



CONTINENTAL SOCIEDAD TITULIZADORA S.A. PRIMER PROGRAMA DE BONOS DE TITULIZACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR DE LOS PORTALES S.A. – NEGOCIO INMOBILIARIO

Lima, Perú

07 de mayo de 2014

Clasificación	Categoría	Definición de Categoría
Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario (Primera emisión)	AA-.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta clasificación y la inmediata superior son mínimas.

“La clasificación que se otorga al presente valor no implica recomendación para comprar, vender o mantenerlo en cartera”

Originador:	Los Portales S.A.
Emisor:	Patrimonio en Fideicomiso–D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A.-Negocio Inmobiliario- Primera Emisión
Activos Titulizados:	Cuentas por cobrar asociadas a proyectos de habilitación urbana, respaldadas por letras de cambio.
Fiduciario:	Continental Sociedad Titulizadora S.A.
Monto del Programa:	Hasta un monto máximo de US\$60 millones o su equivalente en Nuevos Soles.
Primera Emisión:	US\$25 millones o su equivalente en nuevos soles a un plazo de 8 años.

Historia de Clasificación: Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A.- Negocio Inmobiliario → AA-.pe (otorgado el 31.10.2012).

Para la presente clasificación se ha utilizado el modelo económico financiero sobre los flujos del Originador y del Emisor, el Acto Constitutivo del Fideicomiso de Titulización correspondiente a la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A - Negocio Inmobiliario, el Contrato Marco para la Constitución de Fideicomisos de Titulización, el Prospecto Marco del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A.- Negocio Inmobiliario, el Prospecto Complementario de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A – Negocio Inmobiliario, el Acto Constitutivo de Fideicomiso de Garantía de Inmuebles, así como los estados financieros auditados del Originador correspondientes a los años 2010, 2011, 2012 y 2013.

Fundamento. Como resultado del análisis y la evaluación respectiva, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la categoría AA-.pe a la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario.

La clasificación asignada se sustenta en la experiencia y *knowhow* del Originador en el negocio inmobiliario, así como en la estructura de la titulización que incorpora los documentos en cobranza generados en el negocio de habilitación urbana del Originador (Los Portales S.A.). Dicha estructura comprende una Cuenta Reserva cuyo monto equivale a la siguiente cuota a pagarse, una Carta Fianza a favor del Fiduciario equivalente a la comisión anual del Servidor (renovable anualmente) y resguardos atribuibles tanto al Patrimonio Fideicometido (PF) como al Originador. Asimismo, se considera la constitución del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles cuyo objetivo es aislar los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas de los riesgos propios de Los Portales S.A. y asegurar la conclusión del proceso de inscripción de la recepción de obras de habilita-

ción urbana e independización registral y municipal de los mismos.

No obstante lo anterior, la clasificación se ve limitada por el descalce inicial que existe entre el plazo de las cuentas por cobrar cedidas (cinco años aproximadamente) con el plazo de la emisión de los bonos (ocho años), siendo éste uno de los principales aspectos que podrían -en caso de no aportarse cuentas por cobrar adicionales al PF- reducir el plazo de repago de los bonos de 8 a 4 años aproximadamente, afectando negativamente la clasificación otorgada en un futuro. Del mismo modo, se considera el hecho de que tanto la generación como el flujo de caja operativo del Originador cubren moderadamente el servicio de deuda, dada la estructura de financiamiento actual. Es de mencionar que el *covenant* de cobertura asumido (EBITDA ajustado/Servicio de Deuda) por el Originador de acuerdo a la estructura de titulización, entró en vigencia a partir del segundo semestre del 2013 (se mide con cifras a diciembre del 2013), debido a que, si bien el destino de los fondos de la emisión de los bonos titulizados (US\$ 25 millones), fueron destinados al repago de la deuda con terceros, el Originador se vio en la

necesidad en marzo del 2013 año a tomar nueva deuda con terceros a tasas más bajas, para cubrir sus flujos de corto plazo. A la fecha dicha deuda ya fue sustituida por fuentes de financiamiento bancarias y papeles comerciales. A partir del segundo semestre del 2013, entró en vigencia dicho *covenant*, el cual debe ser igual o mayor a 1.15 veces (a diciembre del 2013 fue de 1.27 veces), y para el segundo semestre del 2014 deberá ser igual o mayor a 1.3 veces.

Para la presente emisión se constituyó un Patrimonio Fideicometido denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A. -Negocio Inmobiliario-Primera Emisión”, mediante la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas y respaldadas por las letras de cambio, que servirán para atender el pago de las obligaciones a cargo de éste. Dichas letras de cambio están endosadas al PF.

Asimismo, se realizó en transmisión real y efectiva a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles (bajo la modalidad de una transferencia fiduciaria) los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas que correspondan, mientras que en los casos en que no se finalizó el proceso de independencia, fueron transferidos los predios matrices vinculados a los lotes.

Como parte del análisis realizado se ha considerado la generación de flujos del Fideicomiso compuesto por los ingresos de las cuentas por cobrar cedidas, los cuales permitirían cumplir con los dos resguardos financieros establecidos al PF de la siguiente manera: Ratio de Garantía (mayor o igual a 1.30 veces) y Ratio de Cobertura (mayor o igual a 1.30 veces). Ambos ratios generan la necesidad de incorporar a corto plazo nuevas cuentas por cobrar al PF, que dependen de la generación de nuevos proyectos de habilitación urbana y del *backlog* del Originador, el cual a la fecha alcanza US\$115 millones. Esto otorga un grado importante de predictibilidad a futuro a la estructura planteada. Asimismo, es de mencionar que el crecimiento ponderado anual de las cuentas por cobrar del negocio de habilitación urbana de Los Portales S.A. ha sido de 20% durante los últimos cinco años y actualmente cuenta con proyectos que serían suficientes para cumplir con el Ratio de Garantía.

Los Portales S.A. (el Originador) se constituyó en Lima en 1996 bajo la razón social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., cambiando su razón social a Los Portales S.A. en febrero de 2000. A la fecha del presente análisis Los Portales S.A. mantiene como accionistas a LP Holding S.A., quien conjuntamente con Santa Aurelia S.A. (ambas del Grupo Raffo) poseen el 50% del accionariado y Constructora ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México, quien conjuntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. (también del Grupo ICA de México) posee el 50% de la participación restante. Los Portales S.A. desarrolla sus actividades a través de varias líneas de negocio, entre las

que se encuentran la inmobiliaria (habilitación urbana y desarrollo y venta de departamentos), administración de playas de estacionamiento, hoteles y rentas.

Con respecto a los resultados, al 31 de diciembre de 2013, las ventas aumentaron en 30% mientras que los costos de venta también se incrementaron en 33%, con lo que la utilidad bruta aumentó en 25.6% (respecto a diciembre del 2012), disminuyendo ligeramente el margen bruto de 32% a 31%. Este aumento de la utilidad bruta se explica a las mayores ventas que registró la compañía entre productos de habilitación urbana, en relación al resto de unidades de negocio. De acuerdo a lo mencionado, según las Normas Internacionales de Información Financiera que rigen la contabilidad de la empresa, el reconocimiento de las ventas está sujeto a la entrega de los proyectos de habilitación urbana, los cuales se dan mayormente durante el último trimestre del año. A diciembre de 2013, la utilidad operativa fue mayor a la del mismo periodo del 2012, debido al ingreso registrado por la revalorización de un local cedido a Strip Centers del Peru S.A. Dicho local fue aportado por Los Portales S.A., y la revalorización fue por aproximadamente S/.19.3 millones. Asimismo, se registró un incremento en los ingresos financieros (+37%), debido a las mayores ventas de lotes habilitados, los mismos que generan un interés a favor ya que son vendidos a través de letras por cobrar. Estos efectos positivos, amortiguaron la fuerte pérdida por diferencia en cambio de S/.41.3 millones, la cual finalmente derivó en una utilidad neta de S/.46.3 millones (7% mayor a la de diciembre de 2013). En tanto, en la JGA efectuada el 20 de marzo de 2014, se anunció la realización de una posible emisión y colocación de bonos en el mercado internacional, con el objetivo de mejorar su estructura financiera. En la misma JGA se anuncia la aplicación de la utilidad de la sociedad ascendente a S/.48.00 millones, de la siguiente manera: S/.43.20 a resultados acumulados y S/.4.80 millones a reserva legal. Por otro lado, el 19 de febrero anuncian la variación de domicilio a su nueva sede administrativa, ubicada en el distrito de Magdalena.

