



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

Lima, Perú

23 de mayo 2016

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 - Primer Programa - 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 Soles.
Primera Emisión:	Realizada por US\$25 millones.
Saldo en Circulación:	US\$17.2 millones.

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 utilizó 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 2012, 2013, 2014 y 2015, así como estados financieros no auditados a marzo de 2015 y a marzo de 2016.

Fundamento. Luego de la evaluación efectuada, el Comité de Clasificación de Equilibrium dispuso mantener la categoría AA-.pe a la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar del Negocio Inmobiliario de Los Portales (en adelante Los Portales, el Originador o la Compañía).

La categoría asignada se basa en la naturaleza de los activos titulizados, que consisten en cuentas por cobrar del negocio de habilitación urbana del Originador respaldadas por letras de cambio. Asimismo, se recoge la estructura de la titulización, la cual cuenta con mejoradores como la Cuenta Reserva -equivalente a la siguiente cuota semestral a pagarse-, una Carta Fianza a favor del Fiduciario por el monto de la comisión anual del Servidor y resguardos atribuibles tanto al Patrimonio Fideicometido (PF) como al Originador. A su vez, la estructura incluye la constitución del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, con lo que se busca aislar los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas de los riesgos propios del Originador. Adicionalmente, favoreció a la clasificación la estabilidad del negocio inmobiliario desarrollado por la Compañía, cuyo posicionamiento, experiencia y *know-how* permiten adecuadas proyecciones de crecimiento.

No obstante, limita a los Bonos Titulizados contar con una mayor clasificación el descalce entre el plazo de las cuentas por cobrar cedidas (3.5 y 4.0 años en promedio) y el plazo restante de la vida de los bonos (5 años), siendo éste un aspecto que podría -en caso no se pudieran generar más cuentas por cobrar para aportarlas al PF- reducir el plazo de repago de los bonos de 8 a 4 años aproximadamente. Además, se incluyen las debilidades atribuibles a Los Portales S.A., entre las que se encuentran la exposición que tiene la Compañía a las fluctuaciones del tipo de cambio, las mismas que en el 2015 impactaron contra resultados, aunque esta tendencia logra revertirse al primer trimestre del año en curso. Se observa igualmente como limitante para la Compañía el elevado apalancamiento contable que registra, la misma que recoge un mayor crecimiento del pasivo en relación del patrimonio, sustentado en parte por la incorporación de obligaciones financieras a raíz de la emisión de los Bonos Titulizados del negocio inmobiliario, así como por la toma de mayores préstamos bancarios hacia finales del ejercicio 2015. Se toma en consideración igualmente la volatilidad registrada en el flujo de caja operativo (FCO) de Los Portales a lo largo de los últimos ejercicios, situación que deriva de la compra de terrenos y acumulación de cuen-

tas por cobrar comerciales. En este sentido, cabe mencionar que el déficit del FCO observado hasta mediados del ejercicio 2015 se revierte al cierre del mismo ejercicio a raíz de los nuevos lineamientos corporativos, que dan prioridad a la generación de caja.

En el año 2013 se constituyó el Patrimonio Fideicometido (PF) denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Primer Programa - Primera Emisión”, mediante la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas y respaldadas por letras de cambio al PF, que sirven para atender el pago de las obligaciones a cargo de éste último. Asimismo, se realizó la transferencia fiduciaria a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles de los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas (o los predios matrices vinculados a los lotes cuando no se finalizó el proceso de independización).

El propósito de la emisión de los bonos titulizados, la cual se realizó en febrero de 2013, fue utilizar los fondos para el repago del componente de obligaciones financieras más caro del Originador: préstamos de terceros (personas naturales y fondos de inversión), que en ese entonces eran de muy corto plazo (12 meses) y devengaban altas tasas de interés (13.0% aproximadamente).

Como se mencionó, la estructura de la titulización considera *covenants* que aplican al Originador y al Patrimonio Fideicometido, los mismos que a la fecha de análisis se cumplen. No obstante, el resguardo aplicable a Los Portales que calcula el EBITDA Ajustado dividido entre el Servicio de Deuda (1.37 veces a diciembre de 2015 y a junio de 2015) se ubica muy cerca al nivel mínimo requerido (1.30 veces), por lo que se espera que éste sea corregido hacia junio de 2016 y se mantenga en niveles acordes a la clasificación otorgada. Es de añadir que a marzo de 2016, este indicador ascendió a 1.62 veces.

Se debe indicar que para que los resguardos financieros aplicables al PF se cumplan y se mantenga el calce de los bonos y los activos titulizados, la Compañía reemplaza las cuentas por cobrar cedidas que vencen o son canceladas anticipadamente por los clientes y, por ende, retiradas del PF. Por este motivo, se hace indispensable que la capacidad

del Originador para generar más cuentas por cobrar se mantenga.

A fin de que los mejoradores de la estructura sean efectivos, Los Portales reemplaza las cuentas por cobrar cedidas vencidas, que sean canceladas anticipadamente o que sean afectadas por otros acreedores. Por este motivo, resulta relevante que la capacidad del Originador para generar más cuentas por cobrar se mantenga. En este sentido, se debe señalar que las operaciones que dan origen a los activos titulizados se realicen dentro del negocio core de Los Portales, el mismo que consiste en el desarrollo inmobiliario, que a su vez significó para el Originador ingresos por S/576.7 millones, representando el 75.0% de los ingresos totales durante el ejercicio 2015.

Cabe indicar que las cuentas por cobrar que se transfieren al PF están respaldadas por letras de cambio, las mismas que representan la obligación de pago que los adquirentes de lotes habilitados realizan hasta en 72 cuotas mensuales. Estas cuentas por cobrar se aportan al PF si es que el pago del total del lote ha sido completado entre el 30% y 40% (esto no constituye una obligación que figure en los documentos de titulización). Cabe añadir que el Originador mantiene la reserva de dominio sobre los lotes hasta que se entregan al cliente una vez concluidos los pagos. La morosidad durante el año 2015 de las cuentas por cobrar cedidas al PF fue de 0.38% en promedio.

Por último, Equilibrium considera que la capacidad de observancia del Patrimonio en Fideicomiso con las obligaciones derivadas de los Bonos Titulizados en el plazo pactado se ve favorecida por la experiencia y la capacidad de generación de la unidad inmobiliaria de Los Portales. Sin embargo, el continuo incremento de las obligaciones financieras del Originador, así como la depreciación de la moneda funcional (el Sol), presionan los ratios de apalancamiento y los resguardos financieros del Programa, por lo que el ratio de cobertura del EBITDA Ajustado al Servicio de la Deuda se encontró ajustado a junio y a diciembre de 2015, aunque fue corregido en cierta medida a marzo de 2016. Por este motivo, a la fecha de análisis se considera crítico que este resguardo se mantenga holgado respecto al límite, para no afectar la categoría de riesgo asignada.

Fortalezas

1. Lotes incorporados al Patrimonio en Fideicomiso de Inmuebles cuentan con resolución de habilitación urbana y conformidad de obra de servicios, certificando la culminación de las obras.
2. El Originador mantiene la reserva de dominio hasta la cancelación total de las letras de cambio.
3. Los lotes se encuentran en un patrimonio autónomo, lo que mitiga el riesgo de no pago por parte de los Clientes, en caso de insolvencia del Originador que impida la generación de más letras de cambio.
4. Expertise y *know-how* del negocio inmobiliario por parte del Originador.

Debilidades

1. Descalce de plazos entre el plazo de la emisión y las cuentas por cobrar cedidas.
2. Resurgimiento de obligaciones con terceros, de alto costo y corto vencimiento que presionan las coberturas de servicio de deuda.
3. Ajustado cumplimiento de los resguardos financieros atribuibles al Originador.

Oportunidades

1. Dinamismo del sector inmobiliario.
2. Demanda de los segmentos C-D por proyectos de habilitación urbana.

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 la presente titulación, cuya principal fuente de ingreso es el negocio inmobiliario, que incluye 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).

Estas ventas de lotes se realizan bajo dos modalidades: El pago al contado y la Financiación 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

Como parte del negocio inmobiliario, la Compañía otorga financiamiento directo a los compradores de lotes de los proyectos de habilitación urbana. La venta del lote se realiza inicialmente vía la suscripción de un compromiso de compra-venta, el cual refiere la transferencia de un bien futuro (lote habilitado) de Los Portales al cliente. Una vez que el proyecto obtiene la Resolución de Habilitación Urbana, se reemplaza dicho compromiso por un Contrato de Compraventa Garantizada – Pago a Plazos (que incluye la reserva de dominio a favor de Los Portales).

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 y respaldadas por letras de cambio. El saldo de la venta del lote puede ser financiado hasta en 72 cuotas mensuales, respaldadas igualmente por 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 de adquirir el terreno, aplicándose una penalidad del 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.

