



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

Lima, Perú

25 de octubre 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 intermedios no auditados a junio de 2015 y a junio de 2016.

Fundamento: Luego del análisis realizado, el Comité de Clasificación de Equilibrium ratificó la categoría AA-.pe a la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Titulizados de Cuentas por Cobrar del Negocio Inmobiliario de Los Portales (en adelante Los Portales, el Originador o la Compañía).

Dicha decisión se sustenta en las características de los activos titulizados, los cuales consisten en cuentas por cobrar respaldadas por letras de cambio del negocio de habilitación urbana del Originador. Entre dichas características, se cuenta el que la Compañía mantenga la reserva de dominio sobre los inmuebles y el bajo nivel de morosidad que reporta, además de la estabilidad del negocio inmobiliario que da lugar a las cuentas por cobrar. Además, se considera que el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los Bonos Titulizados se ve favorecido por la continuidad del negocio inmobiliario del Originador, el mismo que se mantendría gracias a su posicionamiento, experiencia y *know-how*. Suma a lo anterior los mejoradores con los que cuenta la estructura de la Titulización: 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 Fidei-

cometido (PF) como al Originador. Se incorpora también en la clasificación el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, el mismo que fue constituido con el objetivo de aislar los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas de los riesgos propios del Originador.

A pesar de lo mencionado anteriormente, limita a los Bonos Titulizados contar con una mayor clasificación el descalce entre el plazo de las cuentas por cobrar cedidas (con una duración promedio de 30 meses, según indicado por la Compañía) y el plazo restante de la vida de los bonos (56 meses en promedio), 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 de 8 a 4 años aproximadamente. Del mismo modo, se incluyen las debilidades atribuibles a Los Portales, tales como su elevada palanca contable y la volatilidad de su Flujo de Caja Operativo (FCO), a lo cual se suma el limitado respaldo patrimonial que le confiere su accionista Empresas Ica S.A.B. de C.V. (participación de 50%). Cabe señalar que al 30 de junio de 2016 se observan mejoras en el indicador de palanca contable y en el nivel del FCO de los Portales, las cuales derivan de la aplicación de los lineamientos corporativos planteados para el presente ejercicio por el Originador, los

mismos que dan prioridad a la generación de caja y conlleven a una gestión ordenada de las compras de terrenos, esencial para el negocio de la Compañía. Asimismo, se incluye como limitante la exposición contable que tiene Los Portales a las fluctuaciones del tipo de cambio (pues a nivel de flujos por moneda se encuentra calzada), debiendo resaltar que al primer semestre del año en curso el resultado cambiario tiene un efecto positivo en su patrimonio.

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. Simultáneamente, 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).

De este modo, en febrero de 2013 se realizó la Primera Emisión de los bonos titulizados, teniendo como propósito utilizar los fondos obtenidos para el repago del componente de obligaciones financieras más caro del Originador: préstamos de terceros (personas naturales y fondos de inversión), pasivos de corto plazo y que devengan tasas de interés altas (13.0% aproximadamente).

Por otro lado, 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, se debe aclarar que el resguardo aplicable al PF denominado *Ratio de Garantía* exhibe un comportamiento ajustado en algunos periodos mensuales. Además, es de indicar que el resguardo aplicable al Originador que mide las veces que el EBITDA Ajustado cubre el Servicio de Deuda se ubicó muy cerca al nivel mínimo requerido (1.30 veces)

durante diciembre del año pasado (1.37 veces), por lo que se debe mantener un continuo monitoreo de este. A junio de este año el indicador en mención se ubicó en 1.85 veces.

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.

Al respecto, las operaciones que dan origen a los activos titulizados se realizan dentro del negocio *core* de Los Portales, el mismo que consiste en el desarrollo inmobiliario y que significó para el Originador ingresos por S/246.4 millones, representando el 70.4% de las ventas totales durante el primer semestre del año en curso.

Las cuentas por cobrar generadas por dicha unidad de negocio y transferidas 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. Para la transferencia al PF, las cuentas por cobrar deben contar con el pago de entre el 30% y el 40% del total del lote (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 primer semestre de este año de las cuentas por cobrar cedidas al PF fue de 0.68% en promedio (0.38% durante el ejercicio 2015).

Finalmente, el Comité de Clasificación de Equilibrium hace hincapié en que, entre los principales retos que tiene el Originador, se encuentra la necesidad de que éste presente adecuados indicadores de solvencia que permitan el cumplimiento de los resguardos financieros del Programa y que cuide su exposición al riesgo cambiario, para que ésta no afecte contablemente su posición patrimonial.

Fortalezas

1. Bajo nivel de mora relacionado a los activos titulizados, facilitado por la reserva de dominio que el Originador mantiene sobre los lotes hasta la cancelación total de las letras de cambio.
2. Continuidad del negocio inmobiliario por parte del Originador, asegurada por su expertise y *know-how*.
3. La estructura de titulización cuenta con mejoradores como resguardos aplicables tanto al Originador como al PF y una Carta Fianza.
4. Los lotes se encuentran en un patrimonio autónomo (Patrimonio Fideicometido de Inmuebles), lo que mitiga el riesgo de no pago por parte de los Clientes.

Debilidades

1. Descalce de plazos entre el tiempo que resta hasta el vencimiento de los bonos titulizados y la duración promedio de las cuentas por cobrar cedidas.
2. Aunque los resguardos financieros atribuibles al Originador se cumplen, algunos de sus indicadores financieros, como su alto apalancamiento y su exposición al riesgo cambiario, impiden durante algunos periodos que dicho cumplimiento sea holgado.
3. Ajustado cumplimiento de los resguardos financieros atribuibles al Patrimonio Fideicometido.

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 ingresos 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.

ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

Entidades Participantes

Las entidades involucradas en el presente proceso de titulación son:

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 está a cargo de la cobranza de los ingresos al PF y de la custodia de la documentación pertinente, a excepción de las letras de cambio que son custodiadas por el Banco Continental.
4. **Patrimonio Fideicometido (PF):** Patrimonio en Fideicomiso-D.Leg.861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Primer Programa – 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 – Primer Programa – Primera Emisión, en virtud del cual el Originador transfirió en fideicomiso los lotes cuyas ventas dieron 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 se generan.
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 es irrevocable, incondicionada y de realización automática.
4. **Cuenta de Excedentes:** Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del Originador, en la cual se depositan los excedentes disponibles.
5. **Cuenta de Prefondeo:** 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 cuen-

- tas 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 depositan los Ingresos (provenientes de las cuentas por cobrar cedidas) y desde la cual se atiende 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 deposita, con cargo a la Cuenta de Prefondeo, el Monto Requerido (suma de dinero necesaria para pagar una o dos cuotas del bono en cada 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 Prefondeo, 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.

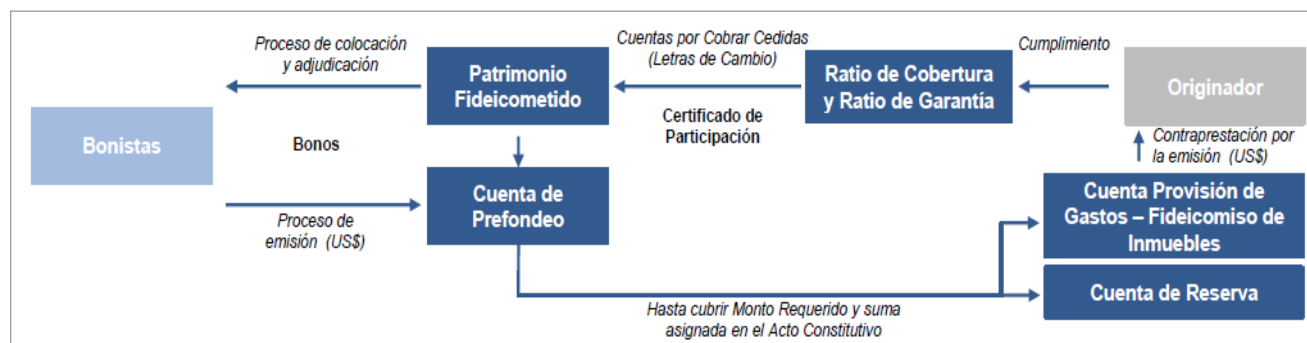
Proceso de Titulización

Según lo acordado en el Acto Constitutivo, el Fiduciario y el Originador 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 sirven para respaldar el pago de las obligaciones a cargo de éste. Dichas letras de cambio están endosadas al PF.

Asimismo, se produjo transferencia fiduciaria (transmisión real y efectiva) a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles de los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas correspondientes, siendo que en los casos en que no se finalizó el proceso de independización se transfieren los predios matrices vinculados a los lotes.