Finalmente, Equilibrium considera que la estructura de la titulización y la experiencia y capacidad de generación en el negocio de habilitación urbana del Originador, otorgan una adecuada perspectiva de cumplir con las obligaciones de los bonos titulizados en el plazo pactado. No obstante, el cumplimiento del plazo dependerá principalmente de la generación y transferencia futura de cuentas por cobrar respaldadas en letras de cambio, consecuencia de la materialización de nuevos proyectos de habilitación urbana por parte del Originador, así como del éxito en el alineamiento entre las áreas comercial y financiera para obtener un adecuado ritmo de reconocimiento de ingresos bajo las NIIF's, que permita el cumplimiento de los *covenants* de la presente emisión.

Fortalezas

1. *Expertise* y *know-how* del negocio inmobiliario por parte del Originador.
2. Lotes incorporados al Fideicomiso de Inmuebles ya cuentan con resolución de habilitación urbana y conformidad de obra de servicios emitida por todas las entidades prestadoras de servicios públicos que certifica la culminación de las obras de habilitación urbana, así como la entrega del lote a cada uno de los Clientes.
3. Clientes asociados a las Cuentas por Cobrar Cedidas han pagado entre el 30% y 40% del precio del lote.
4. El Originador mantiene la reserva de dominio hasta que se hayan cancelado todas las letras de cambio pactadas en el Contrato de Compra-venta Garantizada.
5. Los lotes asociados a las cuentas por cobrar cedidas se encuentran en un patrimonio autónomo que mitiga el riesgo de no pago por parte de los Clientes, en caso de insolvencia del Originador.

Debilidades

1. Descalce de plazos entre el plazo de la emisión y las cuentas por cobrar cedidas.
2. Perfil actual de deuda del Originador con alta exposición a corto plazo.

Oportunidades

1. Fuerte dinamismo del sector inmobiliario.
2. Demanda de los segmentos B2 – C1 por proyectos de habilitación urbana.
3. Creciente brecha entre oferta y demanda de viviendas.

Amenazas

1. Sensibilidad del negocio a los ciclos económicos.
2. Ingreso de nuevos desarrolladores de proyectos de habilitación urbana.
3. Disminución del poder adquisitivo de los adquirentes de los lotes.

ANTECEDENTES

Los Portales S.A. es el Originador de esta Titulización, siendo su principal fuente de ingreso la venta y desarrollo de proyectos de habilitación urbana formados por lotes de terreno para vivienda con instalaciones de servicios básicos (agua, desagüe y electricidad) en urbanizaciones modernas.

Tipos de Contrato

Existen dos modalidades de venta de los lotes: pago al contado o financiados en cuotas respaldadas por letras de cambio hasta por un plazo de 72 meses. Para cada modalidad de colocación existe un contrato definido.

- 1. Contrato de Compra-venta Garantizada – Pago a Plazos:** Se aplica en los casos que las ventas sean financiadas en cuotas respaldadas por letras de cambio. La propiedad pasa a manos del comprador en el momento que termina de cancelar todas las cuotas pactadas en el contrato.
- 2. Contrato de Compra-venta de Bien Futuro:** Se aplica cuando la venta es realizada al contado.

Financiamiento

Parte del desarrollo del negocio inmobiliario de Los Portales S.A. incluye el financiamiento directo a los compradores de los lotes de los proyectos de habilitación urbana.

La venta del lote se realiza inicialmente vía la suscripción de un compromiso de compraventa, el cual refiere la transferencia de un bien futuro (lote habilitado) de Los Portales S.A. al cliente. Una vez que el proyecto obtiene la Resolución de Habilitación Urbana, reemplaza dicho compromiso por un Contrato de Compraventa Garantizada – Pago a Plazos (que incluye la reserva de dominio a favor de Los Portales S.A.).

En tal sentido, con la firma del compromiso de compraventa, los clientes deben realizar el pago de una cuota inicial de por lo menos 20% del valor de venta del lote, la misma que a solicitud del comprador puede ser financiada en cuotas mensuales iguales hasta por 4 meses, sin intereses, respaldadas por letras de cambio. El saldo de la venta del lote puede ser financiado hasta en 72 cuotas mensuales, respaldadas igualmente en letras de cambio y a una tasa de interés efectiva anual mínima de 16% aproximadamente. En los casos en que el cliente no pague cualesquiera tres cuotas, el comprador pierde el derecho a adquirir el terreno, aplicándose una penalidad de 30% del valor de venta del lote. Las letras de cambio referidas contienen una cláusula de no protesto, lo que permite agilizar su ingreso en el registro de moras.

El contrato mencionado también contempla como condición la reserva de dominio, la cual garantiza la propiedad del bien a Los Portales S.A. e indica que sólo se transfiere la propiedad sobre dicho bien al cliente cuando éste ha cancelado el 100% del valor del lote.

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

Entidades Participantes

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

1. Originador: Los Portales S.A., empresa dedicada a la promoción, desarrollo y comercialización de proyectos de habilitación urbana y viviendas. A la fecha del presente análisis, Los Portales S.A. desarrolla sus actividades a través de cuatro líneas de negocio: inmobiliario, administración de playas de estacionamiento, hoteles y rentas.
2. Fiduciario: Continental Sociedad Titulizadora S.A., sociedad titulizadora autorizada para funcionar como tal mediante Resolución CONASEV (ahora SMV) 028-99-EF/94.10.
3. Servidor: Los Portales S.A., quien estará encargado de realizar la cobranza de los ingresos al PF y de tener la custodia de la documentación pertinente, a excepción de las letras de cambio que estarán custodiadas por el Banco Continental.
4. Patrimonio Fideicometido (PF): Patrimonio en Fideicomiso-D.Leg.861, Título XI, Los Portales S.A.- Negocio Inmobiliario-Primera Emisión, establecido en virtud del acto constitutivo celebrado entre el Originador y el Fiduciario.
5. Patrimonio Fideicometido de Inmuebles: Patrimonio en Fideicomiso Bancario-Ley 26702, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Primera Emisión, en virtud del cual el Originador transferirá en fideicomiso los lotes cuyas ventas han dado lugar a las cuentas por cobrar cedidas transferidas al PF.
6. Agentes Colocadores: La colocación de los bonos titulizados está a cargo de Continental Bolsa S.A.B. S.A. y MBA Lazard Sociedad Agente de Bolsa S.A.

Componentes de la Estructura

1. Activos del Patrimonio Fideicometido de Titulización: El PF está conformado por un conjunto de cuentas por cobrar cedidas por el Originador y respaldadas por letras de cambio. Los activos del PF también comprenden los ingresos generados por dichas cuentas y los recursos de las cuentas abiertas en el Banco Continental a nombre del Patrimonio Fideicometido, así como los intereses que estas cuentas generen.
2. Activos del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles: Está conformado por los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas en virtud de la reserva de dominio pactada en los Contratos de Compraventa Garantizada.
3. Carta Fianza: Emitida a favor del Fiduciario del PF, hasta por US\$ 1.6 millones, suma equivalente a la comisión del Servidor (en caso este no sea el Originador) a razón de US\$ 400 mil anuales. Dicha carta deberá renovarse anualmente y deberá ser irrevocable, incondicionada y de realización automática.
4. Cuenta de Excedentes: cuenta abierta en el Banco Con-

tinental a nombre del Originador, en el cual se depositan los excedentes disponibles.

5. Cuenta de Profondeo: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, en la cual se depositó el importe recaudado como resultado de la colocación de la primera emisión del bono. La cuenta atendió: i) la contraprestación a favor del Originador por la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas, ii) la transferencia de fondos a la cuenta reserva, y iii) la transferencia de fondos a la Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles para la administración de los lotes.
6. Cuenta de Recaudación: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, en la cual los clientes depositarán los Ingresos (provenientes de las cuentas por cobrar cedidas) y desde la cual se atenderá el pago de las obligaciones a cargo del PF.
7. Cuenta de Reserva: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, en la cual el Fiduciario depositó, con cargo a la Cuenta de Profondeo, el Monto Requerido (suma de dinero necesaria para pagar una o una y media cuota del bono en la próxima fecha de pago).
8. Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Titulización: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, destinada a atender los gastos en administración del fideicomiso de titulización con cargo a la Cuenta de Recaudación.
9. Cuenta Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, destinada a atender los gastos de mantenimiento y administración del fideicomiso de inmuebles con cargo a la Cuenta de Recaudación y a la Cuenta de Profondeo respectivamente.
10. Cuenta de Servicio de Deuda: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, en la cual el Fiduciario deposita, con cargo a la Cuenta de Recaudación, el Monto Requerido.
11. Cuenta de Retención: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, a través de la cual el Fiduciario canaliza las retenciones que sean necesarias para cumplir con los *covenants*.
12. Cuenta de Provisión de Gastos – Servidor: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF siempre que el Originador no sea el Servidor, en la cual el Fiduciario deposita el pago de la Comisión del Servidor en efectivo

y/o el monto proveniente de la ejecución de la Carta Fianza.