Asimismo, el contrato mencionado 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 involucradas en el presente proceso de titulación 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, la Compañía desarrolla sus actividades a través de tres líneas de negocio: inmobiliario, administración de playas de estacionamiento y hoteles.
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 custodiar la documentación pertinente, a excepción de las letras de cambio que serán 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 – Primer Programa, en virtud del cual el Originador transferirá en fideicomiso los lotes cuyas ventas han dado lugar a las cuentas por cobrar cedidas al PF.
6. Agentes Colocadores: La colocación de los bonos titulizados estuvo 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 Titulación: 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 incluyen los ingresos generados por dichas cuentas y los recursos de las cuentas abiertas en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, 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 BBVA Banco Continental a nombre del Originador, en el cual se depositan los excedentes disponibles.
5. Cuenta de Profondeo: Cuenta abierta en el BBVA 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.
 - 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 BBVA 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 BBVA 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 dos cuotas del bono en la próxima fecha de pago).
 8. Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Titulización: Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, destinada a atender los gastos de administración del fideicomiso de titulización con cargo a la Cuenta de Recaudación.
 9. Cuenta Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles: Cuenta abierta en el BBVA 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 BBVA 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 BBVA 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 BBVA 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 por cada una de las cuentas por cobrar cedidas y que son depositados en la Cuenta de Recaudación.

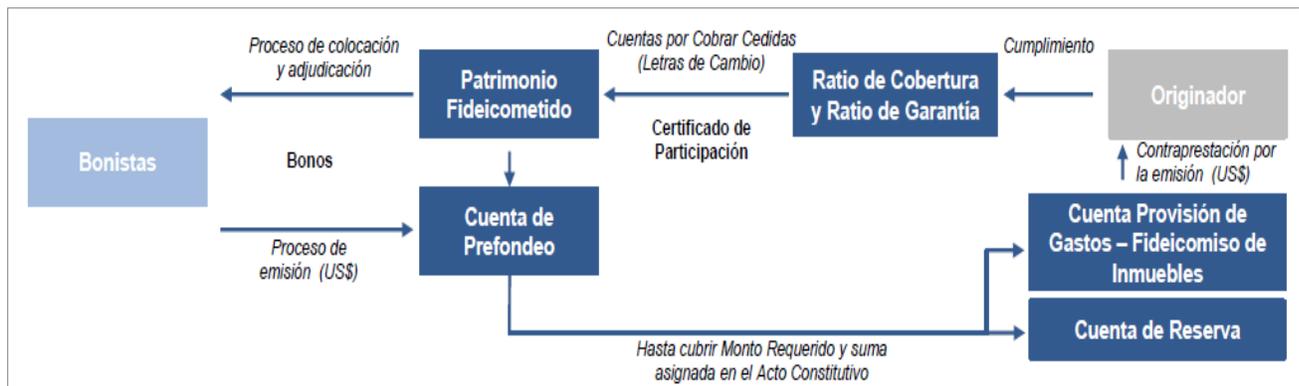
Proceso de Titulización

El Fiduciario y el Originador, según lo acordado en el Acto Constitutivo, constituyeron el Patrimonio Fideicometido denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg. 861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Primer Programa - 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 produjo transferencia fiduciaria (trasmisión real y efectiva) a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles 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, procedió 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 procedió a realizar los siguientes pagos en este orden: i) el 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 estadounidenses.
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: 1,821.
8. Número de Proyectos: 45.

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.

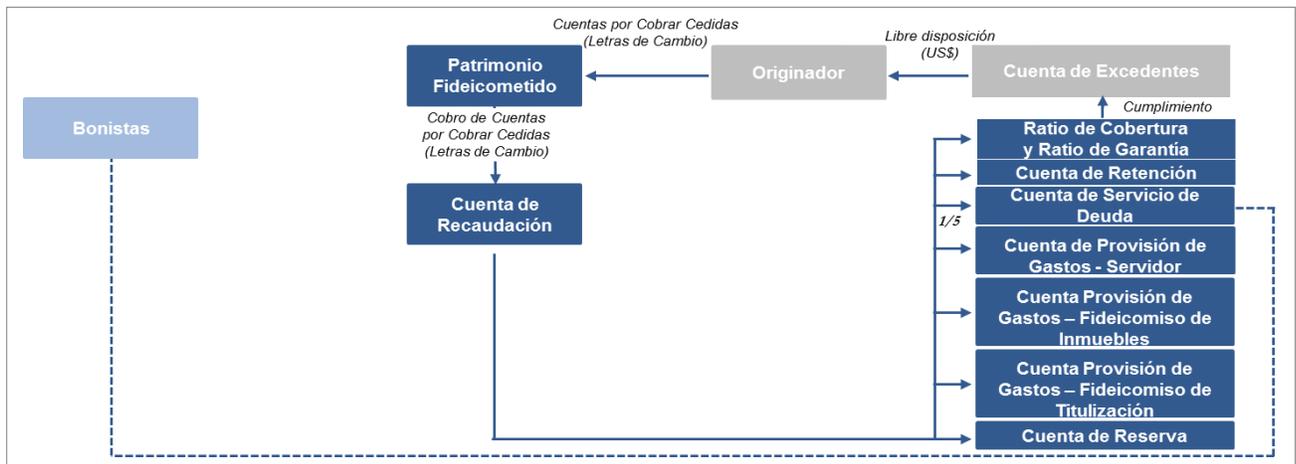
Mecanismo de Asignación de Flujos

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 deposita 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 dispone 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 con los Ratios de Cobertura y/o Ratio de Garantía del Patrimonio Fideicometido, se retendrán los recursos necesarios hasta que dichos ratios alcancen el mínimo acordado:

Covenants atribuibles al Patrimonio Fideicometido	
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. A diciembre de 2015 fue de 1.35. A marzo de 2016 fue de 1.31 veces.
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. A diciembre de 2015 fue de 1.65 veces. A marzo de 2016 fue de 2.06 veces.

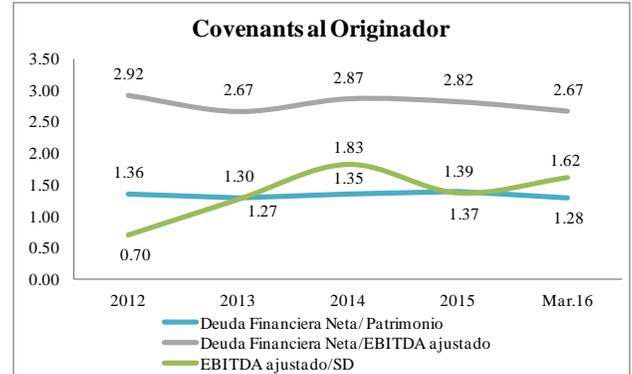
A la fecha de análisis, se cumple con ambos *covenants*, aunque se mantendrá bajo análisis el ratio de garantía, el mismo que se encuentra ajustado a marzo de 2016.

2. En caso que transcurrido el periodo de cura equivalente a un semestre y 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.

Covenants atribuibles al Originador	
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado	- Menor o igual a 3.75 veces. A diciembre de 2015 fue de 2.82 veces. A marzo de 2016 fue de 2.67 veces.
EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda	- Del segundo semestre de 2014 en adelante: mayor o igual a 1.30 veces. A diciembre de 2015 fue de 1.37 veces. A marzo de 2016 fue de 1.62 veces.
Deuda Financiera Neta / Patrimonio Neto	- Menor o igual a 1.65 veces. A diciembre de 2015 fue de 1.39 veces. A marzo de 2016 fue de 1.28 veces.

A la fecha de análisis, el cumplimiento del segundo *covenant* por parte del Originador es restringido, viéndose

afectado por un mayor nivel de endeudamiento financiero. El nivel del mencionado ratio a junio del año pasado fue el mismo, por lo que a la fecha de análisis se considera crítico que este resguardo se corrija hacia la siguiente evaluación para no afectar la categoría de riesgo asignada.



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

4. Si se activara el evento de incumplimiento 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 detallan 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\$1.00 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 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 obtenido 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 BBVA Banco Continental (el Originador).

Al 31 de diciembre de 2015, los activos en titulización ascendieron a S/70.5 millones. Éstos corresponden a operaciones de crédito hipotecario que derivan de financiamientos otorgados por el Originador, manteniendo una tasa de interés entre 7.0% y 16.5%. Entre las principales características de las cuentas por cobrar se encuentra el que su saldo pendiente de pago en promedio no es mayor al 22.0% del valor actual de la propiedad hipotecada, que sus cuotas mensuales no son mayores al 30% del ingreso mensual del deudor y que no se encuentren sujetas 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.

DESCRIPCIÓN DEL ORIGINADOR

Los Portales S.A. es una empresa que fue constituida en Lima el 06 de marzo de 1996 bajo la razón social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., cambiando a Los Portales S.A. en febrero de 2000. La actividad económica que realiza se centra en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, venta de departamentos, administración y operación de playas de estacionamiento y hoteles, encontrándose a la fecha concentrando sus negocios en dichas unidades, a la vez que se retira de la unidad de renta inmobiliaria.