El Fiduciario, en representación del Patrimonio Fideicometido, colocó 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 Prefondeo del PF, el Fiduciario realizó los siguientes pagos en el orden citado: i) el depósito necesario para la Cuenta Reserva, ii) el depósito necesario para la Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles, y iii) el pago al Originador como 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 Prefondeo.

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 Garan-

tizada. 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: 1,707.
8. Número de Proyectos: 46.

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.

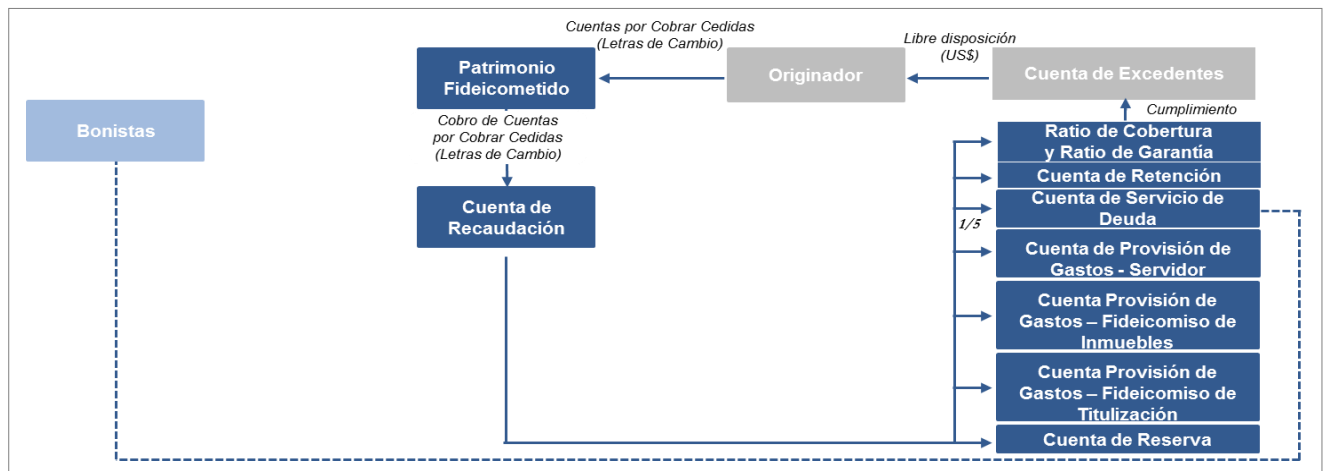
Por otro lado, en caso el Originador opte por sustituir una o más Cuentas por Cobrar Cedidas, se deberán modificar los anexos correspondientes de manera coordinada con el fiduciario del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles a efecto de mantener la armonía entre las Cuentas por Cobrar Cedidas y los Lotes y/o Inmuebles a 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 (cobranza de las Cuentas por Cobrar Cedidas). Dichos ingresos son depositados directamente en las Cuentas de Recaudación. Luego, a los 12 días de cada mes (Fecha de Medición), el Fiduciario distribuye los ingresos aplicando el siguiente mecanismo de asignación, en el orden citado:

1. Provisiona los gastos de administración del Fideicomiso de Titulización y los gastos de mantenimiento del Fideicomiso de Inmuebles.
2. 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 necesario para 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 SD, 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. El Fiduciario calcula el Ratio de Garantía y el Ratio de Cobertura, que deben ser mayores a 1.30 veces, en la Fecha de Medición. Si estos se cumplen y si el Originador desea retirar los excedentes, 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&Gagluiffi Abogados

Mecanismos de Aceleración

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

1. Incumplimiento de los Ratios de Cobertura y/o Ratio de Garantía del Patrimonio Fideicometido en la fecha de

medición, en cuyo caso 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.
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 la fecha de análisis, se cumple con ambos *covenants*, aunque se mantendrá bajo análisis el ratio de garantía, el mismo que se encontraba ajustado a marzo de 2016.

Para esta medición, aplica un periodo de cura equivalente a un semestre. En caso culmine dicho periodo y el Ratio de Cobertura y/o el Ratio de Garantía del PF no alcancen el mínimo requerido, se producirá pleno derecho a la Aceleración de los Bonos, con convocatoria a la Asamblea Especial.

- En caso que no se cumplan los resguardos 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.
EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda	- Del segundo semestre de 2014 en adelante: mayor o igual a 1.30 veces.
Deuda Financiera Neta / Patrimonio Neto	- Menor o igual a 1.65 veces.

Se debe indicar que dichos indicadores se cumplen a junio de 2016.

Si se activara este evento de incumplimiento, 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.

- 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:

- En caso el Ratio de Garantía estuviese por debajo de 1.05 veces.
- 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.
- 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.
- 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).
- 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 millón, el mayor.
- En caso se declare la nulidad de los Documentos del Programa.
- Utilización de los recursos captados para otros fines distintos a los informados.
- No entregar estados financieros trimestrales.
- 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 realizará 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.

DESCRIPCIÓN DEL FIDUCIARIO

Continental Sociedad Titulizadora S.A., Subsidiaria del BBVA Banco Continental, fue constituida en febrero de 1999. Obtuvo la autorización de funcionamiento de CONASEV (ahora SMV) mediante la resolución N° 028-99EF/94.10 del 26 de febrero de 1999 y de la SBS mediante resolución N°1228-98 de fecha 11 de diciembre de 1998. Actualmente se dedica de manera exclusiva a ejercer la función de fiduciario en procesos de titulización, así como a la adquisición de activos para constituir patrimonios fideicometidos en respaldo de la emisión de valores de contenido crediticio. Al 30 de junio de 2016, la Titulizadora administra 8 patrimonios fideicometidos:

1. Patrimonio en Fideicomiso Edificio Pardo y Aliaga D.L. 861 Título XI.
2. Patrimonio en Fideicomiso D.L. 861 Título XI Los Portales S.A. Primer Programa – Primera Emisión – Negocio Inmobiliario.
3. Patrimonio en Fideicomiso D.S. 093-2002/EF Título XI Aeropuertos del Perú.
4. Patrimonio en Fideicomiso D.L. 861 Título XI Odebrecht Inversiones Inmobiliarias – Edificio Las Palmeras.
5. Patrimonio en Fideicomiso D.L. 861, Instrumentos de Titulización Hipotecaria del BBVA Banco Continental – Primer Programa – Primera Emisión.
6. Patrimonio en Fideicomiso D.S. 093 – 2002 Título XI Concesionaria La Chira.
7. Patrimonio en Fideicomiso D.L. 861 Título XI Los Portales – Segundo Programa – Primera Emisión – Negocio Inmobiliario.
8. Patrimonio en Fideicomiso DL 861 Título XI Perú Reo Trust 2016.

Al corte de análisis, Continental Sociedad Titulizadora cuenta con activos por S/2.7 millones (S/2.4 millones a diciembre de 2015), los mismos que están compuestos principalmente por efectivo y equivalentes, rubro que representa el 76.2% del total (83.6% a dic.2015).

Para financiar sus operaciones, el Fiduciario cuenta con S/2.3 millones de Patrimonio, representando el 87.4% de sus activos (94.9% a dic.2015). A su vez, el principal componente de este es el capital social, el mismo que es equivalente a S/2.1 millones, siendo el capital mínimo fijado para las sociedades titulizadoras al 01 de enero de este año S/1.4 millones. Es de indicar que el Fiduciario cuenta con ingresos diferidos que al corte de análisis ascienden a S/291 mil.

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.B. de C.V.	49.99%
Ingenieros Civiles Asociados	0.01%

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

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.B. de C.V. cuenta con

un plan de reestructuración financiera que considera la salida de Ica de todos los negocios inmobiliarios fuera de México.

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)

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

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

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

Gerencias	
Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Juan Carlos Rubio Limón	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

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

* Desde el 01.08.2016..

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 salieron para enfocarse en las otras unidades).

➤ 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, dentro de esta unidad Los Portales desarrolla proyectos de habilitación urbana, los mismos que representan el 67.9% de los ingresos de la unidad inmobiliaria incluyendo los intereses, además de desarrollar proyectos de edificaciones (viviendas de interés social a través de programas gubernamentales como Mi Vivienda y Techo Propio y proyectos multifamiliares de vivienda), que representan el 32.1% de los ingresos de la unidad inmobiliaria.

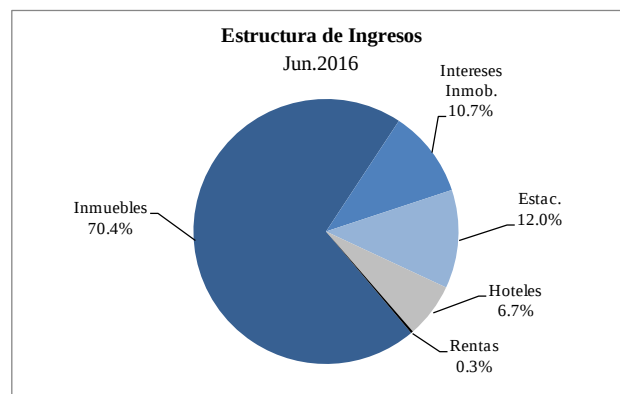
A junio de 2016, el negocio inmobiliario participa con el 81.1% de los ingresos totales de Los Portales, creciendo 37.7% en doce meses.