13. Ingresos: Corresponden a los flujos recaudados por el Servidor originados en cada una de las cuentas por cobrar cedidas y que son depositados en la Cuenta de Recaudación.

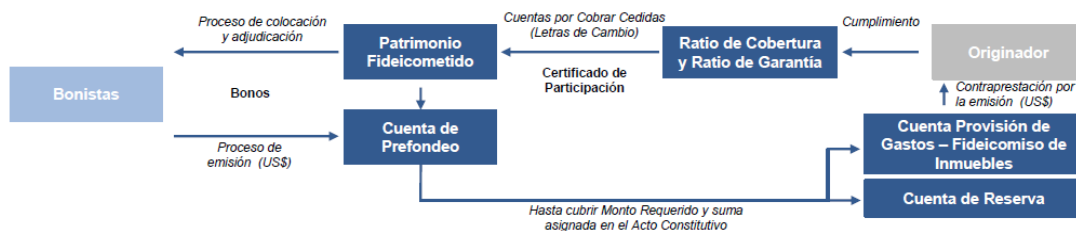
Proceso de Titulización

El Fiduciario y el Originador, según lo acordado en el Acto Constitutivo, constituyeron el Patrimonio Fideicometido que se denomina “Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg. 861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Primera Emisión” mediante la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas y las letras de cambio, que servirán para respaldar el pago de las obligaciones a cargo de éste. Dichas letras de cambio están endosadas al PF.

Asimismo, se producirá en transmisión real y efectiva a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles (bajo la modalidad de una transferencia fiduciaria) de los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas que corresponda, siendo que en los casos en que no se haya finalizado el proceso de independización serán transferidos los predios matrices vinculados a los lotes.

El Fiduciario, en representación del Patrimonio Fideicometido, procederá a colocar mediante oferta pública los bonos titulizados que son respaldados por los activos del PF. Con los fondos recaudados de la emisión disponibles en la Cuenta de Profondeo del PF, el Fiduciario procederá a realizar los siguientes pagos en este orden: i) del monto requerido a ser depositado en la Cuenta Reserva, ii) la suma a ser depositada en la Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles, y iii) al Originador por contraprestación por la transferencia fiduciaria de las cuentas por cobrar cedidas. Una vez culminada la asignación de los recursos obtenidos en la emisión, el Fiduciario procedió a cerrar la Cuenta de Profondeo.

A continuación se presenta el proceso de titulización en la transferencia inicial:



Fuente: MBA Lazard y BBVA Banco Continental / Elaboración: MBA Lazard y Estudio Lazo, De Romaña & Gagliuffi Abogados

Cuentas por Cobrar Cedidas

Son los Activos del Patrimonio Fideicometido que respaldan la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario, conformados por las cuentas por cobrar derivadas de los Contratos de Compra-venta Garantizada. Dichas cuentas cumplen con las siguientes características:

1. Tipo: Préstamo.
2. Destino: Financiamiento principalmente para adquisición de primera vivienda.
3. Moneda: Dólares.
4. Periodicidad de Cuota: Pagos mensuales al día 30 de cada mes.
5. Garantía: El Originador mantiene la reserva de dominio sobre los lotes asociados.
6. Mora: Todas las cuentas que ingresen están al día en el pago y nunca han estado en falta de pago de tres cuotas consecutivas o alternadas simultáneamente.
7. Número de Clientes: 2,995.
8. Número de Proyectos: 31 Proyectos.

Es importante mencionar que los Contratos de Compra-Venta Garantizada que han originado las Cuentas por Cobrar Cedidas contienen una cláusula de resolución por incumplimiento de pago que permite que el Originador pueda resolver, a su sola decisión y de pleno derecho, dichos acuerdos, en caso que el cliente incumpla con el pago de tres cualesquiera cuotas del financiamiento asumido.

En caso que el Originador opte por sustituir una o más Cuentas por Cobrar Cedidas, deberán modificar los anexos correspondientes de manera coordinada con el fiduciario del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles a efecto de mantener la armonía entre las Cuentas por Cobrar Cedidas y los Lotes y/o Inmuebles que se deberán incorporar.

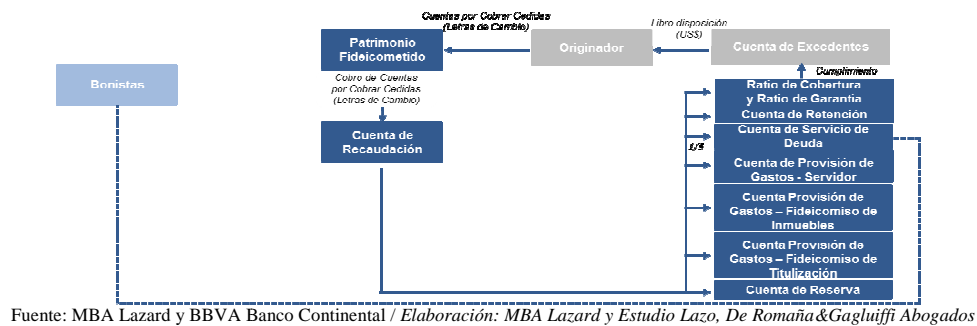
Mecanismo de Asignación de Flujos

El Servidor es el encargado de realizar las gestiones de cobranza y recaudación de los Ingresos de los Activos del Patrimonio Fideicometido, es decir de la cobranza de las Cuentas por Cobrar Cedidas. Dichos ingresos son depositados directamente en las Cuentas de Recaudación. Luego, en

la Fecha de Medición (a los 12 días de cada mes), el Fiduciario procede a distribuir los ingresos aplicando el siguiente mecanismo de asignación, en el orden de prelación siguiente:

1. A provisionar los gastos de administración del Fideicomiso de Titulización y los gastos de mantenimiento del Fideicomiso de Inmuebles.
2. El Fiduciario depositará en la Cuenta de Servicio de Deuda un importe equivalente a 1/5 del Monto Requerido.
3. En caso los flujos no hayan sido suficientes para depositar el monto respectivo (el indicado en el punto anterior) en la Cuenta de Servicio de Deuda, el Fiduciario transferirá a dicha cuenta el íntegro de los flujos que ingresen a la Cuenta de Recaudación hasta acumular dicho monto.
4. En caso aún no se hubiese completado el Monto Requerido en la Cuenta de Servicio de Deuda, el Fiduciario dispondrá de los recursos de la Cuenta Reserva para el pago correspondiente de la cuota. De suceder lo mencionado, el Fiduciario deberá asignar los flujos para reponer la Cuenta Reserva, siempre después de provisionar los gastos de administración y mantenimiento para ambos fideicomisos según corresponda.
5. Si el Originador desea retirar los excedentes, el Fiduciario calculará el Ratio de Garantía y el Ratio de Cobertura, que deberán ser mayores a 1.30 veces, en la Fecha de Medición. De ser así, los montos de la Cuenta de Recaudación y los montos de la Cuenta de Retención serán depositados en la Cuenta de Excedentes. Por el contrario, de no cumplirse con el nivel requerido para alguno de los ratios, se retendrán los flujos necesarios en la Cuenta de Retención. En caso no se cumplieran los *covenants* del Originador, se retendrán todos los excedentes en la Cuenta de Retención hasta alcanzar los niveles requeridos.

A continuación se grafica el proceso de asignación de flujos:



Fuente: MBA Lazard y BBVA Banco Continental / Elaboración: MBA Lazard y Estudio Lazo, De Romaña & Gagliuffi Abogados

Mecanismos de Aceleración

El Mecanismo de Aceleración se aplicará ante la verificación de cualquiera de los siguientes eventos:

1. En caso en la fecha de medición no se cumpla los Ratios de Cobertura y/o Ratio de Garantía del Patrimonio Fideicometido, se retendrá los recursos necesarios hasta que dichos ratios alcancen el mínimo acordado:

Ratio de Garantía >=1.30 veces	Divide: i) Cuenta de Servicio de Deuda + Cuenta de Retención + Valor nominal de las Cuentas por Cobrar Cedidas, entre ii) Saldo del principal de los bonos.
Ratio de Cobertura >=1.30 veces	Divide: i) Cuenta de Servicio de Deuda + Valor nominal de los flujos de las Cuentas por Cobrar Cedidas hasta el pago de la próxima cuota, entre ii) Monto Requerido cuyo pago corresponda al próximo semestre.

