ha podido generar resultados netos positivos desde el año 2013.

Durante el año 2015, el menor gasto del gobierno de México, ocasionó menor avance de proyectos de infraestructura, lo que impactó en la asignación de proyectos para la empresa. Ello, junto a un elevado apalancamiento en moneda extranjera, cuyo valor se incrementó dada la importante depreciación del peso mexicano, provocó que la empresa registre una importante caída en su resultado neto.

Las deudas de Empresas Ica corresponden a US\$ 1,350 millones en tres emisiones de bonos. En noviembre del 2015, Empresas Ica S.A.B. de C.V. anunció la utilización de un período de gracia de 30 días para realizar el pago de intereses por US\$ 31 millones de uno de sus bonos por US\$ 700 millones. Actualmente, tiene prevista una solicitud de concurso mercantil, como protección contra sus acreedores, para aislar del proceso a algunas de sus subsidiarias. La situación actual del Grupo ICA ha repercutido en su decisión de vender algunos de sus activos fuera de México.

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

Empresas Ica S.A.B. de C.V. (31 de diciembre del 2015)	
S&P	CC/Negativas
Moody's	Caa3/Negativas

1.2. Estructura administrativa

En Junta Universal de Accionistas del 04 de abril del 2016, se eligieron a los nuevos miembros del Directorio de LPSA para el ejercicio 2016, estando conformado de la siguiente manera:

Directorio

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

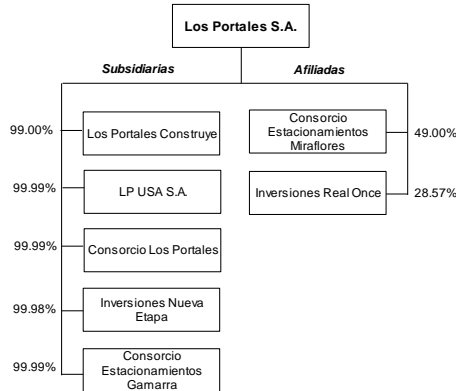
Plana Gerencial

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 opera en forma independiente de las otras, pero es apoyada por una estructura matricial que centraliza las áreas de: Administración, Créditos y Cobranzas, Capital Humano, Contabilidad, Finanzas, Legal, Marketing y Tecnología de la Información, permitiendo consolidar sinergias entre las 4 divisiones 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 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 dos 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. y; (ii) Consorcio de Estacionamientos Miraflores S.A. En diciembre del 2015, LPSA vendió su participación accionaria en Strip Centers del Perú al Grupo Parque Arauco con el propósito de concretar su enfoque hacia sus negocios objetivos básicos.



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/ 576.73 millones durante el año 2015, registrando además ingresos financieros por el financiamiento de lotes por S/ 56.65 millones. La cartera de cuentas por cobrar de LPSA ascendió a US\$ 179.68 millones, asociada a una morosidad inferior al 1%.

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

3.4.2 División Rentas

La División de Rentas se creó en el año 2010, dedicándose a: (i) habilitación de centros comerciales; y (ii) gestión de arrendamientos de locales comerciales y de oficinas propiedad de la Compañía. Durante el año 2015, la División Rentas generó ingresos por S/ 2.19 millones.

El 31 de diciembre del 2015, LPSA transfirió su participación en Strip Centers del Perú S.A., a Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C., empresa vinculada a Parque Arauco, con el propósito de reorientar su enfoque hacia sus negocios “core”.

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.

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

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.

Al cierre del año 2015, la División gestionó 225 playas que sumaron 43,399 espacios, con un promedio mensual de 6,627 abonados que estuvieron distribuidos en Lima, Arequipa, Piura, Trujillo y Chiclayo. Ello reportó ingresos ascendentes a S/ 79.12 millones durante el año 2015.