➤ Negocio de Estacionamientos

Con un aporte de 12.0% a los ingresos totales al primer semestre de 2016, 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 corte de evaluación, Los Portales opera 216 playas de estacionamiento.

➤ 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 30 de junio de 2016, esta unidad representa el 6.7% de los ingresos totales de la Compañía.



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

Los Portales manejó el segmento de “Rentas” hasta finales del año 2015, segmento en el que inició actividades en 2010, dedicándose a la habilitación de centros comerciales y *strip-malls* (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. A diciembre de 2015, Los Portales vendió su participación (49%) Strip Centers del Perú 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.

No obstante, Los Portales mantiene ingresos por renta de oficinas o locales comerciales del Edificio Corporativo en el que se basan sus operaciones, o en el Boulevard del Hotel Country Club Lima, de este modo, estos ingresos representan el 0.3% de los ingresos a junio de 2016.

ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO

El desempeño poco favorable de la inversión privada y su impacto en el sector construcción durante el 2015 siguen sin mostrar señales de recupero en lo que va del 2016. En el reciente reporte de inflación a setiembre del 2016, el BCRP revisó a la baja la proyección del crecimiento del sector

construcción a -0.8%, presionando el dinamismo del sector inmobiliario. La incertidumbre por las elecciones presidenciales vivida en el primer semestre frenó el accionar de los inversionistas; para el segundo semestre, se espera que las expectativas respecto al panorama del sector construcción e inmobiliario se basen en las propuestas del gobierno electo. La recuperación en los indicadores de confianza, así como la ejecución de obras en gobiernos regionales y la reversión del estancamiento de los grandes proyectos de minería e infraestructura serían los potenciales catalizadores del sector inmobiliario.

Particularmente en el mercado de oficinas, se destacó el ingreso de 7 nuevos edificios a la plaza de oficinas prime durante el primer semestre del 2016, según los reportes de Binswanger Perú, adicionalmente, se señala el ingreso de 6 nuevos edificios sub-prime en el segundo trimestre del año a la ciudad de Lima. Estas incorporaciones significaron la adición de 123,329 m² al segmento prime, incrementando el inventario de oficinas a 870,698 m². Esta expansión de la oferta no fue de la mano de una expansión de la demanda de oficinas, lo cual se tradujo en una sobreoferta incrementando notablemente la tasa de vacancia del mercado, que de acuerdo a consulta inmobiliaria fue de 27.08% al finalizar el cuarto trimestre (18.35% a diciembre 2015).

La absorción neta del mercado en el primer semestre (24,740 m²) fue significativamente menor que aquella expuesta en el primer semestre del 2015 (51,447 m²). Es de resaltar que en el primer semestre del presente año se dio un mayor ingreso de oficinas que en el primero del pasado año, lo cual también respaldaría el incremento en la tasa de vacancia. En el caso del mercado sub-prime el stock disponible al cierre del primer semestre se ubicó en 137,774 m², viéndose también incrementada la tasa de vacancia a 17.85% (14.08% a diciembre 2015) debido al excedente de oferta. En línea con lo exhibido durante el 2015, los precios de renta exhibieron un comportamiento a la baja durante el 2016. El incremento de la vacancia tuvo un impacto considerable en el precio de alquiler promedio para los edificios prime, y se acotó en 6.4% durante la primera mitad del 2016 y cerró en US\$ 17.05 /m² según Binswanger.

En el mercado de departamentos también se observa una contracción de la demanda tras el boom inmobiliario que se evidenció en los últimos años. Es así que tras 25 trimestres de crecimiento ininterrumpido en el precio promedio por metro cuadrado de departamentos, se empezó a registrar una tendencia a la baja desde el segundo trimestre del 2014. Tras un recupero en el precio en el primer trimestre del 2016, al cierre del segundo trimestre del 2016, el precio promedio de los departamentos en venta fue de US\$ 1,635 /m² según las cifras preliminares del BCRP (US\$ 1,641 m² al segundo trimestre del 2015). Esta caída en los precios (-0.41%) estaría explicada en mayor medida por el ajuste en precios del Sector Alto, el cual incluye La Molina, Miraflores, San Isidro, San Borja y Surco; al analizar únicamente el comportamiento de los precios de venta de los departamentos de este subsector, la reducción sería de 2.0% del valor. Los precios de alquiler también se vieron reducidos y en proporciones similares al desempeño del precio de venta, conllevando a

una evolución estable del ratio precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER en inglés). Este ratio muestra el número de años que se tendría que alquilar un inmueble para recuperar el valor de compra, y de acuerdo a las estimaciones del BCRP fue de 17.0 durante el segundo trimestre del presente año (17.0 en el segundo trimestre 2015).

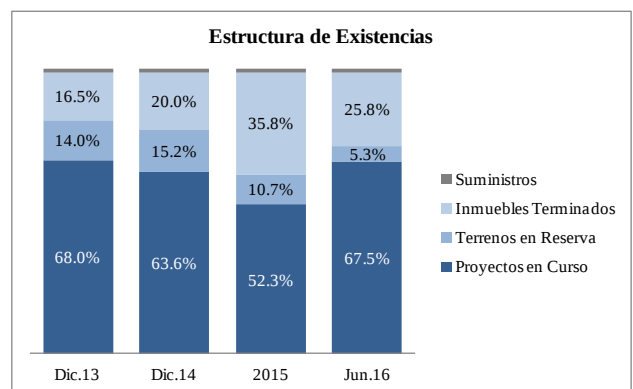
Para respaldar el desarrollo urbano, el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento ha invertido en viviendas, saneamiento y mejoramiento de barrios. Al cierre de junio del presente año, la inversión asciende a S/ 11,155 millones en agua y saneamiento y S/ 2,792 millones en mejoramiento de barrios desde agosto 2011. En el mismo periodo, mediante el programa MiVivienda se han logrado promover 228,710 viviendas, beneficiando a 1,032,931 familias. En el primer semestre del 2016 se promovieron 38,637 viviendas.

ANÁLISIS FINANCIERO LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

Activos

Los Portales cuenta con activos que ascienden a S/1,515.1 millones a junio de 2016, monto que representa una disminución de -5.1% respecto a diciembre de 2015. Esta variación se basa en el menor Efectivo y Equivalentes de Efectivo mantenidos, dadas las amortizaciones de obligaciones financieras, superando éstas los desembolsos, y generando así un movimiento neto de -S/40.3 millones en la caja. Adicionalmente, las existencias registran una disminución de 4.9% respecto a diciembre de 2015, dado un menor stock de terrenos listos para ser usados en el curso corriente en los proyectos de la Compañía.

Por su parte, las inversiones inmobiliarias disminuyen 11.8% respecto al cierre del ejercicio anterior, lo que responde al menor valor de los terrenos mantenidos como inversión, debido a su vez a dos factores: i) no se registran cambios en el valor razonable de los terrenos durante el primer semestre del año en curso, a diferencia de periodos anteriores y ii) dado que durante el primer semestre del año la Compañía lleva a cabo varios proyectos, esto implica la transferencia de terrenos en reserva a inventarios. Cabe recordar que durante el segundo semestre Los Portales es intensiva en compras de terreno, reponiendo el stock utilizado a inicios de cada proyecto.



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

El principal componente de los activos de la Compañía son las existencias, las mismas que tienen una participación de 36.2% a junio de 2016. A lo largo de los periodos analizados, éstas se concentran en proyectos en curso de desarrollo inmobiliario (67.5% a junio de 2016), los mismos que incrementaron en S/68.6 millones entre diciembre de 2015 y junio de 2016. 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.

Las existencias de Los Portales reúnen además los inmuebles terminados, con una participación de 25.8% a junio de 2016, 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 147.7 has. (175.6 has. al cierre de 2015) ubicadas en las provincias de Lima, Ica, Chiclayo y Áncash.

El segundo componente con mayor participación en los Activos de la Compañía es el rubro “Cuentas por Cobrar Comerciales”, las mismas que ascienden a S/452.7 millones a junio de 2016 (S/447.3 millones a diciembre de 2015) 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 junio de 2016, el 33.1% de las cuentas comerciales son a corto plazo.

Por otro lado, las Inversiones Inmobiliarias y los Inmuebles, Mobiliario y Equipo Netos de Depreciación son dos de los rubros más representativos de los activos no corriente, con participaciones de 11.0% y de 9.9% del total de activos a junio de 2016.