Reorganización Empresarial

Hacia finales del 2009 e inicios del 2010 se dieron varios cambios en la estructura organizacional de Los Portales, los cuales no solo incluyeron la fusión por absorción 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.

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 del Los Portales producto de dicha transferencia a S/62.0 millones.

Por otro lado, en Junta General de Accionistas realizada el 29 de abril de 2010, se acordó 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 Perú S.A. en asociación con Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C.

Accionistas

A la fecha de análisis, la participación accionaria es la siguiente:

Accionistas	
GR Holding S.A.	50.00%
Constructoras ICA S.A. de C.V.	49.99%
Ingenieros Civiles Asociados	0.01%

GR Holding S.A. (empresa del Grupo Raffo), mantiene el 50% del accionariado de Los Portales, mientras que Constructoras ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México, conjuntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V.

posee el 50% restante. Cabe indicar que Grupo ICA tiene una clasificación internacional de Caa3 asignada por Moody's Investors Service. Cabe señalar que a la fecha de elaboración del presente análisis, ICA S.A. de C.V. no cuenta con un plan de reestructuración financiera que haya seguido a su anuncio de no pago de intereses (US\$31 millones) por obligaciones financieras.

Directorio y Gerencia

El Directorio de Los Portales S.A. se encuentra conformado de la siguiente manera:

Directorio	
Ernesto Raffo Paine	Presidente del Directorio
Bernardo Quintana Isaac	Director
Guillermo Veloacha Raffo	Director
Pablo García Aguilar*	Director
Ernesto Fernandini Raffo	Director
Luis Zárate Rocha*	Director
Alberto Pescetto Raffo	Director
Rodrigo Quintana Kawage	Director
Antonio Ortega Castro*	Director (suplente)
Eduardo Ibarra Díaz Ufano	Director (suplente)

* Forman parte del directorio desde el 04 de abril de 2016, por parte de Empresas ICA S.A. de C.V.

La plana gerencial vigente a la fecha del análisis es la siguiente:

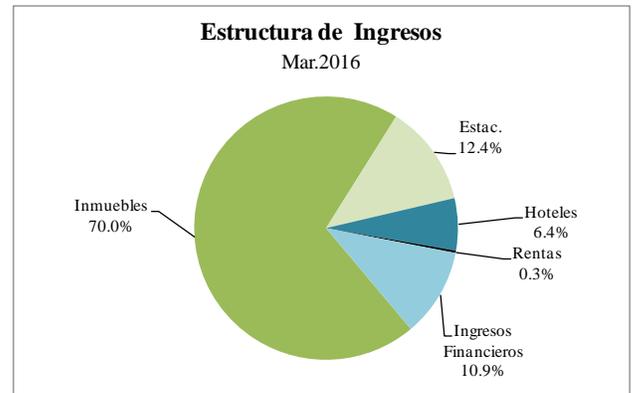
Gerencias	
Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
---	Gerente Central de Administración y Finanzas*
Wilfredo De Souza Ferreyra Ugarte	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Negocios de Estacionamientos
Luis Gómez Corthorn	Gerente de Negocios Hoteleros
Fernando Gomez Nato	Gerente de Tesorería y Finanzas
Patricia Mendoza Franco	Gerente Legal
Juan Carlos Izaguirre Alegre	Gerente de Contabilidad
Arturo Gamarra Guzmán	Gerente de Administración
Juan García Apac	Gerente de Planeamiento

* Gerencia vacante

Es de mencionar que la Gerencia Central de Administración y Finanzas fue ocupada hasta septiembre de 2015 por Ramón García Quintana. Dichas funciones están siendo cubiertas interinamente por el Gerente General y el Gerente de Tesorería.

Estrategia de Negocios

Una de las estrategias de Los Portales S.A. consiste en la diversificación de sus negocios, los que se dividen en: habilitación urbana, desarrollo y venta de departamentos, administración de playas de estacionamiento, hoteles y rentas (negocio del que están saliendo para enfocarse en las otras unidades).



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

➤ Unidad Vivienda

Incluye la promoción y desarrollo del negocio inmobiliario, que además genera ingresos por el financiamiento directo que brinda a los compradores de lotes. Actualmente desarrolla proyectos de habilitación urbana, viviendas de interés social (a través de programas gubernamentales como Mi Vivienda y Techo Propio) y proyectos multifamiliares de vivienda.

Al cierre del ejercicio 2015, el negocio inmobiliario participó con el 75.0% de los ingresos totales de Los Portales, creciendo 15.6% respecto al 2014.

➤ Negocio de Estacionamientos

Con un aporte de 10.3% a los ingresos totales a diciembre de 2015 y de 11.1% a diciembre de 2014, el negocio de estacionamientos implica la construcción, administración, operación y concesión de éstos, tanto propios como de terceros, además de la gestión de negocios asociados como *valet parking*, publicidad *indoor* y lavado de autos. Al ejercicio evaluado, Los Portales registra 222 playas de estacionamiento en operación, por encima de las 208 que administraba al cierre de 2014.

➤ Negocio Hotelero

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros de lujo y de carácter corporativo. Los Portales opera cinco hoteles: Country Club Lima Hotel, Los Portales Hotel Tarma, Los Portales Hotel Piura, Los Portales Hotel Chiclayo y Los Portales Hotel Cuzco, además gerencia el hotel Las Arenas de Máncora, en Piura. Al 31 de diciembre de 2015, esta unidad representa el 7.0% de los ingresos totales de la Compañía (7.5% en el 2014).

Cabe indicar que en el año 2014 Los Portales incursionó en el segmento de Consumo a través de la operación de tres restaurantes bajo el nombre Pollería Pollo Stop.

➤ Negocio de Rentas

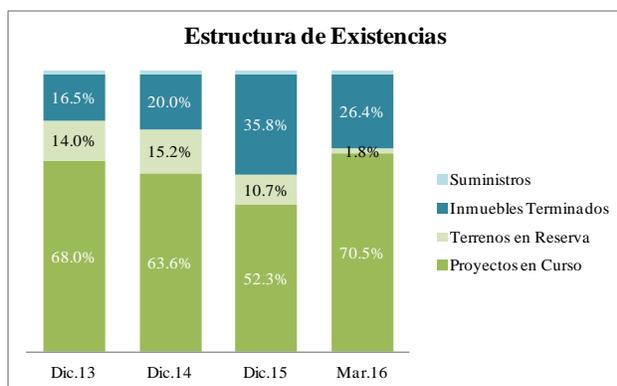
Este segmento inició actividades en el 2010, dedicándose a la habilitación de centros comerciales y *stripmalls* (vía la empresa Strip Centers del Perú, en sociedad con Inmuebles Comerciales del Perú, filial de Parque Arauco), así como a la gestión de arrendamiento de locales comerciales.

Esta unidad aportó el 0.3% de los ingresos totales de Los Portales durante el 2015, sin mayores cambios respecto a diciembre de 2014 (0.4%). Cabe mencionar que en el mes de diciembre de 2015, Los Portales vendió su participación (49%) en este negocio a Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C., con lo cual consolida su interés por concentrar sus operaciones en las unidades principales del negocio. Esta venta se realizó por S/67.0 millones, de los cuales S/60.0 millones fueron depositados en una cuenta a plazo.

ANÁLISIS FINANCIERO LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

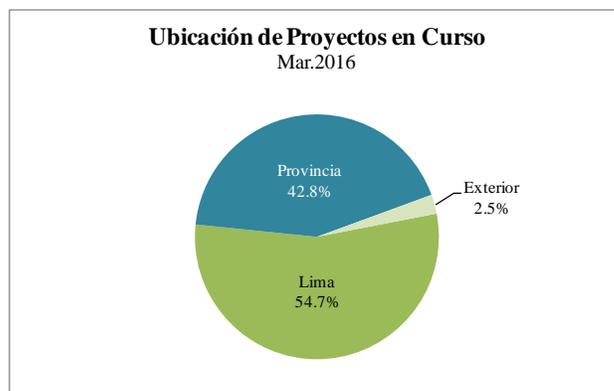
Activos

Al cierre del ejercicio 2015, los activos de Los Portales ascendieron a S/1,596.7 millones, registrando un crecimiento de 26.7% respecto del año 2014, evolución que se origina en el aumento de 29.8% de los activos corrientes. A su vez, estos fueron impulsados por i) el incremento de los saldos mantenidos en Caja y Bancos (+152.5%) tras registrar los fondos de la venta de Strip Centers del Perú, ii) por un incremento en las existencias (+9.6%) y iii) por mayores cuentas por cobrar comerciales corrientes (+43.5%). Es de indicar que el efectivo mantenido por la Compañía al 31 de marzo de 2016 disminuye en S/18.8 millones, dado principalmente a la amortización de S/93.0 millones de obligaciones financieras, según el Estado Consolidado de Flujos de Efectivo.