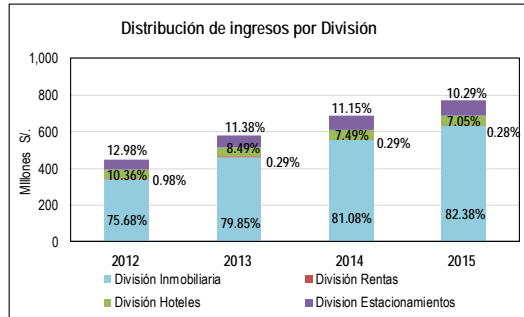
LPSA mantiene contratos de concesión por las playas de estacionamientos de: Dionisio Derteano, Andrés A. Cáceres, Óvalo Gutierrez, y Estadio Nacional. Cuenta con la adjudicación de dos concesiones de estacionamientos subterráneos que se encuentran en proceso de construcción y desarrollo, a través de sociedades de participación con 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 diciembre del 2015:

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

Entre los años 2011 y 2014, LPSA mostró una tendencia creciente en los ingresos de sus divisiones, registrando un crecimiento promedio anual de 29.85% y 16.23%, respectivamente. Durante el año 2015, el ritmo de crecimiento se ha contraído, reportando ingresos totales por S/ 768.88 millones, 12.22% superiores en relación al año 2014 (S/ 685.14 millones), sustentados en un crecimiento de 12.72% y de 3.61% de la División Inmobiliaria y de la División Estacionamientos, respectivamente. Ello es consecuencia de menor cantidad de abonados y bajo crecimiento en clientes eventuales en la División Estacionamientos, así como de baja demanda de proyectos de habilitación urbana en relación a la observada en años anteriores, en la División Inmobiliaria.

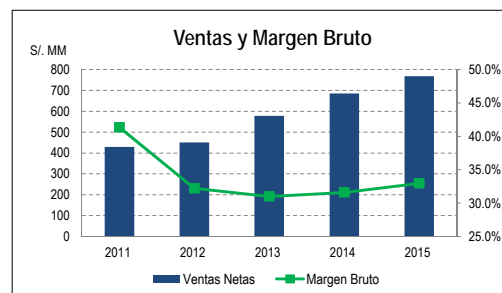


La División Rentas creció 11.96% entre los años 2014 y 2015, destacando como hecho de importancia la venta de su participación accionaria en Strip Centers del Perú S.A. al Grupo Parque Arauco. La División Hoteles presentó un desempeño positivo (+5.54%), en base a mayor flujo de clientes con mejores niveles de ocupación.

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 las crecientes ventas obtenidas. El mayor beneficio generado por las operaciones de la empresa se reflejó en el nivel de EBITDA ajustado registrado, que implicó un margen de 23.87%. El EBITDA ajustado obtenido durante el año 2015 representó 14.64 veces los gastos financieros de ese ejercicio. Los gastos financieros no reflejan la carga financiera total de la empresa, dado que LPSA mantiene patrimonios independientes debido a sus emisiones de Bonos Titulizados, donde sus flujos cubren deudas de su negocio inmobiliario, a través de la cesión de cuentas por cobrar a patrimonios fideicomitidos.

LPSA registró una pérdida por diferencia cambiaria de S/ 71.25 millones, asociada a una posición pasiva neta en moneda extranjera de US\$ 158.45 millones, por presentar la mayor parte de sus deudas en dólares. Sus clientes finales enfrentan el riesgo de potencial depreciación de la moneda nacional, lo que podría ocasionar mayor valor de las deudas adquiridas con LPSA.

El resultado neto registrado durante el año 2015 ascendió a S/ 62.16 millones (+30.34%) es consecuencia de mayores ingresos por ventas, así como de un mayor resultado operacional (+32.83%). El mayor resultado operacional es atribuible a la ganancia percibida por cambio en el valor razonable de sus inversiones (terrenos y centros comerciales), por S/ 31.32 millones. LPSA percibió mayor participación en los resultados de sus inversiones en asociadas, por la venta de su asociada *Strip Center del Perú* en diciembre del 2015, a un valor de venta de S/ 7.30 millones, y de la participación en las utilidades de sus asociadas Inversiones Real Once S.A. y CEMSA, por S/ 4.09 millones.



La estructura activa de LPSA se encuentra concentrada en el corto plazo (57.47%), registrándose activos totales por S/ 1,596.72 millones al cierre del 2015, cuyo crecimiento (+23.52%) está relacionado a mayores cuentas por cobrar comerciales en facturas por cobrar (S/ 18.27 millones), provenientes de ventas de inmuebles y alquileres que no devengan intereses ni presentan

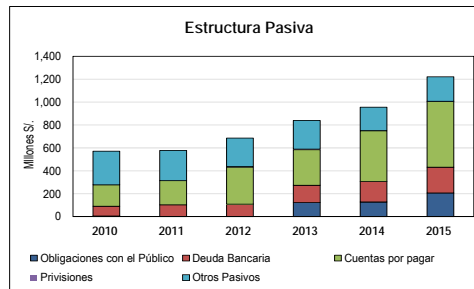
garantías específicas, y de letras por cobrar (S/ 395.85 millones), provenientes de ventas financiadas a clientes de su actividad inmobiliaria a un costo financiero promedio anual de aproximadamente 20.00%.