2. En caso que transcurrido el periodo de cura equivalente a un semestre, el Ratio de Cobertura y/o el Ratio de Garantía del PF no hubiesen alcanzado el mínimo requerido, se producirá pleno derecho a la Aceleración de los Bonos, con convocatoria a la Asamblea Especial.
3. En caso que no se cumplan los *covenants* atribuibles al Originador, se modificará el Mecanismo de Asignación, de tal forma que luego de depositar lo correspondiente en la Cuenta de Servicio de Deuda, el Fiduciario retendrá el 50% de los flujos restantes hasta acumular en la Cuenta Reserva un monto equivalente a una cuota adicional. Las modificaciones quedarán sin efecto una vez que los *covenants* alcancen los niveles requeridos.

Deuda Financiera Neta/EBITDA Ajustado	-Menor o igual a 3.75 veces. -A diciembre del 2013 fue de 2.67 veces.
EBITDA Ajustado /Servicio de Deuda	-No se medirá para el 2012. -A partir del segundo semestre de 2013: mayor o igual a 1.15 veces (se medirá con cifras de diciembre de 2013). -Del segundo semestre de 2014 en adelante: mayor o igual a 1.30 veces. -A diciembre del 2013 fue de 1.27 veces.
Deuda Financiera Neta /Patrimonio Neto	-Menor o igual a 1.65 veces. -A diciembre del 2013 fue de 1.30 veces.

4. Dada la situación descrita en el párrafo anterior, se dará un periodo de cura de dos semestres, y de no cumplir los *covenants* del Originador con los niveles mínimos, la Asamblea Especial de Bonistas podrá optar por: i) prolongar el periodo de cura, o ii) declarar la Aceleración de los Bonos.
5. En caso el Originador renuncie a su cargo de Servidor y no lleve a cabo la ampliación del monto de la carta fianza

a razón de US\$ 400 mil anuales, la Asamblea Especial de Bonistas podrá optar por declarar la Aceleración de los Bonos.

Como consecuencia de la Aceleración de los Bonos, el Fiduciario retendrá el íntegro de los excedentes disponibles en la Cuenta de Recaudación y luego convocará a la Asamblea Especial. La asamblea instruirá al Fiduciario a disponer del íntegro de los recursos depositados en las cuentas bancarias del PF (todo consolidado en la Cuenta de Recaudación) para realizar la amortización del principal de los bonos y la cancelación de los intereses correspondientes de forma mensual, luego de pagados los gastos de administración de ambos fideicomisos.

Eventos de Incumplimiento

A continuación se detallarán los principales eventos de incumplimiento con aceleración inmediata:

1. En caso el Ratio de Garantía estuviese por debajo de 1.05 veces.
2. En caso los recursos en la Cuenta de Servicio de Deuda y en la Cuenta Reserva no alcancen para cubrir el monto requerido, y por lo tanto, no se hubiere podido realizar el pago del íntegro de la cuota de pago de los bonos.
3. Si el Originador se acoge a un convenio concursal, proceso de insolvencia o convenio de liquidación y, en general, a cualquiera de los procesos concursales previstos en la Ley 27809, o cuando el Originador suspenda el pago corriente de sus obligaciones debidas y exigibles.
4. En caso el Servidor hubiese recibido de forma directa pagos de dinero por parte de los clientes por más del 10% del valor nominal de las cuentas por cobrar cedidas cuya cobranza fuera realizada en un periodo de recaudación (un mes).
5. En caso el monto acumulado en la Cuenta de Retención por la retención de excedentes disponibles supere el 15% del saldo de capital de los bonos y/o que los fondos en dicha cuenta superen US\$1.0 millones, el mayor.
6. En caso se declare la nulidad de los Documentos del Programa.
7. Utilización de los recursos captados para otros fines distintos a los informados.
8. No entregar estados financieros trimestrales.
9. En caso la clasificación de riesgo anual sea menor o igual a A-

Como consecuencia de los eventos mencionados, el Fiduciario retendrá el íntegro de los excedentes disponibles en la Cuenta de Retención. El Fiduciario procederá a realizar la amortización anticipada del principal de los bonos y la cancelación de los intereses correspondientes de forma mensual, sin que sea necesaria ninguna instrucción por parte de la Asamblea Especial.

Desde la fecha en el que el Fiduciario comunique formalmente al Originador de la aceleración de los bonos, el Originador tendrá tres meses para realizar la venta en efectivo de los lotes asociados a cuentas por cobrar cedidas que tuvieran más de tres cuotas cualesquiera en incumplimiento. El dinero obteni-

do será depositado por el Originador en la Cuenta de Recaudación.

PATRIMONIO FIDEICOMETIDO

El Patrimonio en Fideicomiso, D. Leg. N°861, Instrumentos de Titulización Hipotecaria se constituyó el 11 de octubre de 2007, mediante la inscripción del Acto Constitutivo de Fideicomiso de Titulización celebrado entre Continental Sociedad Titulizadora S.A. y el Banco Continental (Originador).

Al 31 de diciembre de 2013, los activos en titulización ascendieron a S/.76.7 millones. Dichas operaciones de crédito hipotecario se derivan de financiamientos otorgados por el Originador, manteniendo una tasa de interés entre 7% y 16.5%. Asimismo, su saldo pendiente de pago en promedio no es mayor al 22% del valor actual de la propiedad hipotecada, sus cuotas mensuales no son mayores al 30% del ingreso mensual del deudor y tampoco se encuentra sujeto a ningún procedimiento concursal.

Es de mencionar que el seguro de desgravamen correspondiente al deudor cubre por lo menos el 100% del monto pendiente de pago del préstamo hipotecario.

PRIMERA EMISIÓN DEL PRIMER PROGRAMA DE BONOS DE TITULIZACIÓN LOS PORTALES S.A. – NEGOCIO INMOBILIARIO

Denominación: Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario.

Emisor / Fiduciario: Continental Sociedad Titulizadora S.A.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto: US\$25.0 millones.

Valor Nominal: US\$5,000 cada uno.

Serie: La presente Emisión tiene una serie única.

Precio de Colocación: Los bonos fueron colocados a la par de su valor nominal.

Tasa: 7.34% anual.

Fecha de Emisión: 14 de febrero de 2013.

Plazo: El plazo de la Primera Emisión será de máximo 8 años.

Amortización: La amortización del principal será efectuada en cuotas semestrales constantes.

Opción de Rescate: Los Bonos correspondientes a la presente Emisión no tendrán opción de rescate.

Destino de los Recursos: Los fondos captados con la Emisión fueron utilizados para el prepagado de cuentas por pagar con terceros que mantenía el Originador, las cuales a la fecha de colocación de la emisión ascendían a US\$76.3 millones.

DESCRIPCIÓN DEL ORIGINADOR

Los Portales S.A. se constituyó en Lima el 06 de marzo de 1996 bajo la razón social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., cambiando su razón social a Los Portales S.A. en febrero del 2000. La actividad económica de la Compañía se centra en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana,

venta de departamentos, administración de playas de estacionamiento y hoteles. Asimismo, se encuentra desarrollando nuevas unidades de negocio, entre los que figura la renta inmobiliaria dentro de los estacionamientos.

Reorganización Empresarial

En el último trimestre de 2009 y primer semestre del 2010, se dieron varios cambios en la estructura organizacional de Los Portales S.A., los cuales no solo incluyen la fusión por absorción de Los Portales S.A. con varias de sus subsidiarias y empresas relacionadas, sino también la transferencia de una de sus inversiones a LP Valores S.A., un acuerdo de incremento de capital por nuevos aportes en efectivo ascendentes a S/.25.5 millones, así como la capitalización de resultados acumulados del ejercicio 2009.

En tal sentido, en Junta General de Accionistas realizada el 31 de agosto de 2009, se acordó la fusión por absorción de Los Portales S.A. con tres de sus subsidiarias: Los Portales Negocios Inmobiliarios S.A.C., Promotora Huampaní S.A.C. y Promotora El Golf II S.A.C. Dicha operación se formalizó el 01 de noviembre del mismo año. Adicionalmente, en Junta General de Accionistas de fecha 19 de abril de 2010, se acordó la escisión de un bloque patrimonial para ser transferido a favor de la empresa LP Valores S.A. y la consecuente reducción del capital social de la Compañía producto de dicha transferencia a S/.62.0 millones. Estos últimos acuerdos se formalizaron el 08 de junio de 2010.