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

En cuanto a la composición de los activos, las existencias representan la cuenta más importante (36.1% a diciembre de 2015). A lo largo de los periodos analizados, éstas se concentran en proyectos en curso de desarrollo inmobiliario (52.3% del total de las existencias al cierre de 2015 y 70.5% a marzo de 2016), los mismos que disminuyen en S/32.9 millones entre los ejercicios 2015 y 2014. Dichos proyectos están distribuidos en Lima, Ica, Chimbote, Pimentel, Piura, Trujillo, Tumbes, Huancayo, Arequipa, Cusco y Tacna. Cabe mencionar que el 2.5% del total de proyectos se encuentran en Houston, Texas a marzo de 2016.



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

Los inmuebles terminados representan el segundo componente más importante de las existencias, con una participación de 35.8% al cierre de 2015, seguidos de terrenos en reserva (sobre los que se desarrollarían proyectos inmobiliarios en el curso corriente de las operaciones), los mismos que corresponden a propiedades con una extensión de 175.6 has. ubicadas en las provincias de Lima, Ica, Chiclayo y Áncash.

Las cuentas por cobrar comerciales ascendieron a S/413.1 millones al cierre de 2015 (S/411.7 millones a marzo de 2016) y corresponden principalmente a letras por cobrar e intereses devengados. Estas se originan en las ventas diferidas que hace Los Portales a sus clientes del negocio inmobiliario por hasta 72 meses. A diciembre de 2015, el 32.5% de las cuentas por cobrar son a corto plazo.

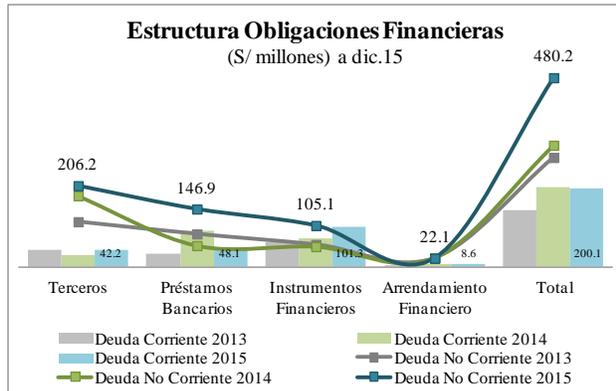
Por otro lado, el incremento de 22.7% de los activos no corrientes entre diciembre de 2014 y diciembre de 2015 incorpora el crecimiento de sus componentes con mayor participación, como son las cuentas por cobrar comerciales (+35.4%), las inversiones inmobiliarias (+25.7%) que registraron una actualización del valor razonable de los terrenos por S/19.8 millones y los inmuebles, mobiliario y equipo netos de depreciación (+5.7%). Dichos cambios compensaron la disminución de las inversiones financieras permanentes (-71.9%), dada la venta realizada en el último trimestre de las acciones que se tenían en el capital de Strip Centers del Perú S.A.

Es de señalar que la partida Inversiones Inmobiliarias, que a diciembre de 2015 representan el 11.9% del total de activos, comprende principalmente terrenos adquiridos por Los Portales como "reserva territorial", sobre los cuales a la fecha de análisis no se ha definido un uso y en el corto plazo no serán vendidos ni desarrollados. Estos terrenos comprenden un área total de 141.3 has. (129.2 has. a diciembre de 2014) y están distribuidos en los distritos de La Molina, Chosica y Carabayllo en Lima, además de las ciudades de Piura, Ica y Chimbote.

Pasivos y Patrimonio

Al 31 de diciembre de 2015, los pasivos financian el 76.6% del total de activos, ascendiendo a S/1,223.1 millones, con un incremento de 31.4% respecto al año 2014 impulsado por un mayor componente a largo plazo (+65.6%).

Del mismo modo, la deuda financiera, que al cierre de 2015 asciende a S/680.4 millones (55.6% de los pasivos), tuvo un incremento de 33.2% frente al 2014, lo que responde a la mayor porción no circulante (+55.5% frente al año 2014). Esto representa un cambio respecto a los anteriores periodos analizados, cuando el crecimiento de los pasivos financieros era impulsado por mayor deuda de corto plazo.



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

Como se puede observar en el gráfico anterior, los préstamos bancarios e instrumentos financieros fueron los que tuvieron mayores incrementos durante el año 2015 en la porción no corriente, los mismos que aumentan en S/92.9 millones y S/53.7 millones, respectivamente.

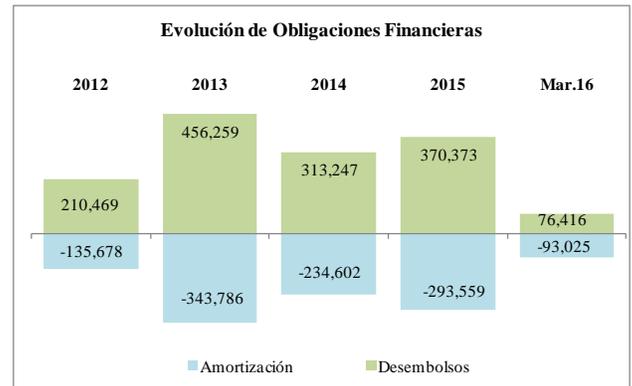
El componente más caro de las obligaciones financieras son los préstamos otorgados por terceros (personas naturales y fondos de inversión), los mismos que devengan a una tasa de 10.40% a diciembre de 2015 (10.36% en el 2014). En este sentido, es de mencionar que uno de los objetivos de la Compañía al ingresar al mercado de capitales fue abaratar el costo del fondeo, así como adecuar los vencimientos de las obligaciones financieras al del negocio. Es por este motivo que el incremento en la parte corriente de los préstamos de terceros a mayores tasas no aporta positivamente a dichos objetivos.

Por otro lado, al cierre del ejercicio 2015 los instrumentos financieros corrientes incluyen papeles comerciales (S/78.4 millones), así como la parte corriente de los bonos titulizados (S/22.0 millones). Cabe mencionar que la Serie D de la Primera Emisión de Papeles Comerciales de Los Portales redimió el 08 de junio de 2015, la Serie B de la Tercera Emisión redimió el 15 de noviembre de 2015 y la Serie A de la Cuarta Emisión redimió el 11 de septiembre del mismo año. En adición, las Series C, D, E y F de la Tercera Emisión (US\$23.98 millones en total) fueron colocadas el 17 de abril, el 02 de septiembre, el 13 de noviembre de 2015 y el 25 de febrero de 2016, respectivamente.

En el mes de febrero de 2013 se realizó la emisión de bonos por US\$25.0 millones bajo el Primer Programa de Bonos Titulizados (a tasa de 7.34375%) con el objetivo de repagar la deuda con terceros, que en ese entonces pagaban tasas de interés de aproximadamente 13.0%. Los activos titulizados de la operación son cuentas por cobrar del negocio inmobiliario. Posteriormente, el día 30 de diciembre de 2015 se

realizó la Primera Emisión de bonos por US\$20.1 millones bajo el Segundo Programa de Bonos Titulizados (tasa de 8.0938%), los mismos que redimen en el año 2021.

Ambas emisiones significaron que el flujo desembolsado de obligaciones financieras durante los años 2013 y 2015 fuera mayor que en ejercicios previos evaluados, según se observa en el siguiente gráfico.



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

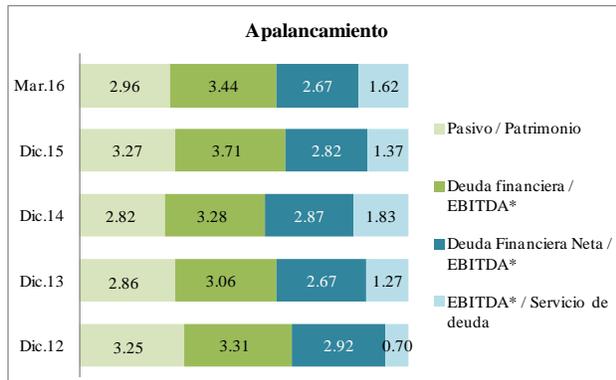
Dado que las emisiones se realizaron para refinanciar deuda, las amortizaciones también fueron importantes durante ambos años. En este sentido, entre los ejercicios 2012 y 2015, las amortizaciones representaron un promedio de 73.5% de los desembolsos, originando niveles de obligaciones financieras cada vez mayores, por lo que cobra importancia que la Compañía priorice el control de la deuda financiera a fin de evitar que los ratios de solvencia continúen deteriorándose.

Cabe señalar que al 31 de marzo de 2016, las obligaciones financieras se redujeron en S/32.1 millones respecto de diciembre 2015, lo que va de la mano con lo proyectado para el presente año. Dicha disminución incorpora la amortización de S/31.9 millones de las obligaciones con terceros (corrientes como no corrientes), la amortización de S/11.5 millones de instrumentos financieros y el desembolso de S/14.1 millones de deuda bancaria no corriente.