Forman parte importante de los activos totales, sus existencias que representaron 36.10% de éstos (S/ 576.41 millones), correspondientes a proyectos de habilitación urbana de la División Inmobiliaria de LPSA, así como a lotizaciones bajo modalidades Techo Propio y MiVivienda, entre otras reservas. El ritmo de crecimiento de las existencias se ha venido reduciendo, de modo que el stock actual de terrenos con el que cuenta LPSA, constituye una limitación para futuros desarrollos inmobiliarios. Los activos fijos de LPSA (S/ 150 millones), están conformados por terrenos, edificaciones, mobiliario y obras en curso, y se incrementaron 3.00% en relación a diciembre del 2014, principalmente, por las mejoras en los hoteles bajo administración del Grupo, entre otras adquisiciones por concepto de equipos y de mobiliario.

Los demás activos no corrientes (S/ 529.05 millones) estuvieron conformados por: terrenos adquiridos como reservas territoriales; inversiones en empresas relacionadas (Inversiones Real Once S.A. y Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A.); activos intangibles correspondientes a cuatro contratos de concesión de las playas de estacionamiento; entre otros.

La estructura financiera de la empresa es, principalmente, de corto plazo, representando 52.71% de los pasivos totales, los cuales ascendieron a S/ 1,223.06 millones al cierre del 2015. Ello expone a la empresa a contingencias de liquidez, al asumir importante nivel de compromisos de corto plazo. Las fuentes de financiamiento de LPSA son diversificadas, estando conformadas por: obligaciones con el público (16.87%), deuda bancaria (18.45%), obligaciones con terceros (20.30%), cuentas por pagar comerciales (26.64%), y otros pasivos (17.74%).

Al cierre del 2015, LPSA registró obligaciones con el público por S/ 206.37 millones, 60.96% superiores a las registradas al cierre del 2014. Sus obligaciones con el público comprenden: (i) "Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario" con un saldo en circulación de S/ 60.26 millones al cierre del 2015; (ii) "Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario", con un saldo en circulación de S/ 68.51 millones al cierre del 2015; (iii) Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales, por un saldo ascendente a S/ 60.18 millones; y (iv) Primera Emisión del Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada, por un saldo en circulación de S/ 17.41 millones.



Las obligaciones con los bancos de LPSA, concertadas con 12 instituciones financieras locales y extranjeras, representaron 18.45% de los pasivos totales. Estas obligaciones se encuentran denominadas en moneda extranjera y tienen garantías constituidas por hipotecas y fideicomisos. Son prioritariamente de vencimiento no corriente, amortizables entre los años 2016 y 2021, a una tasa promedio de 8.5%.

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

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

Las cuentas por pagar a relacionadas poseen vencimiento corriente y no cuentan con intereses ni con garantías específicas. Los préstamos por pagar a terceros son recibidos de personas naturales y jurídicas (fondos de inversión) que no tienen garantías específicas e involucran un costo financiero promedio de 10.36%. Los anticipos de clientes registraron un saldo de S/ 141.94 millones al cierre del 2015 y correspondieron a pagos recibidos de clientes de la División Inmobiliaria por letras que se aceptan por venta de terrenos durante el período de habilitación.

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

4. MERCADO INMOBILIARIO

4.1. Actividad construcción

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

Durante el año 2015, el sector construcción se caracterizó por menor avance físico de obras públicas de gobiernos locales y regionales, y por leve demanda proveniente de bienes destinados a la inversión. Se experimentó demoras en las aprobaciones de Estudios de Impacto Ambiental, que retrasaron la construcción de nuevas líneas de transmisión de energía eléctrica y de ejecución de diversos proyectos mineros.