Por otro lado, en Junta General de Accionistas realizada el 29 de abril del 2010, se acuerda la fusión por absorción de Los Portales S.A. con Inversiones en Inmuebles S.A., Inversiones en Estacionamientos S.A. (estas dos últimas empresas relacionadas) y con su subsidiaria Constructora Los Portales S.A. El 18 de marzo de 2013, la Junta General de Accionistas aprobó el proceso de Reorganización Simple que entró en vigencia el 31 de marzo de 2013 y tuvo por objetivo escindir del patrimonio de Los Portales S.A. un bloque patrimonial constituido por la unidad de negocio Centro Comercial Lima Outlet Center, el mismo que fue aportado a Strip Centers del Peru S.A., la cual tendrá la concesión y el derecho a usufructo del mencionado centro comercial. La consolidación de los negocios, le ha permitido a la Compañía lograr mayores eficiencias, lo cual se ve traducido en un importante incremento de su generación (medido de forma individual) que si bien le permite mejorar sus indicadores de gestión, el nivel de apalancamiento que registra todavía es considerado moderado en relación a compañías comparables del sector.

Accionistas

A la fecha del presente análisis, la participación accionaria es la siguiente:

Accionariado	
GR Holding S.A.	50%
Constructoras ICA S.A. de CV	50%

Así, GR Holding S.A., conjuntamente con Santa Aurelia S.A. (ambas empresas del Grupo Raffo) mantiene el 50% de la Compañía, mientras que Constructoras ICA S.A. de CV del Grupo ICA de México, conjuntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. posee el 50% restante, compartiendo ambos grupos el control de la Compañía.

Directorio y Gerencia

La relación de Directores de Los Portales S.A. se encontró conformada de la siguiente manera:

Directorio	
Ernesto Raffo Paine	Presidente
Guillermo Velaochaga Raffo	Director
Ernesto Fernandini Raffo	Director
Alberto Pescetto Raffo	Director
Bernardo Quintana Isaac	Director
Diego Quintana Kawage	Director
Alonso Quintana Kawage	Director
Rodrigo Antonio Quintana	Director

A continuación se detalla la plana gerencial vigente a la fecha del presente análisis:

Gerencias	
Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Ramón García Quintana	Gerente Central de Adm. y Fin.
Wilfredo de Souza Ferreyra	Gerente Central de Neg. Inmob.
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Neg. Estacionamientos
Luis Gómez Corthorn	Gerente de Negocios Hoteleros
Patricia Mendoza	Gerente de Legal

Estrategia de Negocios.

Los Portales S.A. mantiene como estrategia el buscar una mayor diversificación en sus negocios. Es así que los negocios que actualmente viene manejando son los siguientes: habilitación urbana, desarrollo y venta de departamentos, administración de playas de estacionamiento, hoteles y rentas.

Desarrollo de Negocios por Unidades.

➤ Unidad Vivienda.

Se enfoca tanto en la promoción y desarrollo del negocio inmobiliario, así como en el negocio financiero a través del financiamiento directo que realiza a los compradores de lotes. Actualmente desarrolla proyectos de habilitación urbana, viviendas de interés social, proyectos multifamiliares de vivienda a través de programas gubernamentales como Mi Vivienda y Techo Propio.

Al 31 de diciembre de 2013, el negocio inmobiliario representó el 80% de los ingresos individuales totales, mientras que al 31 de diciembre de 2012, fue el 76%.

➤ Negocio Hotelero.

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros bajo dos marcas: una de lujo y otra de carácter corporativo. La Compañía opera seis hoteles: en

Lima el Country Club Lima Hotel, en Tarma Los Portales Hotel Tarma, en Piura Los Portales Hotel Piura, en Chiclayo Los Portales Hotel Chiclayo, en Cuzco Los Portales Hotel Cuzco y en Máncora (Piura) Las Arenas de Máncora.

Al 31 de diciembre de 2013, el negocio de hoteles representó el 9% de los ingresos individuales totales, mientras que al cierre de 2012 fue de 10%.

➤ Negocio de Estacionamientos.

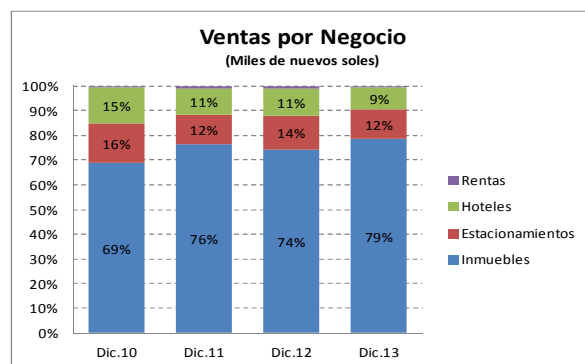
Se dedica a la construcción, administración, operación y concesión de estacionamientos, tanto propios como de terceros, así como a la gestión de negocios asociados como valet parking, publicidad *indoor* y lavado de autos. Al 31 de diciembre de 2012, la Compañía operó 185 playas de estacionamientos, y al 31 de diciembre de 2013 ya operaba 167 playas.

Al 31 de diciembre de 2012, el negocio de estacionamiento representó el 13% de los ingresos individuales totales, mientras que al 31 de diciembre de 2013 disminuyó su participación a 11%.

➤ Negocio de Rentas.

Inició sus actividades en 2010 y se dedica a la habilitación de centros comerciales y *stripmalls*, así como a la gestión de arrendamientos de locales comerciales de propiedad de la Compañía. En julio de 2010 se inició la operación del centro comercial Lima Outlet Center ubicado en la Av. Elmer Faucett, el cual representa el proyecto más importante dentro de este rubro, con más de 80 locales en su interior y con más de 1 millón de visitantes al año en promedio. Con respecto a este local, cabe señalar que desde el 31 de marzo de 2013 fue segregado del patrimonio de Los Portales S.A., el mismo que fue aportado a la sociedad realizada con Strip Centers del Perú S.A., la cual tendrá la concesión y el derecho a usufructo del mencionado centro comercial. Los Portales S.A no consolida los ingresos operativos provenientes de las operaciones de Strip Centers del Perú S.A.

Al 31 de diciembre de 2012 y setiembre de 2013, el negocio de Rentas representó el 1% sobre el total de ventas aproximadamente.



Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Adopción de Normas Internacionales de Información Financiera - NIIF

En cumplimiento con la Resolución SMV 102-2012-EF/94.01.1, Los Portales S.A. y Subsidiarias adoptaron por primera vez las NIIF a partir del ejercicio que termina el 31 de diciembre de 2011. Para la preparación de los estados financieros consolidados, se reconoció una serie de ajustes entre los cuales destacamos los siguientes:

- La Compañía y Subsidiarias optó por valorizar los inmuebles, maquinaria y equipo a valor razonable, tomando en cuenta la valuación realizada por un perito independiente. De esta manera el mencionado rubro registró un incremento con abono en la cuenta "Resultados acumulados" en el patrimonio neto, neto del impuesto a la renta diferido.
- De acuerdo a los NIIF, el reconocimiento de ingresos se da cuando se produce la entrega física de los terrenos habilitados.
- De acuerdo al punto anterior, las cuentas por cobrar canceladas por clientes, antes de la entrega física, se reconocen como anticipo de clientes en el pasivo.

ANALISIS FINANCIERO

Activos.

Al 31 de diciembre de 2013, los activos de Los Portales S.A. y Subsidiarias ascendieron a S/1,088.1 millones, registrando un incremento de 27% respecto al 2012, debido al crecimiento de la cuenta de existencias (+20%), que incluye proyectos en curso, compra de terrenos (terrenos en total con un área de 417 ha. en Carabayllo, Pachacamac, Cañete, Ica, Chimbote y Chiclayo, entre otros) e inmuebles terminados.

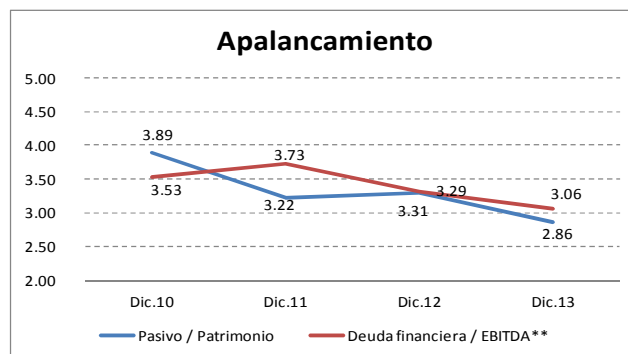
Asimismo, se registra un mayor nivel de cuentas por cobrar comerciales (+45%), debido a un aumento considerable de las letras por cobrar producto de las ventas financiadas de la actividad inmobiliaria, un mayor nivel del saldo en caja y bancos (+52%) debido a los mayores ingresos por las ventas realizadas en sus proyectos de habilitación urbana, y el incremento en la cuenta de inmuebles, maquinarias y equipos (+26%), explicado por la construcción de la nueva sede corporativa y las remodelaciones y ampliaciones de sus hoteles en Lima, Cusco, Piura y Tacna. Cabe mencionar que en Otras cuentas por cobrar, hay S/. 22.4 millones de la compañía Belmosi (antes Bradley Corp.), que corresponde a un contrato de opción de compra firmado en el 2006, por el cual Bradley Corp. otorgaba la opción irrevocable de compra del 50% de las acciones de Génesis y Renwick, una compañía de habilitación urbana en Houston, Texas. La opción de compra venció en marzo de este año, y de acuerdo a Los Portales no se espera que dicha opción se haga efectiva.