En cuanto a los ratios de solvencia, al 31 de diciembre de 2015 el apalancamiento contable (pasivo/patrimonio) se incrementa en relación al año 2014 al pasar de 2.82 a 3.27 veces, toda vez que el crecimiento del total de pasivos (+31.4%) fue mayor al del patrimonio (+13.4%). Asimismo, la palanca financiera (deuda financiera neta/EBITDA Ajustado) disminuye ligeramente al pasar de 2.87 a 2.82 veces. A marzo de 2016, estos ratios se ubicaron en 2.96 veces y 2.67 veces, respectivamente, mostrando una mejora durante dichos meses.

Con respecto a la Deuda Financiera Neta/Patrimonio, la misma se sitúa en 1.39 veces al cierre del ejercicio 2015, retrocediendo en relación al ejercicio previo. No obstante, el ratio EBITDA Ajustado/Servicio de Deuda, retrocede entre ejercicio al pasar de 1.83 a 1.37 veces, encontrándose muy cerca del límite de 1.30 veces establecido como resguardo. No obstante, al 31 de marzo de 2016, este indicador mejora hasta ubicarse en 1.62 veces.

Esos dos últimos indicadores han sido establecidos como resguardos para los dos Programas de Bonos Titulizados del Negocio Inmobiliario.



*EBITDA Ajustado y anualizado: incluye ingresos financieros por letras generadas, los mismos que son reconocidos en el Costo de Ventas. No se toman en cuenta los ingresos extraordinarios por el cambio en el Valor Razonable de terrenos.
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Es de resaltar que entre los lineamientos corporativos de Los Portales para el año 2016, se encuentra el mantener el nivel de deuda financiera, por lo que se espera que los indicadores de solvencia de la Compañía mejoren y se ubiquen en niveles más acordes a la clasificación de riesgo asignada.

Cabe recordar que Los Portales registra los pagos recibidos de clientes como anticipos durante el periodo de habilitación hasta la entrega del bien (programada usualmente para finales de cada año) y que una vez que se realiza ésta, se procede a reconocer dichos anticipos como venta. En este sentido, los anticipos de clientes ascendieron a S/141.9 millones al cierre del ejercicio 2015 (S/129.9 millones en el 2014). Asimismo, S/311.9 millones de anticipos de clientes fueron reconocidos como ingresos a diciembre de 2015, mostrando un menor dinamismo que en el año 2014 (S/345.6 millones).

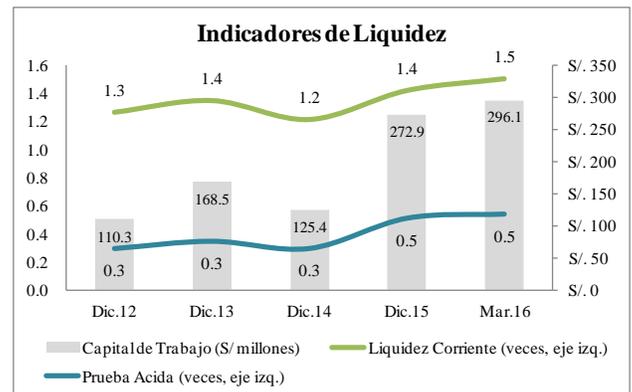
Destaca el incremento de las cuentas por pagar comerciales a corto plazo entre el ejercicio 2014 y 2015 (+35.4%), las que representan el 16.8% de los activos, toda vez que Los Portales presenta un mayor saldo de facturas por pagar originadas por la adquisición de terrenos, materiales y suministros de construcción, además de servicios prestados por empresas relacionadas al desarrollo de obras. Sin embargo, al 31 de marzo de 2016, esta partida retrocede en 26.5% respecto al cierre de 2015, situándose en un nivel similar al del año 2014 (S/197.4 millones).

Como fuente de financiamiento de los activos, el patrimonio representa el 23.4% al cierre del ejercicio 2015 (25.2% al 31 de marzo de 2015), alcanzando los S/373.7 millones, lo que implica un incremento de 13.4% en relación al año 2014. Esta variación se sustenta en los mayores resultados alcanzados durante el ejercicio 2015; asimismo, los resultados acumulados incluyen S/20.6 millones del periodo 2014, después de la transferencia de S/5.3 millones a reserva legal y de la repartición de S/18.6 millones en dividendos.

Liquidez

Los indicadores de liquidez de Los Portales mejoran al cierre del ejercicio 2015, así como al primer trimestre de 2016, sustentados principalmente en los fondos obtenidos por la venta de la participación del 49.9% en Strip Centers del Perú S.A. a Parque Arauco por S/67 millones.

Es así que el indicador de liquidez corriente pasa de 1.2 a 1.4 veces entre los ejercicios 2014 y 2015, lo cual se ve a su vez reflejado en un capital de trabajo de S/272.9 millones. Asimismo, al 31 de marzo de 2016, la liquidez corriente se sitúa en 1.5 veces, mientras que el capital de trabajo se ubica en S/296.1 millones.



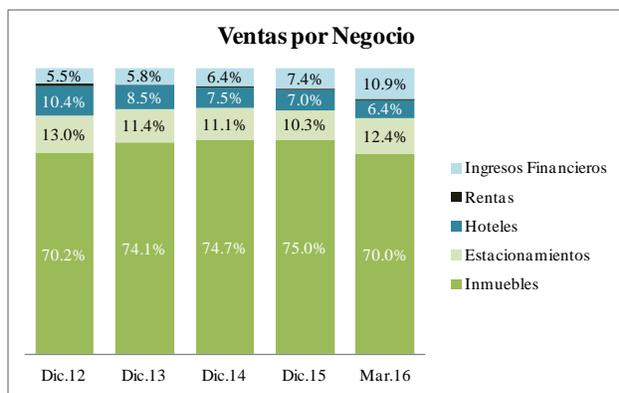
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Se debe indicar que los anticipos abonados a ingresos retroceden al pasar de S/345.6 millones a S/311.9 millones entre los ejercicios 2014 y 2015, mientras que los anticipos recibidos en el año incrementaron al pasar de S/296.4 millones a S/324.0 millones, respectivamente.

Resultados

Al 31 de diciembre de 2015, los ingresos totales de Los Portales alcanzan los S/768.9 millones, registrando un incremento de 15.1% respecto del año 2014, impulsados principalmente por el negocio inmobiliario, el mismo que registra ventas 15.6% mayores, así como por el aumento de 32.6% en los ingresos financieros por letras de cambio generados por el financiamiento directo que otorga Los Portales a sus clientes para la compra de lotes y/o departamentos. Aportaron también, aunque en menor medida, los ingresos de los negocios de estacionamientos, hoteles y de rentas, que acumulan un aumento de S/9.1 millones entre ejercicios.

Al 31 de marzo de 2016, los ingresos por el negocio de desarrollos inmobiliarios representaron el 70.0% del total de ventas, participación menor que la registrada al cierre de 2015 dada la estacionalidad en la entrega de proyectos y la consiguiente facturación de éstas. Además, el incremento interanual de los ingresos totales por S/44.7 millones a marzo de 2016 se explica principalmente por las mayores ventas de dicha unidad, lo que a su vez responde a que durante el mes de noviembre de 2015 se registró un pico histórico de ventas comerciales, lo que favorecería el nivel de ventas del presente ejercicio.

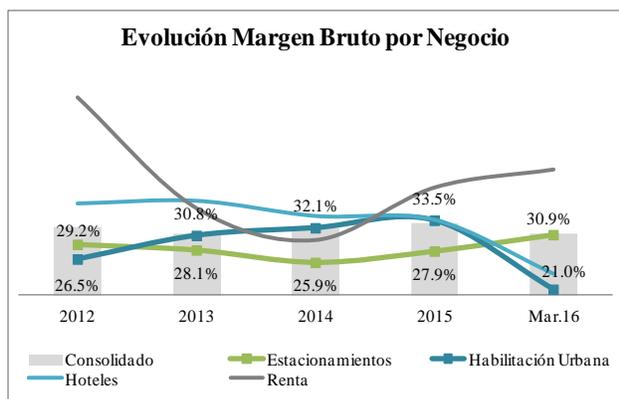


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

De acuerdo a lo señalado anteriormente, la venta de la inversión en Strip Centers del Perú S.A. se realizó dado el interés de la Compañía en concentrar los recursos en las unidades inmobiliaria, de estacionamientos y de hoteles, las que significan el 92.3% del total de ingresos al cierre de 2015.