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

Con respecto a la construcción de infraestructura vial en Perú, que conforma el Sistema Nacional de Carreteras, se observan diversos aspectos de mejora. El Plan Estratégico del Ministerio de Transporte y Comunicaciones, proyecta asfaltar 85% de las vías nacionales para el año 2016. Durante el segundo semestre del año, se espera una mejora en el desempeño del sector construcción, en base al impulso a la infraestructura por obras de concesiones viales y de rehabilitación de carreteras en los sectores transporte y comunicaciones a través de Asociaciones Público-Privadas (Iniciativas Estatales, Iniciativas Privadas Cofinancias, entre otras). Junto a ello, el gasto público será liderado por mayor ejecución del Gobierno Central y de las empresas públicas, considerando, entre otros proyectos, el inicio de la ejecución de los proyectos Línea 2 del Metro de Lima y Callao, y la modernización de la refinería de Talara.

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

En los próximos años, se espera mayor dinamismo en el sector construcción, gracias a la ejecución de nuevos proyectos de infraestructura: Gasoducto Sur Peruano, 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.

4.2. Oficinas

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

El mercado inmobiliario mostró, hacia finales del 2015, indicios de recuperación a corto plazo. Se presentaron niveles de sobreoferta en el mercado oficinas, por lo que el año 2016 proyecta menores ventas y construcción de oficinas. En el segmento residencial, se observó, del mismo modo, lenta colocación de viviendas, pese a la implementación del Leasing Inmobiliario.

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

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

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

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

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

Fuente: Colliers

4.3. Vivienda de Interés Social

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

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

Con respecto al Bono Familiar Habitacional, subsidio entregado por el Estado Peruano, éstos ascendieron a 50,405 durante el año 2015, 12% por encima a lo registrado en el año 2014 (45,164). El Ministerio de Economía y Finanzas ha identificado una serie de factores que dificultan el desempeño de la construcción inmobiliaria: (i) lentitud del trámite para la obtención de licencias de edificación, pues las municipalidades exigen más requisitos y procedimientos únicos que no permiten simplificar procesos; (ii) poca disponibilidad de suelo urbano, debido a la ausencia de planes de desarrollo urbano en Lima Metropolitana y otras ciudades del país, así como a la dificultad de contar con agua potable y saneamiento, por inadecuada infraestructura; y (iii) parámetros rígidos respecto al crecimiento vertical de la ciudad. Simultáneamente, se produce actividad significativa en provincias, donde LPSA participa activamente, estando presente en 17 ciudades de 12 provincias del Perú.

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: la ejecución de la Línea 2 del Metro de Lima, la 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 Lurín)	-	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 pagan los Bonos de Titulización, son:

- (i) Cuentas por cobrar cedidas, son las cuentas por cobrar que LPSA transfiere en Fideicomiso para que formen el Patrimonio Fideicometido. 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 en desarrollo, de modo que las cuentas por cobrar pueden corresponder a tramos de las acreencias de los clientes. Las cuentas por cobrar son los derechos de cobro que LPSA mantiene frente a los clientes, que comprenden: (i) saldo del precio de venta de los lotes; (ii) flujos futuros que generan los intereses compensatorios y moratorios derivados del financiamiento del saldo del precio de venta de los lotes; (iii) gastos administrativos, costos, moras, penalidades; y (iv) cualquier otro concepto pactado a favor del Originador en el Contrato de Compra – Venta Garantizada, los cuales generarán ingresos para el pago de las obligaciones asumidas por cada Patrimonio Fideicometido.

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

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 al Patrimonio Fideicometido, mediante la incorporación de nuevas cuentas por cobrar referidas a otros lotes y/o inmuebles. Igualmente, se busca la adjudicación y la 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 origina cada una de las cuentas por cobrar cedidas y que son 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 suscrito entre el Continental ST y LPSA, indicando que el Servidor (LPSA) se obliga a: (i) administrar y a 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 íntegro del precio total acordado.

5.3. Patrimonio Fideicometido de Inmuebles

El Patrimonio Fideicometido de Inmuebles ha sido constituido por el BBVA Banco Continental (fiduciario) y está conformado por los lotes transferidos por Los Portales, así como, por los demás lotes que se incorporen luego de su constitución. Son los terrenos de propiedad de LPSA, vinculados a las cuentas por cobrar cedidas, transferidos a los clientes finales cuando se haya cumplido con lo previsto en cada Contrato de Compra – Venta Garantizada, incluyendo el pago total del precio por la transferencia y la cancelación de las cuentas por cobrar.

Los terrenos han sido transferidos al Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa”, en respaldo de todas las emisiones del Segundo Programa.