Pasivos y Patrimonio.

Al 31 de diciembre de 2013, los pasivos representaron el 74.1% de las fuentes de financiamiento de la compañía, registrando una variación de +23% respecto al 31 de diciembre de 2012 producto de un aumento de la deuda financiera, cuentas por pagar y anticipos de clientes.

Al 31 de diciembre de 2013, las obligaciones financieras crecieron 30%, debido al incremento de la deuda bancaria (+42%) y la deuda de instrumentos financieros o emisiones, a pesar de la reducción de la deuda con terceros (-23%). Lo último se explica debido a que los recursos de la emisión de bonos titulizados por US\$25 millones, realizada en febrero de 2013, fueron destinados al repago de la deuda con terceros (Lawrence Business Corporation y diversos) de muy corto plazo que devengaba altas tasas de interés (13% aproximadamente). La reducción de la deuda con terceros con mayores tasas de interés, permitió una reducción de gastos financieros de 8%, en comparación a diciembre de 2012. En cuanto a la deuda bancaria, corresponde a tres nuevos créditos con BTG Pactual, Santander Overseas Bank y Leasing Perú, de los cuales el primero es el más significativo y fue destinado a sustitución de deuda (S/.49.1 millones). En cuanto a la deuda correspondiente a emisiones, la misma asciende a S/.118.7 millones, y corresponde a bonos titulizados y papeles comerciales (en soles y dólares), colocados en su totalidad durante el 2013.

En cuanto al patrimonio, al 31 de diciembre de 2013 ascendió a S/.282.1 millones, con un crecimiento de 41% en comparación a diciembre de 2012, debido principalmente al incremento en el capital social a través de aportes de efectivo por S/. 51.6 millones, aprobado en JGA el 18 de marzo de 2013. Asimismo, se aprobó la distribución de dividendos en efectivo de las utilidades obtenidas del 2012, por S/.15.5 millones y el aumento de la reserva legal en S/.3.9 millones. Por otro lado, cabe mencionar el aumento de los resultados del ejercicio que ascendieron a S/.46.3 millones, con un crecimiento de 7% respecto al 2012. Con el incremento del capital social y los resultados del ejercicio, se pudo compensar el aumento de los pasivos mencionados anteriormente, con lo que sus ratios de solvencia y apalancamiento a diciembre de 2013 mejoraron en comparación a diciembre de 2012. El apalancamiento contable (pasivo/patrimonio) disminuyó de 3.29 a 2.86 veces, mientras que el nivel de deuda financiera/EBITDA disminuyó ligeramente de 3.31 a 3.06, explicado también por un mayor nivel de EBITDA (pasó de S/.93.07 millones en el 2012 a S/.137.5 millones en el 2013). A continuación se presenta la evolución de los niveles de apalancamiento desde diciembre de 2010 a diciembre de 2013:



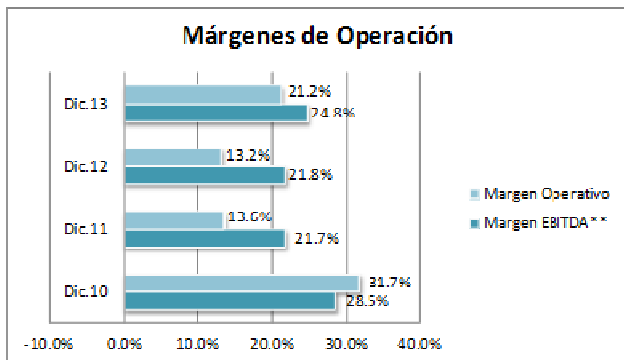
**EBITDA incluye ingresos financieros por letras generadas.
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Resultados.

Al 31 de diciembre de 2013, las ventas se incrementaron en 30% mientras que los costos de venta crecieron en 33%, con lo cual la utilidad bruta aumentó en 26% (respecto a diciembre del 2012), disminuyendo ligeramente el margen bruto de 32% a 31%, interanualmente. Este aumento de la utilidad bruta se explica a las mayores ventas que registró la compañía en productos de habilitación urbana, en relación al resto de unidades de negocio. Cabe mencionar que según las Normas Internacionales de Información Financiera que rigen la contabilidad de la empresa, el reconocimiento de las ventas está sujeto a estacionalidad, las cuales se consideran como tal una vez hayan sido entregados los proyectos de habilitación urbana, los cuales se dan mayormente durante el último trimestre del año. La utilidad operativa fue mayor a la del ejercicio 2013, debido al ingreso registrado por la revalorización de un local cedido a Strip Centers del Peru S.A., la empresa formada luego de la escisión patrimonial mencionada líneas atrás. Dicho local fue aportado por Los Portales S.A. y la revalorización fue por aproximadamente S/.19.3 millones. Asimismo, se registró un incremento en los ingresos financieros (+37%), debido a las mayores ventas de lotes habilitados, los mismos que generan un interés a favor ya que son vendidos a través de letras por cobrar.

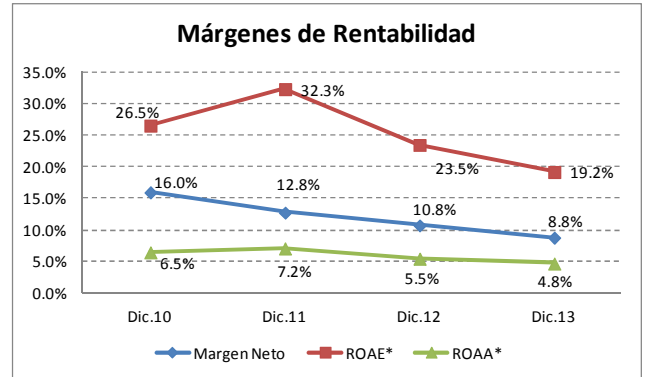
Esto se ve igualmente plasmado en el margen operativo que registra la Compañía y Subsidiarias (13% a diciembre de 2012 vs. 21% a diciembre de 2013). Lo mismo se refleja al calcular el EBITDA ajustado, que aumenta de S/.93.07 millones a S/.137.5 millones (+47%), entre diciembre de 2012 y diciembre de 2013. Cabe señalar que en el cálculo del EBITDA ajustado se incluyen los intereses financieros producto de las cuentas por cobrar a los compradores de los lotes del negocio de habilitación urbana.

A continuación se presenta la evolución de ambos márgenes:



**EBITDA incluye ingresos financieros por letras generadas
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium.

Estos efectos positivos señalados, amortiguaron la fuerte pérdida por diferencia en cambio de S/.41.3 millones, la cual finalmente derivó en una utilidad neta de S/.46.3 millones (7% mayor a la de diciembre de 2012). Debido a esto, el margen neto disminuyó de 11% a 9% entre el año 2012 y el 2013, de la misma manera que el ROAE y ROAA tuvieron disminuciones significativas, como se puede observar en el siguiente gráfico:

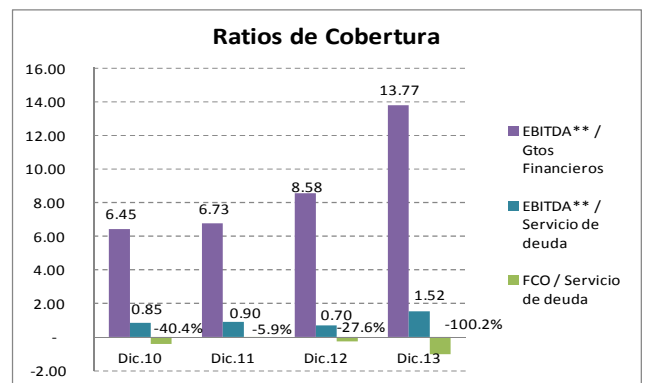


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Indicadores Financieros de Cobertura.