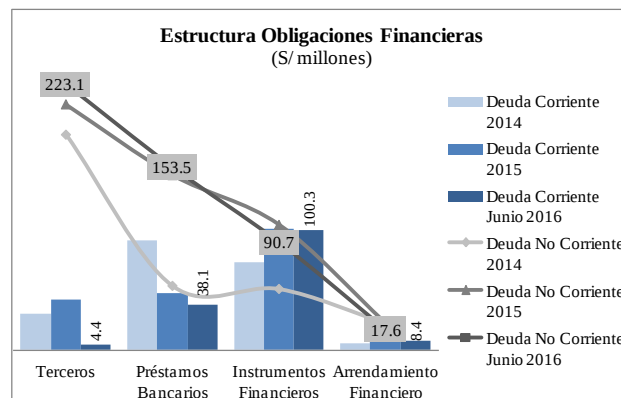
Es de señalar que las Inversiones Inmobiliarias incluyen principalmente terrenos adquiridos por Los Portales como “reserva territorial”, sobre los cuales a la fecha de análisis no se ha definido un uso y en el corto plazo no serán vendidos ni desarrollados. Estos terrenos comprenden un área total de 125.9 has. a junio de 2016 (141.3 has. a diciembre de 2015) y están distribuidos en los distritos de La Molina, Chosica-Lurigancho y Carabayllo en Lima, además de las ciudades de Piura, Ica y Chimbote.

Pasivos y Patrimonio

Al 30 de junio de 2016, los pasivos financian el 74.3% del total de activos, ascendiendo a S/1,125.8 millones, con una reducción de 8.0% respecto al cierre del año 2015, variación que es impulsada por el menor componente a corto plazo (-15.7%).

Esta disminución va acorde a los lineamientos corporativos que Los Portales planteó a finales del ejercicio 2015, los que incluían que el saldo de obligaciones financieras no incrementaría, más bien se mantendría o se reduciría. Es así que la deuda financiera, que al cierre de 2015 asciende a S/680.4 millones (55.6% de los pasivos), se reduce hasta alcanzar S/636.1 millones (56.5% de los pasivos), lo que a su vez es impulsado principalmente por la amortización de la parte

corriente de la deuda a largo plazo con terceros por un monto de S/37.7 millones.



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

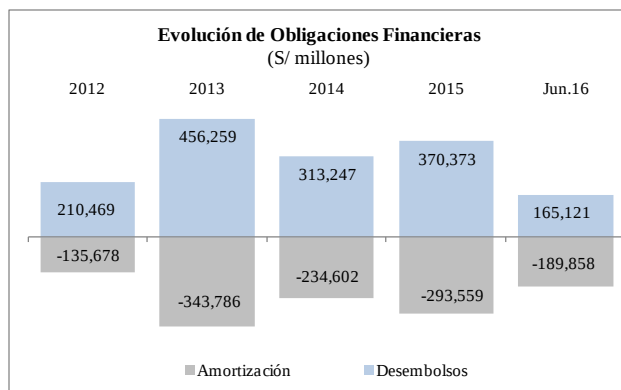
Como se puede observar en el gráfico anterior, la deuda corriente de la Compañía se concentra en instrumentos financieros, lo que incluye los papeles comerciales y la parte corriente de los Bonos de Titulización. Por su parte, la deuda no corriente se concentra en la deuda con terceros, la misma que registra un incremento de S/16.9 millones.

En cuanto a los papeles comerciales (S/77.5 millones a junio de 2016), a la fecha se encuentran vigentes las Series D, E y F de la Tercera Emisión (US\$18.0 millones en total), las mismas que fueron colocadas el 02 de septiembre, el 13 de noviembre de 2015 y el 25 de febrero de 2016, respectivamente, además de la Serie A de la Quinta Emisión (US\$6.0 millones), colocada el 13 de abril de 2016.

Por otro lado, las obligaciones con terceros corresponden a préstamos otorgados por personas naturales y fondos de inversión, representando una fuente de financiamiento con altos costos, dado que devengan a una tasa de 10.6% a junio de 2016 (10.4% en el año 2015), la misma que registra a la fecha de análisis un ligero incremento dado el mayor plazo promedio de la deuda remanente. Es de resaltar 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.

En este sentido, en el mes de febrero de 2013, bajo el Primer Programa de Bonos Titulizados se realizó la emisión de bonos por US\$25.0 millones (a una 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. Luego, bajo el Segundo Programa de Bonos Titulizados se realizó la Primera Emisión de Bonos por US\$20.1 millones el día 30 de diciembre de 2015 (a una tasa de 8.0938%), los mismos que redimen en el año 2021.

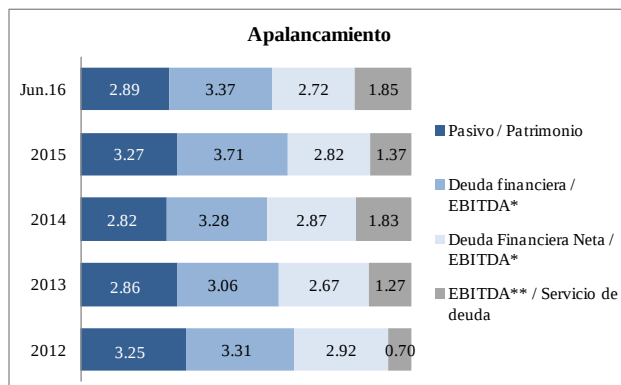
Ambas emisiones significaron que el flujo desembolsado de obligaciones financieras durante los años 2013 y 2015 fuera mayor que en ejercicios previos evaluados, según se observa en el siguiente gráfico:



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 resaltar que el monto amortizado de deuda a junio de 2016 represente el 115.0% del monto desembolsado a dicho periodo, cumpliéndose con lo proyectado para el presente año. Cabe mencionar que, durante setiembre de este año, Los Portales emitió US\$29.0 millones de deuda a través del Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Privada, cuyos fondos están destinados al reemplazo de la deuda con terceros, entre otros usos corporativos, buscando ampliar la duración promedio de sus obligaciones financieras.

Producto de la disminución de los pasivos y de las obligaciones financieras, los ratios de solvencia de la Compañía al primer y al segundo trimestre del presente año muestran mejoras frente a diciembre de 2015. De este modo, el apalancamiento contable (pasivo / patrimonio) pasa de 3.27 veces a 2.89 veces entre diciembre de 2015 y junio de 2016, a la vez que la palanca financiera (deuda financiera neta / EBITDA Ajustado) disminuye al pasar de 2.82 veces a 2.72 veces en el mismo periodo.



*EBITDA Ajustado y anualizado: incluye ingresos financieros por letras generadas, excluyendo costos financieros 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

Por su parte, el indicador de Deuda Financiera Neta / Patrimonio se sitúa en 1.32 veces al primer semestre del año en curso, luego de ubicarse en 1.39 veces al cierre del ejercicio 2015, mientras que el ratio EBITDA Ajustado/Servicio de Deuda se ubica en 1.85 veces a junio de 2016 (1.37 veces a diciembre de 2015), alejándose del límite de 1.30 veces establecido como resguardo para los dos Programas de Bonos Titulizados del Negocio Inmobiliario.

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 sostengan continuas mejoras hacia las siguientes evaluaciones, yendo de la mano con mejoras en la generación de la Compañía y con el fortalecimiento de su Patrimonio.

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, el saldo de los anticipos de clientes a junio de 2016 ascendieron a S/149.8 millones (S/141.9 millones al cierre del ejercicio 2015). Esta cuenta registró anticipos recibidos por S/106.2 millones a junio de 2015 y por S/67.7 millones a junio de 2016, mientras que los anticipos que fueron reconocidos como ingresos, pasaron de S/52.2 millones a S/59.8 millones en esos doce meses.

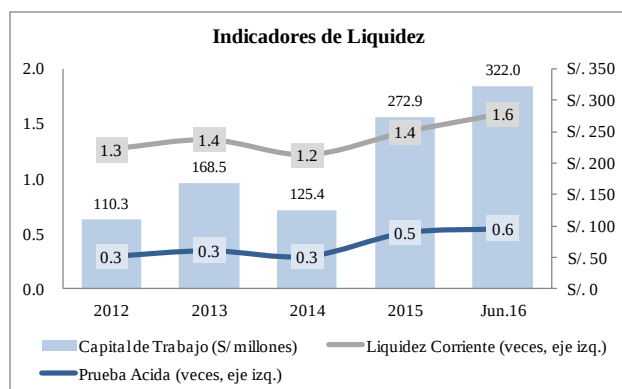
Respecto a las cuentas por pagar comerciales, éstas disminuyen 19.4% entre diciembre de 2015 y junio de 2016, toda vez que al finalizar el ejercicio anterior Los Portales presentó un mayor saldo de facturas por pagar originadas por la adquisición de terrenos, materiales y suministros de construcción, además de servicios prestados por empresas relacionadas al desarrollo de obras.