En la Primera Emisión, se han incorporado aquellos inmuebles en los cuales se han desarrollado proyectos de habilitación urbana que corresponden a lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas correspondientes a la presente emisión. Los lineamientos de la transferencia en fideicomiso de los lotes adquiridos por cada cliente que dan lugar a las cuentas por cobrar cedidas correspondientes a la Primera Emisión a favor del fiduciario, están detallados en el Acto Constitutivo del Fideicomiso de Inmuebles.

Actualmente, el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles respalda únicamente la Primera Emisión del Segundo Programa, pudiendo ser un Patrimonio Global, siempre que la Asamblea de Obligacionistas los apruebe. En este caso, el Patrimonio de Inmuebles sería único y respaldaría todas las emisiones, en tanto se cumplan los ratios.

El Patrimonio Fideicometido de Inmuebles no está inscrito en las partidas registrales de los inmuebles, pero sí en el Registro Mobiliario de Contratos. De existir una Contingencia Material sobre uno o más lotes, que correspondan a cuentas por cobrar cedidas que representen más de 10% de las cuentas por cobrar cedidas totales del Patrimonio Fideicometido, que supere un importe de US\$ 3 millones y que LPSA no cumpla con subsanarla en los plazos establecidos, Continental ST está facultada para inscribir el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles en las partidas registrales correspondientes de cada uno de los inmuebles.

Con respecto al Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, el Originador actúa como Gestor de dicho patrimonio y se encarga de las 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. Además, se ha designado un Controller, especialista en aspectos inmobiliarios, registrales y/o de estudio de títulos que cuenta con capacidad para 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. El Controller es independiente y no está vinculado por propiedad o por gestión a Los Portales.

Las partes han acordado que LPSA reporta al Controller y a Continental ST cualquier Contingencia Material respecto a los inmuebles, remite trimestralmente una declaración jurada que evidencie la inexistencia de cargas o gravámenes sobre estos, y actualiza mensualmente la información sobre la relación de cuentas por cobrar cedidas con cada proyecto de habilitación urbana. Mensualmente, Continental ST y LPSA suscriben una adenda al Acto Constitutivo de Fideicomiso

de Inmuebles, que especifica la transferencia fiduciaria de los lotes y/o inmuebles, como consecuencia de 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 los proyectos de habilitación urbana incorporados al Fideicomiso de Inmuebles correspondiente.

5.4. Cuentas del Fideicomiso

Las cuentas por cobrar cedidas que son incorporados al Patrimonio Fideicometido son depositadas 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, en la que son depositados los recursos captados mediante la colocación de los Bonos de Titulización. La cuenta atiende la transferencia de fondos a la Cuenta Reserva y el saldo es de libre disponibilidad y transferido a LPSA.

Cuenta de Reserva: Cuenta en el BBVA Banco Continental en moneda extranjera, 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, 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 agastos 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, en la cual se depositará el Monto Requerido, con cargo a la Cuenta de Recaudación. En los dos primeros meses de cada trimestre de pago, se depositará la mitad del Monto Requerido.

Cuenta de Retención: Cuenta en el BBVA Banco Continental en dólares americanos, a través de la cual el Fiduciario canaliza los pagos realizados por los clientes, conforme al Mecanismo de Asignación y en cumplimiento de los *covenants* establecidos.

Cuenta de Excedentes: Cuenta en el BBVA Banco Continental en dólares americanos, en la cual se 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.

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, han constituido el "Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa – Primera Emisión", en el marco del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar a ser colocados mediante

Oferta Pública de Bonos Titulizados, por un monto de hasta US\$ 60 millones o su equivalente en moneda nacional. La Primera Emisión involucra un monto de hasta US\$ 25 millones, habiéndose colocado a diciembre del 2015 US\$ 20.07 millones, a una tasa de 8.0938%, los que son amortizados trimestralmente en un plazo de 6 años.

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 respaldadas por letras de cambio. La transferencia permitirá la amortización trimestral de las obligaciones adquiridas.

Al 31 de diciembre del 2015, las cuentas por cobrar ascendieron a US\$ 179.68 millones, de las cuales US\$ 91.64 se encontraron disponibles y libres de obligaciones. Con ello, las cuentas por cobrar totales representaron alrededor de 8.95 veces el valor nominal en circulación de los Bonos Titulizados de la Primera Emisión, mientras que las cuentas por cobrar netas representaron 4.57 veces su valor.