Al realizar el análisis de cobertura, se consideran los siguientes indicadores:

- EBITDA ajustado/Gastos Financieros: para evaluar la cobertura de los intereses por la generación propia del negocio. Los Portales S.A. y Subsidiarias han mantenido este indicador holgadamente desde diciembre de 2010 a la fecha.
- EBITDA ajustado /Servicio de Deuda: para evaluar la generación vs las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. En este caso, el indicador siempre estuvo por debajo de 1.0, hasta diciembre de 2013 que fue de 1.52, lo cual se explica por la estructura del financiamiento que mantiene buena parte de la deuda a corto plazo, pero que demuestra señales de mejora, en cuanto a la cobertura de la misma.
- Flujo de Caja Operativo (FCO)/Servicio de Deuda: para evaluar la caja derivada de las actividades de operación del negocio vs las amortizaciones. Al igual que en el indicador anterior, este ratio se ve estresado por el perfil de la deuda. A diciembre de 2013, registró un nivel de -100.2% (flujo de caja operativo negativo de -S/.90.7 millones). Cabe mencionar que dicho indicador se ve afectado debido a las inversiones en terrenos que están consideradas en el Flujo de Caja Operativo y que deberían estar en el Flujo de Inversión.



**EBITDA incluye ingresos financieros por letras generadas
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium.

LOS PORTALES Y SUBSIDIARIAS

	IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		Var %	Var %
ESTADO DE SITUACION FINANCIERA									Dic.13 /	Dic.12 /
En miles de Nuevos Soles	dic-10	%	dic-11	%	dic-12	%	dic-13	%	Dic.12	Dic.11
ACTIVOS										
Activo Corriente										
Caja y Bancos	32,185	5%	30,834	4%	35,128	4.1%	53,429	4.9%	52%	14%
Cuentas por Cobrar Comerciales	34,977	5%	50,669	7%	54,937	6.4%	68,469	6.3%	25%	8%
Cuentas por cobrar a relacionadas	1,049	0%	786	0%	64	0.0%	0	0.0%	-100%	-92%
Otras cuentas por cobrar	12,611	2%	21,545	3%	32,643	3.8%	22,417	2.1%	-31%	52%
Total Existencias	276,627	43%	295,196	41%	393,151	45.9%	471,417	43.3%	19.9%	33.2%
Otros activos	0	0%	0	0%	991	0.0%	0	0.0%	-100%	0%
Gatos Pagados por Anticipado	25,269	4%	7,771	1%	13,456	1.6%	32,190	3.0%	139%	73%
Total Activo Corriente	382,718	60%	406,801	57%	530,371	61.9%	647,922	59.5%	22%	30%
Cuentas por Cobrar Comerciales a L/P	45,027	7%	65,734	9%	74,475	8.7%	119,108	10.9%	60%	13%
Otras cuentas por cobrar	7,587	0%	0	0%	0	0.0%	0	0.0%	0%	0%
Inversiones financieras permanentes	2,894	0%	2,892	0%	4,054	0.5%	40,944	3.8%	910%	40%
Inversiones Inmobiliarias	96,927	15%	104,473	15%	101,948	11.9%	112,011	10.3%	10%	-2%
Imm., Mob. y Equipo, Neto	68,228	11%	96,816	14%	106,536	12.4%	134,465	12.4%	26%	10%
Intangibles, Neto	39,831	6%	39,258	5%	39,398	4.6%	33,660	3.1%	-15%	0%
Total Activo No Corriente	260,494	40%	309,173	43%	326,411	38.1%	440,188	40.5%	35%	6%
TOTAL ACTIVOS	643,212	100%	715,974	100%	856,782	100.0%	1,088,110	100.0%	27%	20%
PASIVOS										
Pasivo Corriente										
Cuentas por Pagar Comerciales	48,330	8%	37,275	5%	63,889	7.5%	124,494	11.4%	95%	71%
Anticipo de clientes	194,773	30%	163,306	23%	183,670	21.4%	179,061	16.5%	-3%	12%
Cuentas por pagar relacionadas	8,023	1%	14	0%	0	0.0%	0	0.0%	0%	-100%
Otras Cuentas por Pagar	32,917	5%	59,446	8%	44,389	5.2%	33,422	3.1%	-25%	-25%
Parte Corriente obligaciones con Terceros	46,771	7%	63,715	9%	95,455	11.1%	41,436	3.8%	-57%	50%
Instrumentos Financieros - Emisiones	0	0%	0	0%	0	0.0%	61,869	5.7%	0%	100%
Parte Corriente de la Deuda a L/P	27,731	4%	20,977	3%	25,771	3.0%	39,160	3.6%	52%	23%
Total Pasivo Corriente	358,545	56%	344,733	48%	413,174	48.2%	479,442	44.1%	16%	20%
Pasivo No Corriente										
Cuentas por Pagar Comerciales a L/P	22,491	3%	26,520	4%	36,404	4.2%	27,165	2.5%	-25%	37%
Préstamos de Terceros a L/P	48,729	8%	71,219	11%	108,934	12.7%	114,612	10.5%	5%	53%
Instrumentos Financieros - Emisiones	0	0%	0	0%	0	0.0%	56,793	5.2%	0%	100%
Deuda a L/P	53,396	8%	77,041	11%	77,583	9.1%	106,344	9.8%	37%	1%
IR Diferido	24,749	4%	23,708	3%	20,570	2.4%	21,653	2.0%	5%	-13%
Ingresos Diferidos	0	0%	0	0%	0	0.0%	0	0.0%	0%	0%
Tributos a Largo Plazo	3,860	1%	2,977	0%	585	0.1%	0	0.0%	-100%	-80%
Total Pasivo No Corriente	153,225	24%	201,465	28%	244,075	28.5%	326,567	30.0%	34%	21%
TOTAL PASIVO	511,770	80%	546,198	76%	657,249	76.7%	806,010	74.1%	23%	20%
PATRIMONIO										
Capital Social	119,634	19%	119,634	17%	119,634	14.0%	171,254	15.7%	43%	0%
Reserva Legal	4,410	1%	8,031	1%	12,535	1.5%	16,445	1.5%	31%	56%
Resultados No Realizados	0	0%	0	0%	0	0.0%	0	0.0%	0%	0%
Resultados Acumulados	-30,100	-5%	-6,552	-1%	23,984	2.8%	48,064	4.4%	100%	-466%
Resultados del Ejercicio	37,498	6%	48,663	7%	43,380	5.1%	46,337	4.3%	7%	-11%
TOTAL PATRIMONIO NETO	131,442	20%	169,776	24%	199,533	23.3%	282,100	25.9%	41%	18%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	643,212	100%	715,974	100%	856,782	100.0%	1,088,110	100.0%	27%	20%

LOS PORTALES Y SUBSIDIARIAS	IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		Var % Dic.13 / Dic.12	Var % Dic.12 / Dic.11
ESTADO DE RESULTADOS	dic-10	%	dic-11	%	dic-12	%	dic-13	%		
En Miles de Nuevos Soles										
Ingreso por Venta de Inmuebles	161,181	63%	290,101	71%	299,040	70%	411,640	74%	38%	3%
Ingreso por Servicios de Playas de Estacionamiento	37,462	15%	46,716	12%	55,283	13%	63,215	11%	14%	18%
Ingresos por Servicios Hoteleros	34,641	14%	40,325	10%	44,151	10%	47,151	8%	7%	9%
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	924	0%	3,114	1%	4,164	1%	1,608	0%	-61%	34%
Ingresos Financieros	21,770	9%	25,644	6%	23,546	6%	32,007	6%	36%	-8%
Ingresos Totales	255,978	100%	405,900	100%	426,184	100%	555,621	100%	30%	5%
Costo de Venta de Inmuebles	-98,329	-38%	-180,831	-45%	-219,820	-52%	-307,205	-55%	40%	22%
Costo por Servicios de Playa de Estacionamiento	-24,584	-10%	-32,141	-8%	-39,166	-9%	-45,432	-8%	16%	22%
Costo por Servicios Hoteleros	-16,388	-6%	-23,464	-6%	-28,062	-7%	-29,741	-5%	6%	20%
Costo por Servicios de Renta Inmobiliaria	-619	0%	-1,500	0%	-1,844	0%	-1,033	0%	-44%	23%
Costos Totales	-139,920	-55%	-237,936	-59%	-288,891	-68%	-383,411	-69%	33%	21%
Utilidad Bruta	116,058	45%	167,964	41%	137,293	32%	172,210	31%	25%	-18%
Gastos de Administración	-42,050	-16%	-49,918	-12%	-56,129	-13%	-64,498	-12%	15%	12%
Gastos de Ventas	-8,895	-3%	-37,613	-9%	-22,127	-5%	-27,910	-5%	26%	-41%
Otros Ingresos / Gastos, Neto	15,934	6%	-2,981	-1%	-2,811	-1%	37,994	7%	1252%	-6%
Utilidad de Operación	81,047	32%	77,452	19%	56,226	13%	117,796	21%	110%	-27%
Gastos Financieros	-11,331	-4%	-13,119	-3%	-10,852	-3%	-9,984	-2%	-8%	-17%
Utilidad Antes de Diferencia en Cambio	69,716	27%	64,333	16%	45,374	11%	107,812	19%	138%	-29%
Diferencia en Cambio	1,009	0%	1,474	0%	21,350	5%	-41,345	-7%	-294%	1348%
Participación en inversiones	0	0%	0	0%	0	0%	1,228	0%	100%	0%
Utilidad Antes de Partic. e IR	70,725	28%	65,807	16%	66,724	16%	67,695	12%	1%	1%
Impuesto a la Renta	-33,227	-13%	-17,144	-4%	-23,340	-5%	-21,358	-4%	-8%	36%
Utilidad / Pérdida Neta	37,498	15%	48,663	12%	43,384	10%	46,337	8%	7%	-11%