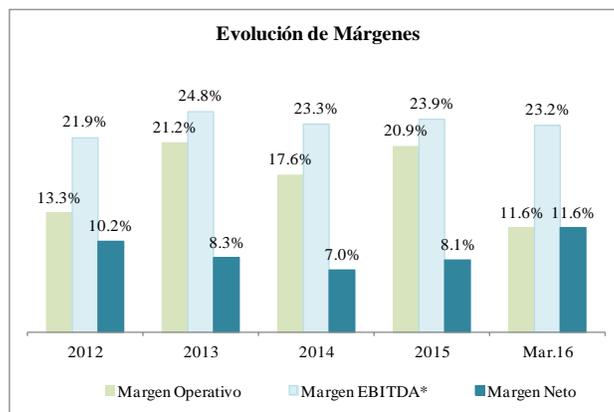
Cabe mencionar que según las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) que rigen la contabilidad de Los Portales, las ventas de la unidad inmobiliaria se reconocen en el estado de resultados una vez que se realice la entrega física del bien, por lo que suelen presentar estacionalidad a lo largo de cada año, registrando mayores ingresos hacia el último trimestre. Asimismo, los proyectos de habilitación urbana y de vivienda edificada están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, mayormente de corto plazo, lo que generó en periodos anteriores el registro de un Flujo de Caja Operativo negativo, el cual fue revertido hacia finales del año 2015 producto de los menores egresos operativos y por menores compras de terrenos. Durante el primer trimestre de 2016 se mantiene positivo.

Por otro lado, se observa al 31 de diciembre de 2015 que los negocios con un mayor margen bruto son el de Rentas y el de Hoteles, mientras que los negocios de Habilidad Urbana y de Estacionamientos presentan márgenes brutos más bajos (aunque dichos negocios son los de mayor estabilidad). Cabe señalar que el negocio que aporta en mayor medida a los resultados de Los Portales es del de Vivienda.



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

En general, tomando en cuenta que el incremento de los costos totales (+12.9%) es menor que el de ingresos (+15.1%), la utilidad bruta entre el año 2014 y el año 2015 aumenta en 20.0% y se sitúa en S/253.2 millones. El mencionado incremento de los costos de ventas es reflejo de la evolución de la actividad inmobiliaria de Los Portales, dado que se observa un incremento en el consumo de terrenos e insumos, los mismos que pasaron de S/106.1 millones a S/154.9 millones entre ejercicios.



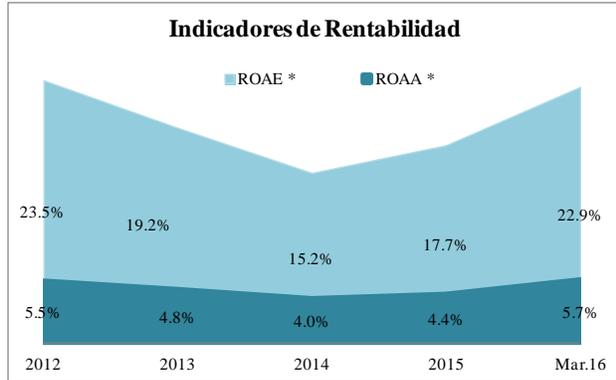
*EBITDA Ajustado (anualizado): incluye ingresos financieros por letras generadas, los mismos que son reconocidos en el Costo de Ventas. No se toman en cuenta los ingresos extraordinarios por el cambio en el Valor Razonable de terrenos.
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium.

Entre los ejercicios 2014 y 2015 el margen operativo pasó de 17.6% a 20.9%, incrementándose en S/42.7 millones. No obstante, este crecimiento incluye S/31.3 millones generados por la actualización del valor razonable de terrenos de cuenta de inversiones inmobiliarias, los mismos que en el periodo 2014 ascendieron a S/9.3 millones y se muestran en la línea de otros ingresos y gastos netos. El margen operativo sin tomar en cuenta esta partida es de 16.8% (16.2% en el ejercicio 2014).

La generación del negocio -medida a través del EBITDA Ajustado- pasó de S/155.8 millones a S/183.5 millones entre el 2014 y 2015. Es de indicar que para el cálculo de este indicador, la Compañía toma en cuenta los gastos financieros de las deudas utilizadas para financiar los proyectos de habilitación urbana, los mismos que son reconocidos como parte del costo de ventas, mas no toma en cuenta el ingreso extraordinario de S/31.3 millones por cambio en valor razonable de los terrenos en reserva.

Partiendo de un mayor resultado operativo, la utilidad neta pasa de S/46.5 millones en el 2014 a S/62.2 millones al corte de análisis, viéndose favorecido por el cambio en valor razonable de terrenos y por la ganancia neta tras la venta de asociadas por S/7.3 millones (Strip Centers del Perú S.A.), los mismos que a su vez compensan la pérdida por diferencia de cambio, la misma que se profundizó desde el segundo semestre de 2014 y que al cierre de 2015 alcanza los S/71.3 millones (S/34.6 millones al cierre de 2014), lo que expone el patrimonio de Los Portales, quien a la fecha no cuenta con instrumentos de cobertura. Es de señalar que al 31 de marzo de 2016, el efecto cambiario registra una ganancia de S/11.5 millones, siendo favorecida por la apreciación del Sol.

La mayor utilidad generada al 31 de diciembre de 2015, se ve reflejada en una mejora de los indicadores de rentabilidad, plasmado en un retorno promedio de los activos (ROAA) de 4.4%, mientras que el retorno promedio del accionista (ROAE) se sitúa en 17.7% (4.0% y 15.2% en el año 2014, respectivamente).



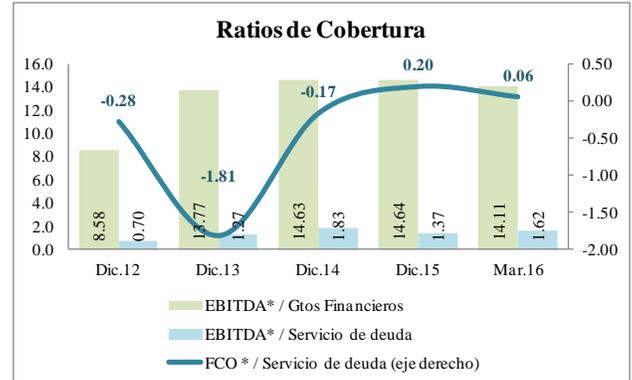
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Indicadores Financieros de Cobertura (Covenants)

Para este análisis, se consideran los siguientes indicadores:

- EBITDA Ajustado/Gastos Financieros: revela el nivel de cobertura de los intereses por la generación propia del negocio. Este indicador se mantiene en niveles adecuados desde diciembre de 2012 y en una tendencia positiva. Al cierre de 2015, este ratio se ubica en 14.64 veces (14.63 veces en el año 2014), mientras que al 31 de marzo de 2016 el ratio se situó en 14.11 veces.
- EBITDA Ajustado/Servicio de Deuda: revela la capacidad de generación en relación a las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. Desde mediados del año 2015 este indicador se ubicó muy cerca al mínimo que debe cumplir en marco de los programas de bonos titulizados del negocio inmobiliario (1.30 veces), ubicándose a diciembre de 2015 en 1.37 veces. No obstante, al 31 de marzo de 2016, el mismo mejora y se sitúa en 1.62 veces. Equilibrium espera que este indicador mantenga una tendencia que asegure el cumplimiento de los resguardos a futuro.
- Flujo de Caja Operativo (FCO)/Servicio de Deuda: revela la caja derivada de las actividades de operación del negocio en relación a las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. Producto de la mejor posición de efectivo

con la que cuenta Los Portales al cierre de 2015, este indicador se ubica en 0.20 veces, después de encontrarse en anteriores periodos estresado por el perfil de la deuda y de la posición negativa del FCO. Al 31 de marzo de 2016, el indicador se ubica en 0.06 veces, utilizando para el cálculo el Flujo de Caja Operativo Anualizado.



*EBITDA Ajustado Anualizado: incluye ingresos financieros por letras generadas, los mismos que son reconocidos en el Costo de Ventas. No se toman en cuenta los ingresos extraordinarios por el cambio en el Valor Razonable de terrenos.
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

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\$5,000.0 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 vencimiento del último cupón es el 14/02/2021.

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

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

Destino de los Recursos: Los fondos captados con la Emisión fueron utilizados para el prepago 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.