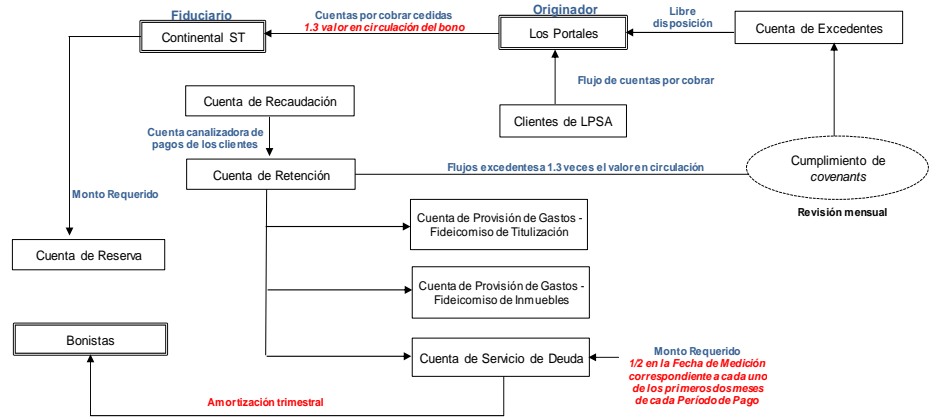
Adicionalmente, se ha constituido un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, el cual está conformado por los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas, denominado "Patrimonio Fideicometido de Inmuebles". Éste no será garantía de los bonos, ni se encontrará inscrito en el Registro de Propiedad 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 inscribirlo. Del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, se excluyeron 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.

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, son depositados mensualmente por los clientes en la Cuenta de Recaudación, abierta a nombre de Continental ST.
- (ii) Dichos ingresos son canalizados a la Cuenta de Retención para que, en la Fecha de Medición (día 12 de cada mes), sean medidos los *covenants* 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 la mitad del Monto Requerido en la fecha de medición que corresponda a cada uno de los primeros dos meses de cada período de pago.

El pago se realiza a favor de los titulares de los bonos, siempre y cuando Continental ST hubiese proporcionado los recursos necesarios, conforme al Acto Constitutivo. 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). 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.

- (iv) Luego de la medición mensual de los ratios, se asignan a la Cuenta de Excedentes, de libre disponibilidad de LPSA, todos los flujos generados en exceso de 1.3 veces de los montos establecidos en 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 de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – 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:

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

Siendo:

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

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

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

Siendo:

EBITDA Ajustado	=	Resultado operativo de los últimos doce meses, más depreciación, más amortización, más ingresos netos por intereses relacionados al costo de venta de la División Inmobiliaria y menos la ganancia neta del ajuste en el valor razonable de la propiedad de inversión.
Servicio de Deuda	=	Es el álicuota 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:

	Covenant	Dic-13	Dic-14	Dic-15
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado LTM	≤ 3.75	2.67	2.87	2.82
Deuda Financiera Neta / Patrimonio Neto	≤ 1.65	1.30	1.35	1.39
EBITDA Ajustado LTM / Servicio de Deuda	≥ 1.30	1.27	1.83	1.37

5.7. Eventos de incumplimiento y mecanismos de acción

Si el Patrimonio Fideicometido de Titulización presenta:

1. En la fecha de medición, el Ratio de Garantía y/o el Ratio de Cobertura, 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 el nivel adecuado. 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 el ratio establecido.

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.

El Fiduciario dispondría siempre 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.

Los Eventos de Incumplimiento son:

1. El monto acumulado en la Cuenta de Retención por la retención de los Excedentes Disponibles reúna, de manera simultánea, las siguientes características: (i) sea mayor al 15% del saldo de capital de la deuda (outstanding) de los bonos; y (ii) supere el monto de US\$ 1 millón.
2. El Originador renuncia a su cargo de Servidor.
3. 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. Se utilizan recursos captados para fines distintos a los informados.
5. Cese de actividades empresariales, proceso concursal, resolución judicial, o a algún otro mecanismo que implique la reestructuración o refinanciación de sus pasivos o si LPSA suspende el pago corriente de sus obligaciones debidas y exigibles.
6. Cobranzas directas por más de 10% del total de cobranzas efectuadas en el mes y que el Servidor no haya cumplido con depositar dichos fondos en la Cuenta Recaudación en el plazo de 5 días.
7. Nulidad de los documentos del Programa.
8. GR Holding y Empresas ICA dejen de ostentar en conjunto el 51% de LPSA.
9. No proveer información de cálculo de los *covenants*, con más de cinco días hábiles a la fecha de medición de los ratios.
10. Repartir utilidades ante algún evento de incumplimiento y mientras éste no sea subsanado.
11. Cambio del giro principal, fusión o reorganización societaria.
12. No entregar Estados Financieros trimestrales consolidados con sus subsidiarias o reporte de Generación de Cuentas por Cobrar.
13. Falsedad u omisión de documentos del Programa.
14. Resolución Judicial que afecte los activos de LPSA.
15. Porcentaje de segundas viviendas vinculadas a cuentas por cobrar mayor a 25%.
16. No cumplir obligaciones con clientes, estatutos, y realizar operaciones fuera de términos de mercado, de forma que se afecte sustancialmente el valor de las cuentas por cobrar cedidas.
17. No preservar su existencia corporativa, y/o la marca "Los Portales" o incumplir obligaciones no contempladas, siempre que la pérdida de dicha marca afecte adversamente el negocio inmobiliario.
18. Incumplimiento de pago a cualquier de sus demás acreedores por un monto superior a US\$ 3 millones.

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

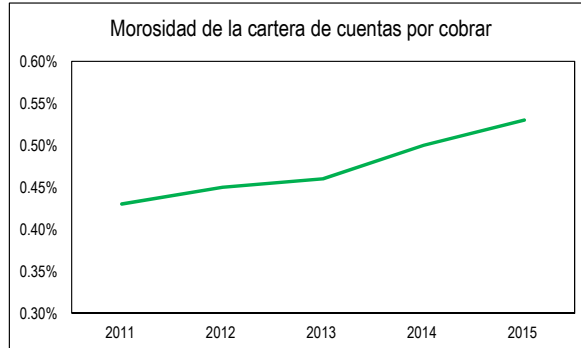
6. ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS TITULIZADOS

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 de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario”, con un saldo de US\$ 20.07 millones al cierre del 2015. 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 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 0.53% al 31 de diciembre del 2015, habiendo experimentando tendencia menor o similar 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:

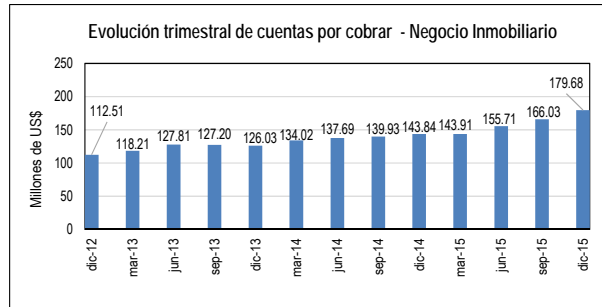
- (i) Si la cuenta por cobrar no cuenta con las características descritas en el contrato de compra-venta y/o incumple con las declaraciones o garantías de LPSA, y/o el respectivo Contrato de Compra – Venta Garantizada fuese resuelto de manera anticipada, puede ser sustituida a través de: (a) eliminación 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 se cumpla 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:

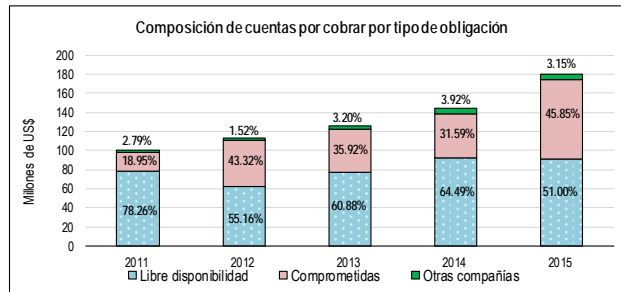
- (i) El saldo de cuentas por cobrar observado al inicio de cada mes, debe ser depurado en cada mes de los siguientes componentes:
 - El importe mensual de cuentas por cobrar que vence cada mes, debe ser equivalente a la cobrabilidad de 95.00% del flujo mensual generado.
 - Las cuentas por cobrar prepagadas, equivalentes a alrededor de 1.29% del saldo de cuentas por cobrar total observado al inicio del mes.
 - Las cuentas por cobrar morosas, de 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 considerar otras con mejores características crediticias, las que 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 a 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 59.70% de las cuentas por cobrar entre los años 2012 y 2015.