INDICADORES FINANCIEROS	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Solvencia				
Pasivo / Patrimonio	3.89	3.22	3.29	2.86
Total Pasivo / Total Activo	0.80	0.76	0.77	0.74
Deuda L/P / Patrimonio	0.78	0.87	0.93	0.98
Pasivo Corriente / Total Pasivos	0.70	0.63	0.63	0.59
Liquidez				
Liquidez Corriente	1.07	1.18	1.28	1.35
Prueba Acida	0.23	0.30	0.30	0.30
Capital de Trabajo	24,173	62,068	117,197	168,480
Gestión				
Gastos Adm y Vtas / Ingresos	19.9%	21.6%	18.4%	16.6%
Gastos Financieros / Ingresos	4.4%	3.2%	2.5%	1.8%
Rotación de Cobranzas	49	45	46	44
Rotación de Cuentas por Pagar	76	52	59	97
Rotación de Inventarios	712	447	490	443
Ciclo de conversión de efectivo	685	439	477	390
Rentabilidad				
Margen EBITDA**	28.5%	21.7%	21.8%	24.8%
Margen Neto	14.6%	12.0%	10.2%	8.3%
Margen Operativo	31.7%	19.1%	13.2%	21.2%
ROAE*	26.5%	32.3%	23.5%	19.2%
ROAA*	6.6%	7.2%	5.5%	4.8%

*Anualizados

**EBITDA Ajustado incluye ingresos financieros por letras generadas

CONTINENTAL SOCIEDAD TITULIZADORA S.A.

BALANCE GENERAL

(Miles de S/.)

ACTIVOS	Dic.10	%	Dic.11	%	Dic.12	%	Dic.13	%	Var. 2013/2012
Bancos	1,069	61.20%	1,225	67.53%	1,328	72.10%	1,547	76.58%	16.52%
Cuentas por cobrar diversas	25	1.43%	43	2.37%	2	0.09%	17	0.85%	995.41%
Inversiones	184	10.54%	191	10.53%	205	11.14%	202	9.98%	-1.72%
Cargas diferidas	63	3.62%	-	0.00%	3	0.18%	1	0.06%	-65.83%
Total Activo Corriente	1,341	76.79%	1,459	80.43%	1,538	83.50%	1,767	87.47%	14.91%
Intangibles	405	23.21%	355	19.57%	304	16.50%	253	12.53%	-16.67%
TOTAL ACTIVOS	1,746	100.00%	1,814	100.00%	1,842	100.00%	2,020	100.00%	9.70%
PASIVOS									
Cuentas por pagar	40	2.28%	53	2.92%	17	0.90%	46	2.29%	180.06%
Pasivos diferidos y ganancias diferidas	57	3.28%	57	3.14%	62	3.36%	102	5.04%	64.51%
TOTAL PASIVO	97	5.56%	110	6.06%	78	4.26%	148	7.33%	88.83%
Capital social	1,620	92.76%	1,620	89.31%	1,620	87.96%	1,620	80.19%	0.00%
Reserva legal	36	2.06%	29	1.60%	35	1.89%	46	2.26%	31.05%
Resultados acumulados	(7)	-0.38%	55	3.03%	108	5.88%	206	10.21%	90.50%
TOTAL PATRIMONIO NETO	1,649	94.44%	1,704	93.94%	1,763	95.74%	1,872	92.67%	6.17%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1,746	100.00%	1,814	100.00%	1,842	100.00%	2,020	100.00%	9.70%

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS

(Miles de S/.)

	Dic.10	%	Dic.11	%	Dic.12	%	Dic.13	%	Var. 2013/2012
Ingresos	194	100.00%	191	100.00%	250	100.00%	410	100.00%	64.48%
Ingresos por comisiones	194	100.00%	191	100.00%	250	100.00%	410	100.00%	64.48%
Gastos	-181	-93.45%	-145	-75.92%	-146	-58.70%	-153	-37.28%	4.46%
Gastos administrativos y generales	-181	-92.97%	-165	-86.39%	-145	-58.01%	-154	-37.47%	6.25%
Ingresos (gastos) excepcionales, neto	-1	-0.48%	20	10.47%	-2	-0.69%	1	0.19%	-146.02%
Ganancia Operativa	13	6.55%	46	24.08%	103	41.30%	257	62.72%	149.80%
Gastos financieros	-20	-10.26%	-9	-4.71%	-7	-2.65%	-17	-4.19%	160.06%
Ingresos financieros	23	11.95%	42	21.99%	57	22.74%	42	10.18%	-26.40%
Diferencia en Cambio	1	0.67%	-1	-0.52%	-3	-1.24%	16	3.81%	604.06%
Resultados antes de impuesto a las ganancias	17	8.90%	78	40.84%	150	60.14%	298	72.52%	98.32%
Impuesto a la Renta	-5	-2.48%	-23	-12.04%	-42	-16.73%	-91	-22.24%	118.62%
Resultado del Ejercicio	12	6.42%	55	28.80%	108	43.41%	206	50.28%	90.50%

**Patrimonio en Fideicomiso–D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A.-Negocio
Inmobiliario - Primera Emisión**

	Dic.12	Mar.13	Set.13	Dic.13
ACTIVOS				
ACTIVO CORRIENTE				
Caja y bancos	0 0%	10,467 11%	11,326 13%	15,977 17%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	0 0%	10,467 11%	11,326 13%	15,977 17%
Activos en titulación, neto	0%	85,388 89%	77,394 87%	76,748 83%
TOTAL ACTIVO	0 0%	95,855 100%	88,720 100%	92,725 100%
PASIVO				
PASIVO CORRIENTE				
Cuentas por pagar	0%	590 1%	612 1%	1,830 0.02
TOTAL PASIVO CORRIENTE	0 0%	590 1%	612 1%	1,830 2%
PASIVO NO CORRIENTE				0%
Bonos por titulación	0%	64,725 68%	65,191 73%	65,508 71%
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	0 0%	64,725 68%	65,191 73%	65,508 71%
TOTAL PASIVO	0 0%	65,315 68%	65,803 74%	67,338 73%
Título de participación	0%	31,347 33%	26,718 30%	30,619 33%
Resultados acumulados	0%	(807) -1%	(3,801) -4%	(5,232) -6%
TOTAL PATRIMONIO NETO	0 0%	30,540 32%	22,917 26%	25,387 27%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	0 0%	95,855 100%	88,720 100%	92,725 100%

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS

(Miles S/.)	Dic.12	Mar.13	Set.13	Dic.13
Ingresos				
Intereses por cartera titulizada	- 0%	- 0%	- 0%	- 0%
Gastos	- 0%	0%	0%	0%
Intereses por bonos de titulación	- 0%	(591) 73%	(1,251) 88%	(4,309) 303%
Gastos administrativos	- 0%	(220) 27%	(180) 13%	(121) 9%
TOTAL COSTOS OPERACIONALES	- 0%	(811) 100%	(1,431) 101%	(4,430) 311%
RESULTADO OPERACIONAL	- 0%	(811) 100%	(1,431) 101%	(4,430) 311%
OTROS INGRESOS (GASTOS)	- 0%	0%	0%	(708) 50%
Ingresos financieros	- 0%	4 0%	8 -1%	(94) 7%
RESULTADO DEL EJERCICIO	- 0%	(807) 100%	(1,423) 100%	(5,232) 368%