Al 30 de junio de 2016, el patrimonio representa el 25.7% de las fuentes de financiamiento de los activos (23.9% a junio de 2015), ascendiendo a S/389.4 millones, lo que implica un incremento de 17.3% en los meses en cuestión. Esta variación se sustenta en los mayores resultados alcanzados durante el primer semestre de este año (+58.0%).

Liquidez

Al primer semestre del año en curso, los activos corrientes de Los Portales disminuyen en 5.7%, no obstante, éstos incrementan 12.2% respecto a junio de 2015 gracias a los fondos obtenidos por la venta de la participación del 49.9% en Strip Centers del Perú S.A. a Parque Arauco por S/67.0 millones. Esto, acompañado de la disminución de 15.7% del pasivo corriente frente a diciembre de 2015 y de 19.3% frente a junio de 2015, permite que los indicadores de liquidez de la Compañía registren mejoras durante los doce meses evaluados.

Es así que el indicador de liquidez corriente pasa de 1.4 veces (dic.2015) a 1.6 veces (jun.2016), pasando a su vez el capital de trabajo de S/272.9 millones a S/322.0 millones.



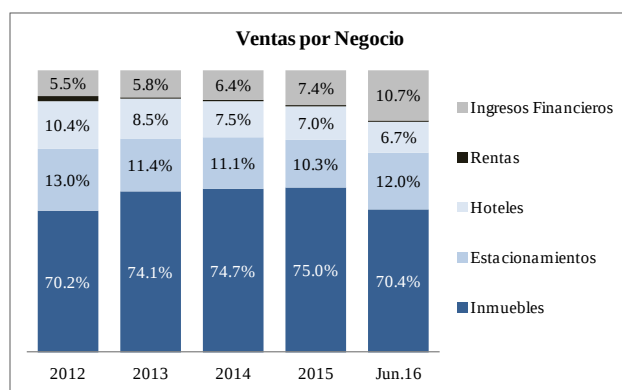
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

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

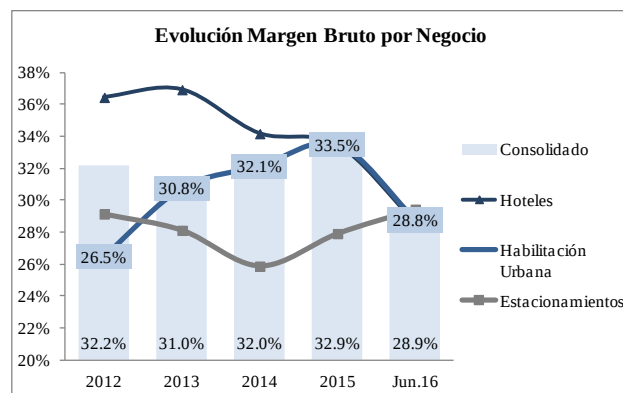
A junio de 2016, Los Portales generó ingresos que ascienden a S/350.1 millones, monto que representa un incremento interanual de 29.6%, variación que deriva de i) el crecimiento de 37.2% de las ventas del negocio inmobiliario (se debe recordar que en noviembre de 2015 se registró un pico histórico de ventas comerciales, lo que favorece el nivel de ventas del presente ejercicio) ii) el aumento de 41.1% en los ingresos financieros derivados del financiamiento directo que otorga la Compañía a sus clientes del negocio inmobiliario y iii) el incremento de 10.3% del negocio de estacionamientos. Se debe indicar que los ingresos por los Servicios Hoteleros registran una disminución de 5.9% respecto a junio de 2016.

La unidad inmobiliaria continúa siendo la principal fuente de ingresos para la Compañía, representando el 81.1% del total de las ventas al primer semestre del año en curso (incluyendo intereses generados por esta unidad). Por su parte, las unidades de Estacionamientos y Hoteles representan el 12.0% y 6.7% del total, respectivamente, acumulando junto con la unidad inmobiliaria una participación de 89.1%. En este sentido, la venta de la inversión en Strip Centers del Perú S.A. (principal negocio de la unidad Rentas) respondió al interés de la Compañía en concentrar sus recursos en las tres principales unidades.



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

Por unidades de negocio, los resultados brutos muestran que los Servicios Hoteleros registran una mayor utilidad que los negocios de Rentas e Inmobiliarios (aunque dichos negocios son los de mayor estabilidad).

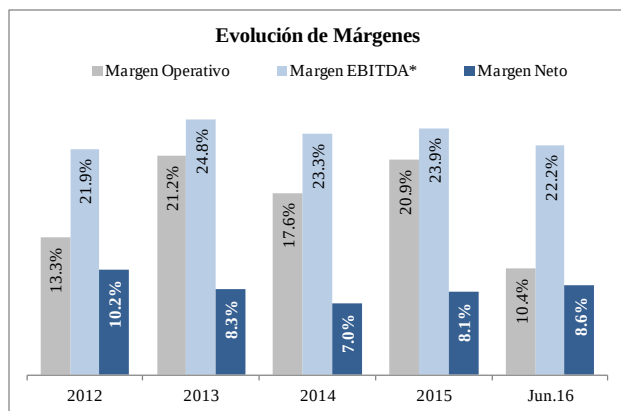


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Cabe mencionar que, según indicado por la Compañía, durante el primer semestre del ejercicio 2016 resaltaron las ventas de edificaciones, mientras que usualmente resaltan las ventas de habitación urbana (que son las que incluyen intereses financieros). Entre estas dos divisiones, las edificaciones tienen un menor margen, motivo por el que el margen bruto del negocio inmobiliario pasó de 37.3% (junio de 2015) a 28.8% (junio de 2016), lo que también repercute en el margen bruto consolidado. Es así que el margen bruto de Los Portales pasa de 35.5% (junio de 2015) a 28.9% (junio de 2016), lo que se espera que se revierta hacia finales de año, según lo indicado por Los Portales. Se debe señalar que el costo de ventas incrementa 42.9% interanual, considerando un mayor inventario inicial de inmuebles terminados (que pasa de S/105.0 millones a S/206.1 millones en los meses bajo análisis) y un mayor consumo de terrenos e insumos (que pasa de S/59.2 millones a S/80.1 millones).

Por su parte, el margen operativo registra una variación importante, al pasar de 22.2% a 10.4%, disminución que se origina en el menor resultado bruto y que además incorpora el menor componente extraordinario, que en periodos anteriores incluía el resultado por revalorización de terrenos mantenidos como inversión inmobiliaria (S/21.6 millones a junio de 2015).

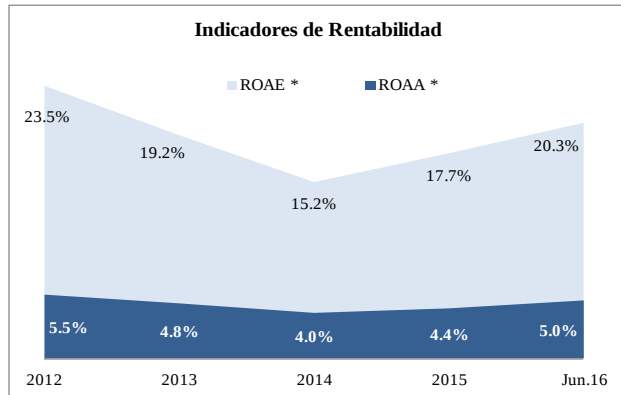
Dado que la generación del negocio medida mediante el EBITDA Ajustado y anualizado no toma en cuenta los cambios en valor razonable de terrenos en reserva, se observa una mejora en este indicador, el mismo que pasa de S/180.8 millones a S/188.7 millones entre junio de 2015 y junio de 2016. Es de mencionar que para el cálculo de este indicador, la Compañía toma en cuenta los gastos financieros de las deudas utilizadas para financiar los proyectos de habitación urbana, los mismos que son reconocidos como parte del costo de ventas.



*EBITDA Ajustado y anualizado: incluye ingresos financieros por letras generadas, excluyendo costos financieros 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

No obstante la tendencia del resultado operativo, la utilidad neta incrementa 58.0% entre semestres, viéndose favorecida por la ganancia por diferencia de cambio. Al respecto, es de indicar que entre al cierre de 2015 Los Portales registró una pérdida cambiaria que alcanzó los S/71.3 millones (S/34.6 millones al cierre de 2014), exponiendo su patrimonio. De este modo, la ganancia cambiaria registrada desde el primer trimestre del año en curso y hasta el corte de análisis por la apreciación del sol (S/14.7 millones a junio de 2016) favorece el resultado de la Compañía.