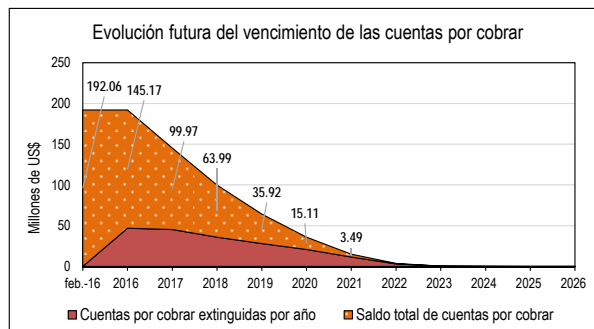
A diciembre del 2015, la cartera de cuentas por cobrar de LPSA y subsidiarias ascendió a US\$ 179.68 millones. Del total de la cartera, US\$ 174.02 millones es atribuible a cuentas generadas por el Negocio Inmobiliario de LPSA, de las cuales alrededor de US\$ 91 millones son de libre disponibilidad para 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\$ 5.66 millones.



Como se observa en el gráfico, a través de los años, en promedio, 60% (51.00%, a diciembre del 2015) 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 holgado margen a ser utilizado por la empresa.

Bajo el escenario actual, en el cual la cartera de cuentas por cobrar, a febrero del 2016, ascendió a US\$ 192.06 millones, el siguiente gráfico muestra el vencimiento normal de las cuentas por cobrar, a través del tiempo.

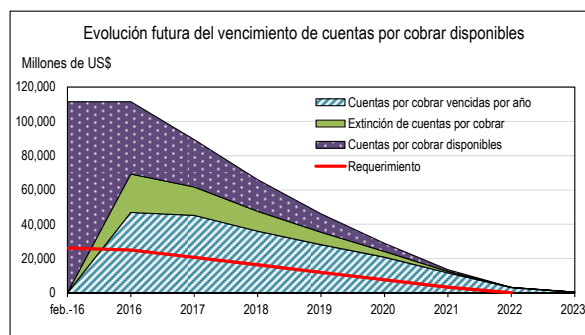
En base a los supuestos anteriormente descritos (índice de cobrabilidad, prepago y morosidad), la cartera inicialmente observada de cuentas por cobrar, se irá extinguiendo, de modo que, en lo que resta del año 2016, se cobrará alrededor de 24% de la cartera inicial, mientras que en el año 2017 vencerá aproximadamente 23% del saldo. Así, en el año 2026, se terminará de cobrar la última letra de las cuentas por cobrar emitidas a la fecha.



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. De la cartera observada a febrero del 2016, existe una parte (41.97%) que se encuentra comprometida para el pago de otras obligaciones.

Como la cartera de cuentas por cobrar de LPSA aumenta diariamente, del paquete a ser cedido al Patrimonio Fideicometido, se están generando 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\$ 111.45 millones (a febrero del 2016), esto representa 4.27 veces el requerimiento de la Primera Emisión por US\$ 20.07 millones, equivalente a US\$ 26.08 millones.



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, se reduce el saldo de las cuentas por cobrar. Por ello, se observa que el saldo de cuentas por cobrar se encuentra, ajustado al finalizar el año 2017, de modo que su paquete de cuentas por cobrar inicial representa, según la proyección realizada, 1.33 veces, el valor nominal en circulación de los Bonos Titulizados. Por ello, se requerirá la aportación de nuevas cuentas por cobrar, en el corto plazo, o de otras ya existentes que cumplan con las características establecidas para ser incorporadas dentro del Patrimonio Fideicometido.

La paulatina generación de nuevas letras será indispensable para el cumplimiento de los ratios establecidos en la presente emisión, principalmente, debido al rápido vencimiento de las cuentas por cobrar que conforman la cartera actual de Los Portales. Por ello, es importante que la empresa mantenga un adecuado stock de existencias que permita continuar ampliando la oferta de lotes de habilitación urbana, condición necesaria para el crecimiento de las operaciones.

Si bien la cartera de cuentas por cobrar viene mostrando una tendencia positiva, el ritmo de crecimiento es cada vez menor, resultando en una situación ajustada para Los Portales, considerando que sus cuentas por cobrar se encuentran, en gran parte, comprometidas, para el pago de obligaciones adicionales.

Para simular la extinción de la cartera, se han considerado los supuestos históricos observados en las cuentas por cobrar de LPSA, pudiendo éstos modificarse en el tiempo, debido a factores adversos que impidan que los clientes paguen oportunamente sus deudas. Por 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.