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Estado de Situación Financiera

En miles de Soles

	Dic.12	%	Dic.13	%	Dic.14	%	Mar.15	%	Dic.15	%	Mar.16	%	Var % Mar.16/Dic.15	Var % Dic.15/Dic.14
ACTIVOS														
Activo Corriente														
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	36,120	4.3%	53,429	4.9%	64,408	5.1%	47,968	3.7%	162,621	10.2%	143,854	9.2%	-11.5%	152.5%
Cuentas por Cobrar Comerciales	53,810	6.3%	68,469	6.3%	93,628	7.4%	98,364	7.6%	134,383	8.4%	132,867	8.5%	-1.1%	43.5%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	20,148	2.4%	22,417	2.1%	435	0.0%	321	0.0%	444	0.0%	561	0.0%	26.4%	2.1%
Otras Cuentas por Cobrar	12,682	1.5%	23,442	2.2%	15,011	1.2%	23,690	1.8%	33,758	2.1%	39,530	2.5%	17.1%	124.9%
Total Existencias	393,151	46.3%	471,417	43.3%	526,145	41.8%	547,992	42.1%	576,410	36.1%	546,529	35.1%	-5.2%	9.6%
Gastos Pagados por Anticipado	6,283	0.7%	8,747	0.8%	7,091	0.6%	9,097	0.7%	10,037	0.6%	15,844	1.0%	57.9%	41.5%
Total Activo Corriente	522,194	61.5%	647,921	59.5%	706,718	56.1%	727,432	55.9%	917,653	57.5%	879,185	56.5%	-4.2%	29.8%
Activo No Corriente														
Cuentas por Cobrar Comerciales a L/P	74,475	8.8%	119,108	10.9%	163,354	13.0%	172,920	13.3%	278,715	17.5%	278,818	17.9%	0.0%	70.6%
Inversiones Financieras Permanentes	3,931	0.5%	40,944	3.8%	56,143	4.5%	68,762	5.3%	15,781	1.0%	14,209	0.9%	-10.0%	-71.9%
Inversiones Inmobiliarias	101,949	12.0%	112,012	10.3%	150,703	12.0%	148,380	11.4%	189,372	11.9%	189,107	12.2%	-0.1%	25.7%
Imm. Mob. y Equipo, Neto	114,525	13.5%	134,465	12.4%	141,970	11.3%	142,355	10.9%	150,011	9.4%	151,345	9.7%	0.9%	5.7%
Intangibles, Neto	31,410	3.7%	33,660	3.1%	41,123	3.3%	41,837	3.2%	45,184	2.8%	42,551	2.7%	-5.8%	9.9%
Total Activo No Corriente	326,290	38.5%	440,189	40.5%	553,293	43.9%	574,254	44.1%	679,063	42.5%	676,030	43.5%	-0.4%	22.7%
TOTAL ACTIVOS	848,484	100.0%	1,088,110	100.0%	1,260,011	100.0%	1,301,686	100.0%	1,596,716	100.0%	1,555,215	100.0%	-2.6%	26.7%
PASIVOS														
Pasivo Corriente														
Cuentas por Pagar Comerciales	70,952	8.4%	124,494	11.4%	198,460	15.8%	182,455	14.0%	268,632	16.8%	197,376	12.7%	-26.5%	35.4%
Anticipo de Clientes	185,335	21.8%	179,061	16.5%	129,856	10.3%	165,143	12.7%	141,940	8.9%	168,268	10.8%	18.5%	9.3%
Cuentas por Pagar Relacionadas	0	0.0%	0	0.0%	6,193	0.5%	197	0.0%	10	0.0%	6	0.0%	-40.0%	-99.8%
Otras Cuentas por Pagar	34,425	4.1%	33,422	3.1%	44,853	3.6%	51,686	4.0%	34,028	2.1%	38,223	2.5%	12.3%	-24.1%
Papeles Comerciales	0	0.0%	51,149	4.7%	62,407	5.0%	64,869	5.0%	77,597	4.9%	78,418	5.0%	1.1%	24.3%
Parte Corriente Deuda Financiera L/P	121,226	14.3%	91,317	8.4%	139,534	11.1%	167,221	12.8%	122,525	7.7%	100,834	6.5%	-17.7%	-12.2%
Obligaciones con Terceros	95,454	11.2%	41,436	3.8%	30,289	2.4%	51,973	4.0%	42,163	2.6%	24,945	1.6%	-40.8%	39.2%
Bonos de Titulización	0	0.0%	10,721	1.0%	11,180	0.9%	10,194	0.8%	23,712	1.5%	22,024	1.4%	-7.1%	112.1%
Deuda Bancaria	25,772	3.0%	39,160	3.6%	98,065	7.8%	105,054	8.1%	56,650	3.5%	53,865	3.5%	-4.9%	-42.2%
Total Pasivo Corriente	411,938	48.5%	479,442	44.1%	581,303	46.1%	631,571	48.5%	644,732	40.4%	583,125	37.5%	-9.6%	10.9%
Pasivo No Corriente														
Cuentas por Pagar Comerciales	29,342	3.5%	16,245	1.5%	14,491	1.2%	19,879	1.5%	57,205	3.6%	69,347	4.5%	21.2%	294.8%
IR Diferido	20,569	2.4%	21,653	2.0%	15,025	1.2%	15,025	1.2%	27,757	1.7%	27,757	1.8%	0.0%	84.7%
Otras Cuentas por Pagar	585	0.1%	10,920	1.0%	10,920	0.9%	0	0.0%	13,115	0.8%	13,335	0.9%	1.7%	20.1%
Obligaciones Financieras	186,517	22.0%	277,749	25.5%	308,802	24.5%	322,191	24.8%	480,247	30.1%	469,014	30.2%	-2.3%	55.5%
Préstamos de Terceros	108,934	12.8%	114,612	10.5%	180,712	14.3%	199,807	15.3%	206,156	12.9%	191,495	12.3%	-7.1%	14.1%
Bonos de Titulización	0	0.0%	56,793	5.2%	51,391	4.1%	48,375	3.7%	105,063	6.6%	94,465	6.1%	-10.1%	104.4%
Deuda Bancaria	77,583	9.1%	106,344	9.8%	76,699	6.1%	74,009	5.7%	169,028	10.6%	183,054	11.8%	8.3%	120.4%
Total Pasivo No Corriente	237,013	27.9%	326,567	30.0%	349,238	27.7%	357,095	27.4%	578,324	36.2%	579,453	37.3%	0.2%	65.6%
TOTAL PASIVO	648,951	76.5%	806,010	74.1%	930,541	73.9%	988,666	76.0%	1,223,056	76.6%	1,162,578	74.8%	-4.9%	31.4%
PATRIMONIO														
Capital Social	119,634	14.1%	171,254	15.7%	171,254	13.6%	171,254	13.2%	171,254	10.7%	171,254	11.0%	0.0%	0.0%
Reserva Legal	12,535	1.5%	16,445	1.5%	21,243	1.7%	26,565	2.0%	26,565	1.7%	26,565	1.7%	0.0%	25.1%
Resultados de Conversión	0	0.0%	0	0.0%	889	0.1%	1,488	0.1%	3,461	0.2%	3,109	0.2%	-10.2%	289.3%
Resultados Acumulados	23,983	2.8%	48,064	4.4%	89,603	7.1%	113,052	8.7%	110,219	6.9%	172,380	11.1%	56.4%	23.0%
Resultados del Ejercicio	43,381	5.1%	46,337	4.3%	46,481	3.7%	661	0.1%	62,161	3.9%	19,329	1.2%	-68.9%	33.7%
TOTAL PATRIMONIO NETO	199,533	23.5%	282,100	25.9%	329,470	26.1%	313,020	24.0%	373,660	23.4%	392,637	25.2%	5.1%	13.4%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	848,484	100.0%	1,088,110	100.0%	1,260,011	100.0%	1,301,686	100.0%	1,596,716	100.0%	1,555,215	100.0%	-2.6%	26.7%