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

* Indicadores anualizados al 30 de junio de 2016

De igual manera, los indicadores promedio de rentabilidad de los activos (ROAA) y del accionista (ROAE) aumentan y se ubican en 5.0% y en 20.3% (4.4% y 17.7% a diciembre de 2015, respectivamente).

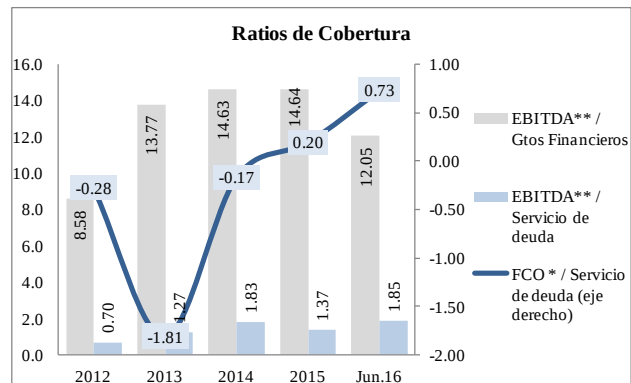
Se debe indicar que, según las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) que rigen la contabilidad de Los Portales, las ventas de la unidad inmobiliaria se reconocen en el estado de resultados una vez que se realice la entrega física del bien, por lo que suelen presentar estacionalidad 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 semestre de 2016 el FCO se mantiene positivo, y asciende a S/7.9 millones (sin anualizar).

Indicadores Financieros de Cobertura

Para este análisis, se consideran los siguientes indicadores:

- EBITDA Ajustado / Gastos Financieros: revela el nivel en que la generación propia del negocio cubre a los intereses. Este indicador se mantiene en niveles adecuados en los periodos evaluados (desde diciembre de 2012) y mantuvo una tendencia positiva hasta junio de 2015. Al primer semestre de 2016 este ratio se ubica en 12.05 veces (14.64 veces en el año 2015), respondiendo al mayor nivel de gastos financieros pagados a junio de 2016 dado el mayor saldo de deuda de a junio de 2016 frente a junio de 2015 y dada la amortización de obligaciones financieras.
- EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda: revela la capacidad de generación en relación a las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. Entre junio y diciembre 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 30 de junio de 2016, el mismo mejora y se sitúa en 1.85 veces (1.62 veces a marzo de 2016). Equilibrium espera que este indicador mantenga una tendencia que asegure el cumplimiento de los resguardos.
- Flujo de Caja Operativo (FCO) / Servicio de Deuda: revela las veces que el flujo de las actividades de operación cubren a las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. Producto de la mejor posición de efectivo con la que cuenta Los Portales desde el cierre de 2015, este indicador se ubica en 0.16 veces a junio de 2016 (0.20 veces al cierre del año anterior), después de encontrarse estresado por el perfil de la deuda y de la posición negativa del FCO en periodos anteriores.



* FCO anualizado al 30 de junio de 2016

*EBITDA Ajustado y anualizado: incluye ingresos financieros por letras generadas, excluyendo costos financieros 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

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 Los Portales S.A. (el Originador).

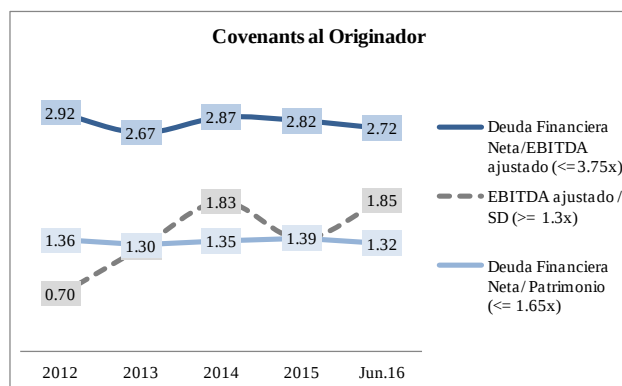
Al 30 de junio de 2016, los activos en titulización ascendieron a S/64.4 millones, correspondiendo éstos a operaciones de crédito hipotecario que derivan de financiamientos otorgados por el Originador, manteniendo una tasa de interés entre 7.0% y 16.5%. Entre las principales características de las cuentas 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.

Como se mencionó, el Primer Programa de Bonos Titulizados debe cumplir con *covenants* al Patrimonio Fideicometido y al Originador, siendo ambos grupos medidos semestralmente.

En cuanto a los resguardos aplicables a Los Portales, se observa al 30 de junio de 2016 que éstos se cumplen satisfactoriamente:

- **Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado:** Al 30 de junio de 2016 el ratio fue de 2.72 veces (debe ser menor o igual a 3.75 veces).
- **EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda:** Al 30 de junio de 2016 el ratio fue de 1.85 veces (debe ser mayor o igual a 1.30 veces).
- **Deuda Financiera Neta / Patrimonio Neto:** Al 30 de junio de 2016 el ratio fue de 1.32 (debe ser menor o igual a 1.65 veces).



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

Al corte analizado, el cumplimiento de los *covenants* al originador se ve favorecido por un menor nivel de Deuda Financiera, acompañado de un menor cargo por Servicio de

Deuda, siguiendo los lineamientos planteados por la Gerencia de la Compañía hacia finales del año pasado.

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.

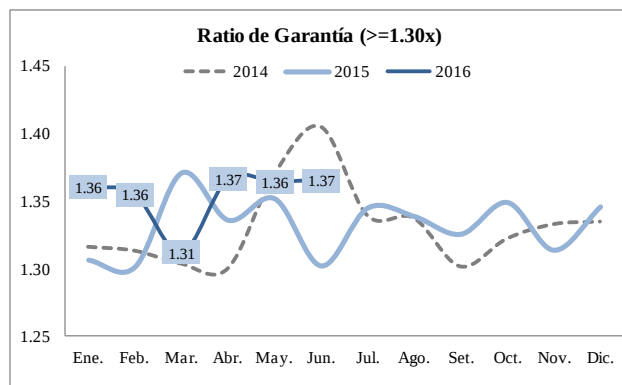
Destino de los Recursos: Los fondos captados con la Emisión fueron utilizados para el prepago de cuentas por pagar con terceros que mantenía el Originador, las cuales a la fecha de colocación de la emisión ascendían a US\$76.3 millones.

Los Bonos Titulizados bajo la Primera Emisión del Primer Programa del Negocio Inmobiliario de Los Portales cuentan al 30 de junio de 2016 con un saldo principal por pagar que asciende a US\$19.2 millones y el saldo en la cuenta de servicio de deuda es US\$1.2 millones.

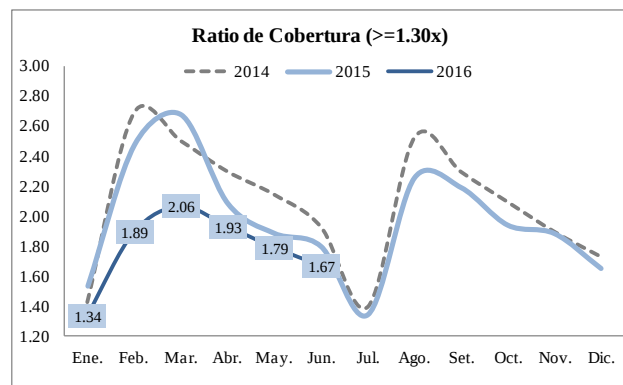
Por otro lado, entre enero y junio de 2016, la morosidad de las cuentas por cobrar cedidas al PF de la Primera Emisión fue de 0.68% en promedio.

A la fecha de análisis, los *covenants* aplicables al patrimonio y que corresponden a la Primera Emisión se cumplen satisfactoriamente, indicando el ratio de cobertura que se cuenta con los recursos suficientes para cubrir el siguiente Servicio de Deuda:

- **Ratio de Garantía:** Al 30 de junio de 2016 este ratio fue de 1.37 veces (≥ 1.30 veces).
- **Ratio de Cobertura:** Al 30 de junio de 2016, este ratio fue de 1.67 veces (≥ 1.30 veces).



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



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

Se debe aclarar que, durante algunos periodos mensuales, el cumplimiento del ratio de garantía es ajustado (como en marzo de este año).

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Estado de Situación Financiera

En miles de Soles

	Dic.12	%	Dic.13	%	Dic.14	%	Jun.15	%	Dic.15	%	Jun.16	%	Var % Jun.16/Dic.15	Var % Jun.16/Jun.15
ACTIVOS														
Activo Corriente														
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	36,120	4.3%	53,429	4.9%	64,408	5.1%	68,915	5.0%	162,621	10.2%	122,284	8.1%	-24.8%	77.4%
Cuentas por Cobrar Comerciales	53,810	6.3%	68,469	6.3%	93,628	7.4%	102,655	7.4%	134,383	8.4%	136,423	9.0%	1.5%	32.9%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	20,148	2.4%	22,417	2.1%	435	0.0%	310	0.0%	444	0.0%	768	0.1%	73.0%	147.7%
Otras Cuentas por Cobrar	12,682	1.5%	23,442	2.2%	15,011	1.2%	28,183	2.0%	33,758	2.1%	40,404	2.7%	19.7%	43.4%
Total Existencias	393,151	46.3%	471,417	43.3%	526,145	41.8%	562,497	40.5%	576,410	36.1%	548,091	36.2%	-4.9%	-2.6%
Gastos Pagados por Anticipado	6,283	0.7%	8,747	0.8%	7,091	0.6%	9,028	0.6%	10,037	0.6%	17,720	1.2%	76.5%	96.3%
Total Activo Corriente	522,194	61.5%	647,921	59.5%	706,718	56.1%	771,588	55.5%	917,653	57.5%	865,690	57.1%	-5.7%	12.2%
Activo No Corriente														
Cuentas por Cobrar Comerciales a L/P	74,475	8.8%	119,108	10.9%	163,354	13.0%	192,833	13.9%	278,715	17.5%	275,154	18.2%	-1.3%	42.7%
Inversiones Financieras Permanentes	3,931	0.5%	40,944	3.8%	56,143	4.5%	69,217	5.0%	15,781	1.0%	14,209	0.9%	-10.0%	-79.5%
Inversiones Inmobiliarias	101,949	12.0%	112,012	10.3%	150,703	12.0%	165,330	11.9%	189,372	11.9%	167,114	11.0%	-11.8%	1.1%
Inm., Mob. y Equipo, Neto	114,525	13.5%	134,465	12.4%	141,970	11.3%	147,833	10.6%	150,011	9.4%	150,345	9.9%	0.2%	1.7%
Intangibles, Neto	31,410	3.7%	33,660	3.1%	41,123	3.3%	42,369	3.0%	45,184	2.8%	42,636	2.8%	-5.6%	0.6%
Total Activo No Corriente	326,290	38.5%	440,189	40.5%	553,293	43.9%	617,582	44.5%	679,063	42.5%	649,458	42.9%	-4.4%	5.2%
TOTAL ACTIVOS	848,484	100.0%	1,088,110	100.0%	1,260,011	100.0%	1,389,170	100.0%	1,596,716	100.0%	1,515,148	100.0%	-5.1%	9.1%
PASIVOS														
Pasivo Corriente														
Cuentas por Pagar Comerciales	70,952	8.4%	124,494	11.4%	198,460	15.8%	182,919	13.2%	268,632	16.8%	206,547	13.6%	-23.1%	12.9%
Anticipo de Clientes	185,335	21.8%	179,061	16.5%	129,856	10.3%	183,914	13.2%	141,940	8.9%	149,782	9.9%	5.5%	-18.6%
Cuentas por Pagar Relacionadas	0	0.0%	0	0.0%	6,193	0.5%	3,674	0.3%	10	0.0%	3	0.0%	-70.0%	-99.9%
Otras Cuentas por Pagar	34,425	4.1%	33,422	3.1%	44,853	3.6%	50,082	3.6%	34,028	2.1%	36,157	2.4%	6.3%	-27.8%
Papeles Comerciales	0	0.0%	51,149	4.7%	62,407	5.0%	62,407	4.8%	77,597	4.9%	77,538	5.1%	-0.1%	17.1%
Parte Corriente Deuda Financiera L/P	121,226	14.3%	91,317	8.4%	139,534	11.1%	186,540	13.4%	122,525	7.7%	73,652	4.9%	-39.9%	-60.5%
Obligaciones con Terceros	95,454	11.2%	41,436	3.8%	30,289	2.4%	66,245	4.8%	42,163	2.6%	4,399	0.3%	-89.6%	-93.4%
Bonos de Titulización	0	0.0%	10,721	1.0%	11,180	0.9%	11,542	0.8%	23,712	1.5%	22,716	1.5%	-4.2%	96.8%
Deuda Bancaria	25,772	3.0%	39,160	3.6%	98,065	7.8%	108,753	7.8%	56,650	3.5%	46,537	3.1%	-17.9%	-57.2%
Total Pasivo Corriente	411,938	48.5%	479,442	44.1%	581,303	46.1%	673,321	48.5%	644,732	40.4%	543,679	35.9%	-15.7%	-19.3%
Pasivo No Corriente														
Cuentas por Pagar Comerciales	29,342	3.5%	16,245	1.5%	14,491	1.2%	6,490	0.5%	57,205	3.6%	56,226	3.7%	-1.7%	766.3%
IR Diferido	20,569	2.4%	21,653	2.0%	15,025	1.2%	21,370	1.5%	27,757	1.7%	29,780	2.0%	7.3%	39.4%
Otras Cuentas por Pagar	585	0.1%	10,920	1.0%	10,920	0.9%	10,920	0.8%	13,115	0.8%	11,120	0.7%	-15.2%	1.8%
Obligaciones Financieras	186,517	22.0%	277,749	25.5%	308,802	24.5%	345,114	24.8%	480,247	30.1%	484,954	32.0%	1.0%	40.5%
Préstamos de Terceros	108,934	12.8%	114,612	10.5%	180,712	14.3%	221,137	15.9%	206,156	12.9%	223,091	14.7%	8.2%	0.9%
Bonos de Titulización	0	0.0%	56,793	5.2%	51,391	4.1%	49,578	3.6%	105,063	6.6%	90,690	6.0%	-13.7%	82.9%
Deuda Bancaria	77,583	9.1%	106,344	9.8%	76,699	6.1%	74,399	5.4%	169,028	10.6%	171,173	11.3%	1.3%	130.1%
Total Pasivo No Corriente	237,013	27.9%	326,567	30.0%	349,238	27.7%	383,894	27.6%	578,324	36.2%	582,080	38.4%	0.6%	51.6%
TOTAL PASIVO	648,951	76.5%	806,010	74.1%	930,541	73.9%	1,057,215	76.1%	1,223,056	76.6%	1,125,759	74.3%	-8.0%	6.5%
PATRIMONIO														
Capital Social	119,634	14.1%	171,254	15.7%	171,254	13.6%	171,254	12.3%	171,254	10.7%	171,254	11.3%	0.0%	0.0%
Reserva Legal	12,535	1.5%	16,445	1.5%	21,243	1.7%	26,565	1.9%	26,565	1.7%	31,876	2.1%	20.0%	20.0%
Resultados de Conversión	0	0.0%	0	0.0%	889	0.1%	1,964	0.1%	3,461	0.2%	2,976	0.2%	-14.0%	51.5%
Resultados Acumulados	23,983	2.8%	48,064	4.4%	89,603	7.1%	113,052	8.1%	110,219	6.9%	153,069	10.1%	38.9%	35.4%
Resultados del Ejercicio	43,381	5.1%	46,337	4.3%	46,481	3.7%	19,120	1.4%	62,161	3.9%	30,214	2.0%	-51.4%	58.0%
TOTAL PATRIMONIO NETO	199,533	23.5%	282,100	25.9%	329,470	26.1%	331,955	23.9%	373,660	23.4%	389,389	25.7%	4.2%	17.3%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	848,484	100.0%	1,088,110	100.0%	1,260,011	100.0%	1,389,170	100.0%	1,596,716	100.0%	1,515,148	100.0%	-5.1%	9.1%