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Estado de Resultados

En miles de Soles

	Dic.12	%	Dic.13	%	Dic.14	%	Mar.15	%	Dic.15	%	Mar.16	%	Var % Mar.16/Mar.15	Var % Dic.15/Dic.14
Ingreso por Venta de Inmuebles	299,040	70.2%	411,640	74.1%	498,737	74.7%	77,976	64.2%	576,731	75.0%	116,278	70.0%	49.1%	15.6%
Ingreso por Servicios de Playas de Estacionamiento	55,283	13.0%	63,215	11.4%	74,433	11.1%	18,904	15.6%	79,118	10.3%	20,625	12.4%	9.1%	6.3%
Ingresos por Servicios Hoteleros	44,151	10.4%	47,151	8.5%	50,049	7.5%	11,199	9.2%	54,190	7.0%	10,634	6.4%	-5.0%	8.3%
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	4,164	1.0%	1,608	0.3%	1,905	0.3%	537	0.4%	2,188	0.3%	475	0.3%	-11.5%	14.9%
Ingresos Financieros	23,338	5.5%	32,007	5.8%	42,722	6.4%	12,750	10.5%	56,649	7.4%	18,038	10.9%	41.5%	32.6%
Ingresos Totales	425,976	100.0%	555,621	100.0%	667,846	100.0%	121,366	100.0%	768,876	100.0%	166,050	100.0%	36.8%	15.1%
Costo de Venta de Inmuebles	-219,820	-51.6%	-307,205	-55.3%	-367,479	-55.0%	-52,509	-43.3%	-421,293	-54.8%	-91,803	-55.3%	74.8%	14.6%
Costo por Servicios de Playa de Estacionamiento	-39,166	-9.2%	-45,432	-8.2%	-52,699	-7.9%	-13,015	-10.7%	-57,023	-7.4%	-14,251	-8.6%	9.5%	8.2%
Costo por Servicios Hoteleros	-28,062	-6.6%	-29,741	-5.4%	-32,945	-4.9%	-8,260	-6.8%	-36,050	-4.7%	-8,112	-4.9%	-1.8%	9.4%
Costo por Servicios de Renta Inmobiliaria	-1,844	-0.4%	-1,033	-0.2%	-1,333	-0.2%	-303	-0.2%	-1,324	-0.2%	-272	-0.2%	-10.2%	-0.7%
Costos Totales	-288,892	-67.8%	-383,411	-69.0%	-454,456	-68.0%	-74,087	-61.0%	-515,690	-67.1%	-114,438	-68.9%	54.5%	13.5%
Utilidad Bruta	137,084	32.2%	172,210	31.0%	213,390	32.0%	47,279	39.0%	253,186	32.9%	51,612	31.1%	9.2%	18.6%
Gastos de Administración	-56,129	-13.2%	-64,498	-11.6%	-73,301	-11.0%	-18,215	-15.0%	-79,976	-10.4%	-19,265	-11.6%	5.8%	9.1%
Gastos de Ventas	-22,127	-5.2%	-27,910	-5.0%	-37,924	-5.7%	-10,914	-9.0%	-46,693	-6.1%	-13,456	-8.1%	23.3%	23.1%
Otros Ingresos / Gastos, Neto	-2,082	-0.5%	37,994	6.8%	15,610	2.3%	720	0.6%	33,970	4.4%	438	0.3%	-39.2%	117.6%
Utilidad de Operación	56,746	13.3%	117,796	21.2%	117,775	17.6%	18,870	15.5%	160,487	20.9%	19,329	11.6%	2.4%	36.3%
Gastos Financieros	-10,852	-2.5%	-9,984	-1.8%	-10,645	-1.6%	-2,212	-1.8%	-12,538	-1.6%	-3,043	-1.8%	37.6%	17.8%
Utilidad Antes de Diferencia en Cambio	45,894	10.8%	107,812	19.4%	107,130	16.0%	16,658	13.7%	147,949	19.2%	16,286	9.8%	-2.2%	38.1%
Diferencia en Cambio	21,350	5.0%	-41,345	-7.4%	-34,623	-5.2%	-16,184	-13.3%	-71,253	-9.3%	11,542	7.0%	-171.3%	105.8%
Participación en inversiones	0	0.0%	1,228	0.2%	-3,084	-0.5%	848	0.7%	4,085	0.5%	0	0.0%	-100.0%	-232.5%
Ganancia por venta de asociada	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	7,303	0.9%	0	0.0%	-	-
Utilidad Antes de Partic. e IR	67,244	15.8%	67,695	12.2%	69,423	10.4%	1,322	1.1%	88,084	11.5%	27,828	16.8%	2005.0%	26.9%
Impuesto a la Renta	-23,863	-5.6%	-21,358	-3.8%	-22,942	-3.4%	-661	-0.5%	-25,923	-3.4%	-8,499	-5.1%	1185.8%	13.0%
Utilidad / Pérdida Neta	43,381	10.2%	46,337	8.3%	46,481	7.0%	661	0.5%	62,161	8.1%	19,329	11.6%	2824.2%	33.7%

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Indicadores

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Mar.15	Dic.15	Mar.16
Solvencia						
Pasivo / Patrimonio	3.25	2.86	2.82	3.16	3.27	2.96
Total Pasivo / Total Activo	0.76	0.74	0.74	0.76	0.77	0.75
Deuda L/P / Patrimonio	0.93	0.98	0.94	1.03	1.29	1.19
Pasivo Corriente / Total Pasivos	0.63	0.59	0.62	0.64	0.53	0.50
Deuda Financiera Neta / EBITDA* **	2.92	2.67	2.87	2.91	2.82	2.67
Deuda Financiera Neta / Patrimonio	1.36	1.30	1.35	1.62	1.39	1.28
Liquidez						
Liquidez Corriente	1.27	1.35	1.22	1.15	1.42	1.51
Prueba Acida	0.30	0.35	0.30	0.27	0.51	0.54
Capital de Trabajo	110,256	168,479	125,415	95,861	272,921	296,060
Gestión						
Gastos Adm y Vtas / Ingresos	18.4%	16.6%	16.7%	24.0%	16.5%	19.7%
Gastos Financieros / Ingresos	2.5%	1.8%	1.6%	1.8%	1.6%	1.8%
Rotación de Cobranzas	45	44	50	73	63	72
Rotación de Cuentas por Pagar	66	97	184	171	216	210
Rotación de Inventarios	490	443	417	666	402	430
Ciclo de conversión de efectivo	469	390	283	567	249	292
Rentabilidad						
Margen Bruto	32.2%	31.0%	32.0%	39.0%	32.9%	31.1%
Margen Operativo	13.3%	21.2%	17.6%	15.5%	20.9%	11.6%
Margen Neto	10.2%	8.3%	7.0%	0.5%	8.1%	11.6%
ROAE **	23.5%	19.2%	15.2%	17.3%	17.7%	22.9%
ROAA **	5.5%	4.8%	4.0%	4.2%	4.4%	5.7%
Generación **						
EBIT del Periodo (en miles de Soles)	84,834	127,879	142,889	170,129	164,269	183,099
EBITDA* (en miles de Soles)	93,076	137,521	155,753	173,935	183,546	188,644
Margen EBITDA*	21.9%	24.8%	23.3%	24.8%	23.9%	23.2%
Flujo de Caja Operativo (en miles de Soles)	-36,393	-90,749	-14,073	-30,026	26,220	6,800
Cobertura **						
EBITDA* / Servicio de deuda (veces)	0.70	2.74	1.83	1.56	1.37	1.62
EBITDA* / Gastos Financieros (veces)	8.58	13.77	14.63	17.14	14.64	14.11
FCO / Servicio de Deuda (veces)	-0.28	-1.81	-0.17	-0.27	0.20	0.06

*EBITDA Ajustado incluye ingresos financieros por letras generadas en el negocio inmobiliario (intereses capitalizables por activos calificables)

**Anualizados

Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A. Negocio Inmobiliario - 1er. Programa - 1era. Emisión

ESTADO DESITUACION FINANCIERA

(Miles S/)	Dic.13	%	Dic.14	%	Dic.15	%	Var. Dic.15/Dic.14	Var. Dic.14/Dic.13
ACTIVOS								
Activo Corriente								
Caja y bancos	15,976	17.2%	18,008	19.7%	18,788	21.0%	4.3%	12.7%
Otros	1	0.0%	11	0.0%	61	0.1%	444.5%	955.1%
Total Activo Corriente	15,977	17.2%	18,019	19.7%	18,849	21.1%	4.6%	12.8%
Activos en titulización	76,748	82.8%	73,395	80.3%	70,514	78.9%	-3.9%	-4.4%
TOTAL ACTIVO	92,725	100.0%	91,414	100.0%	89,363	100.0%	-2.2%	-1.4%
PASIVO								
Pasivo Corriente								
Cuentas por pagar	0	0.0%	9	0.0%	0	0.0%	-100.0%	-
Obligaciones por titulización	10,565	11.4%	11,023	12.1%	1,602	1.8%	-85.5%	4.3%
Total Pasivo Corriente	10,565	11.4%	11,032	12.1%	1,602	1.8%	-85.5%	4.4%
Pasivo No Corriente								
Bonos por titulización	56,773	61.2%	51,305	56.1%	58,618	65.6%	14.3%	-9.6%
Total Pasivo No Corriente	56,773	61.2%	51,305	56.1%	58,618	65.6%	14.3%	-9.6%
TOTAL PASIVO	67,339	72.6%	62,337	68.2%	60,220	67.4%	-3.4%	-7.4%
PATRIMONIO								
Título de participación	27,737	29.9%	34,965	38.2%	36,857	41.2%	5.4%	26.1%
Resultados acumulados	0	0.0%	-2,351	-2.6%	-5,888	-6.6%	150.5%	-
Resultado del ejercicio	-2,351	-2.5%	-3,538	-3.9%	-1,826	-2.0%	-48.4%	50.5%
TOTAL PATRIMONIO	25,386	27.4%	29,077	31.8%	29,143	32.6%	0.2%	14.5%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	92,725	100.0%	91,414	100.0%	89,363	100.0%	-2.2%	-1.4%

ESTADO DERESULTADOS

(Miles S/)	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Var. Dic.15/Dic.14	Var. Dic.14/Dic.13
Ingresos					
Intereses por cartera titulizada	0.00	0.00	0.00	-	-
Gastos					
Intereses por bonos de titulización	-4,309	-4,482	-4,256	-5.1%	4.0%
Gastos administrativos	-830	-1,052	-580	-44.9%	26.7%
Total Costos Operaciones	-5,139	-5,535	-4,835	-12.6%	7.7%
RESULTADO OPERACIONAL	-5,139	-5,535	-4,835	-12.6%	7.7%
Diferencia en cambio	2,760	1,960	2,968	51.4%	-29.0%
Ingresos financieros	28	37	41	10.8%	30.3%
RESULTADO DEL EJERCICIO	-2,351	-3,538	-1,826	-48.4%	50.5%

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una clasificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de clasificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una clasificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.