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Estado de Resultados

En miles de Soles

	Dic.12	%	Dic.13	%	Dic.14	%	Jun.15	%	Dic.15	%	Jun.16	%	Var % Jun.16/Jun.15	Var % Dic.15/Dic.14
Ingreso por Venta de Inmuebles	299,040	70.2%	411,640	74.1%	498,737	74.7%	179,686	66.5%	576,731	75.0%	246,444	70.4%	37.2%	15.6%
Ingreso por Servicios de Playas de Estacionamiento	55,283	13.0%	63,215	11.4%	74,433	11.1%	38,177	14.1%	79,118	10.3%	42,097	12.0%	10.3%	6.3%
Ingresos por Servicios Hoteleros	44,151	10.4%	47,151	8.5%	50,049	7.5%	24,835	9.2%	54,190	7.0%	23,366	6.7%	-5.9%	8.3%
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	4,164	1.0%	1,608	0.3%	1,905	0.3%	1,078	0.4%	2,188	0.3%	944	0.3%	-12.4%	14.9%
Ingresos Financieros	23,338	5.5%	32,007	5.8%	42,722	6.4%	26,428	9.8%	56,649	7.4%	37,292	10.7%	41.1%	32.6%
Ingresos Totales	425,976	100.0%	555,621	100.0%	667,846	100.0%	270,204	100.0%	768,876	100.0%	350,143	100.0%	29.6%	15.1%
Costo de Venta de Inmuebles	-219,820	-51.6%	-307,205	-55.3%	-367,479	-55.0%	-129,318	-47.9%	-421,293	-54.8%	-202,096	-57.7%	56.3%	14.6%
Costo por Servicios de Playa de Estacionamiento	-39,166	-9.2%	-45,432	-8.2%	-52,699	-7.9%	-27,001	-10.0%	-57,023	-7.4%	-29,699	-8.5%	10.0%	8.2%
Costo por Servicios Hoteleros	-28,062	-6.6%	-29,741	-5.4%	-32,945	-4.9%	-17,327	-6.4%	-36,050	-4.7%	-16,679	-4.8%	-3.7%	9.4%
Costo por Servicios de Renta Inmobiliaria	-1,844	-0.4%	-1,033	-0.2%	-1,333	-0.2%	-608	-0.2%	-1,324	-0.2%	-544	-0.2%	-10.5%	-0.7%
Costos Totales	-288,892	-67.8%	-383,411	-69.0%	-454,456	-68.0%	-174,254	-64.5%	-515,690	-67.1%	-249,018	-71.1%	42.9%	13.5%
Utilidad Bruta	137,084	32.2%	172,210	31.0%	213,390	32.0%	95,950	35.5%	253,186	32.9%	101,125	28.9%	5.4%	18.6%
Gastos de Administración	-56,129	-13.2%	-64,498	-11.6%	-73,301	-11.0%	-38,935	-14.4%	-79,976	-10.4%	-41,015	-11.7%	5.3%	9.1%
Gastos de Ventas	-22,127	-5.2%	-27,910	-5.0%	-37,924	-5.7%	-21,218	-7.9%	-46,693	-6.1%	-24,874	-7.1%	17.2%	23.1%
Otros Ingresos / Gastos, Neto	-2,082	-0.5%	37,994	6.8%	15,610	2.3%	24,100	8.9%	33,970	4.4%	1,014	0.3%	-95.8%	117.6%
Utilidad de Operación	56,746	13.3%	117,796	21.2%	117,775	17.6%	59,897	22.2%	160,487	20.9%	36,250	10.4%	-39.5%	36.3%
Gastos Financieros	-10,852	-2.5%	-9,984	-1.8%	-10,645	-1.6%	-4,709	-1.7%	-12,538	-1.6%	-7,825	-2.2%	66.2%	17.8%
Utilidad Antes de Diferencia en Cambio	45,894	10.8%	107,812	19.4%	107,130	16.0%	55,188	20.4%	147,949	19.2%	28,425	8.1%	-48.5%	38.1%
Diferencia en Cambio	21,350	5.0%	-41,345	-7.4%	-34,623	-5.2%	-29,279	-10.8%	-71,253	-9.3%	14,659	4.2%	-150.1%	105.8%
Participación en inversiones	0	0.0%	1,228	0.2%	-3,084	-0.5%	1,591	0.6%	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%	27,500	10.2%	88,084	11.5%	43,084	12.3%	56.7%	26.9%
Impuesto a la Renta	-23,863	-5.6%	-21,358	-3.8%	-22,942	-3.4%	-8,380	-3.1%	-25,923	-3.4%	-12,870	-3.7%	53.6%	13.0%
Utilidad / Pérdida Neta	43,381	10.2%	46,337	8.3%	46,481	7.0%	19,120	7.1%	62,161	8.1%	30,214	8.6%	58.0%	33.7%

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Indicadores

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Jun.15	Dic.15	Jun.16
Solvencia						
Pasivo / Patrimonio	3.25	2.86	2.82	3.18	3.27	2.89
Total Pasivo / Total Activo	0.76	0.74	0.74	0.76	0.77	0.74
Deuda L/P / Patrimonio	0.93	0.98	0.94	1.04	1.29	1.25
Pasivo Corriente / Total Pasivos	0.63	0.59	0.62	0.64	0.53	0.48
Deuda Financiera Neta / EBITDA* (<=3.75x) ***	2.92	2.67	2.87	2.93	2.82	2.72
Deuda Financiera Neta / Patrimonio (<=1.65x) ***	1.36	1.30	1.35	1.59	1.39	1.32
Liquidez						
Liquidez Corriente	1.27	1.35	1.22	1.15	1.42	1.59
Prueba Acida	0.30	0.35	0.30	0.30	0.51	0.55
Capital de Trabajo	110,256	168,479	125,415	98,267	272,921	322,011
Gestión						
Gastos Adm y Vtas / Ingresos	18.4%	16.6%	16.7%	22.3%	16.5%	18.8%
Gastos Financieros / Ingresos	2.5%	1.8%	1.6%	1.7%	1.6%	2.2%
Rotación de Cobranzas	45	44	50	68	63	70
Rotación de Cuentas por Pagar	66	97	140	156	171	168
Rotación de Inventarios	490	443	417	581	402	396
Ciclo de conversión de efectivo	469	390	327	493	294	298
Rentabilidad						
Margen Bruto	32.2%	31.0%	32.0%	35.5%	32.9%	28.9%
Margen Operativo	13.3%	21.2%	17.6%	22.2%	20.9%	10.4%
Margen Neto	10.2%	8.3%	7.0%	7.1%	8.1%	8.6%
ROAE **	23.5%	19.2%	15.2%	18.8%	17.7%	20.3%
ROAA **	5.5%	4.8%	4.0%	4.6%	4.4%	5.0%
Generación **						
EBIT del Periodo (en miles de Soles)	84,834	127,879	142,889	172,005	164,269	177,836
EBITDA* (en miles de Soles)	93,076	137,521	155,753	180,819	183,546	188,659
Margen EBITDA*	21.9%	24.8%	23.3%	24.6%	23.9%	22.2%
Flujo de Caja Operativo (en miles de Soles)	-36,393	-90,749	-14,073	-57,159	26,220	74,897
Cobertura **						
EBITDA* / Servicio de deuda (veces) (>=1.30x)***	0.70	2.74	1.83	1.37	1.37	1.85
EBITDA* / Gastos Financieros (veces)	8.58	13.77	14.63	18.69	14.64	12.05
FCO / Servicio de Deuda (veces)	-0.28	-1.81	-0.17	-0.43	0.20	0.73

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

**Anualizados

*** Covenants al Originador

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

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA

(Miles \$/)

	Dic.13	%	Dic.14	%	Jun.15	%	Dic.15	%	Jun.16	%	Var. Jun.16/Dic.15	Var. Jun.16/Jun.1
ACTIVOS												
Caja y bancos	15,976	17.2%	18,008	19.7%	18,606	20.4%	18,788	21.0%	17,747	21.6%	-5.5%	-4.6%
Otros	1	0.0%	11	0.0%	59	0.1%	61	0.1%	178	0.2%	192.0%	201.7%
Total Activo Corriente	15,977	17.2%	18,019	19.7%	18,665	20.5%	18,849	21.1%	17,925	21.8%	-4.9%	-4.0%
Activos en titulización	76,748	82.8%	73,395	80.3%	72,606	79.5%	70,514	78.9%	64,402	78.2%	-8.7%	-11.3%
TOTAL ACTIVO	92,725	100.0%	91,414	100.0%	91,271	100.0%	89,363	100.0%	82,327	100.0%	-7.9%	-9.8%
PASIVO												
Cuentas por pagar	0	0.0%	9	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	-	-
Obligaciones por titulización	10,565	11.4%	11,023	12.1%	1,847	2.0%	1,602	1.8%	1,405	1.7%	-12.3%	-23.9%
Total Pasivo Corriente	10,565	11.4%	11,032	12.1%	1,847	2.0%	1,602	1.8%	1,405	1.7%	-12.3%	-23.9%
Bonos por titulización	56,773	61.2%	51,305	56.1%	59,560	65.3%	58,618	65.6%	51,391	62.4%	-12.3%	-13.7%
Total Pasivo No Corriente	56,773	61.2%	51,305	56.1%	59,560	65.3%	58,618	65.6%	51,391	62.4%	-12.3%	-13.7%
TOTAL PASIVO	67,339	72.6%	62,337	68.2%	61,407	67.3%	60,220	67.4%	52,796	64.1%	-12.3%	-14.0%
PATRIMONIO												
Título de participación	27,737	29.9%	34,965	38.2%	44,757	49.0%	36,857	41.2%	40,382	49.1%	9.6%	-9.8%
Resultados acumulados	0	0.0%	-2,351	-2.6%	-14,893	-16.3%	-5,888	-6.6%	-7,714	-9.4%	31.0%	-48.2%
Resultado del ejercicio	-2,351	-2.5%	-3,538	-3.9%	0	0.0%	-1,826	-2.0%	-3,137	-3.8%	71.8%	-
TOTAL PATRIMONIO	25,386	27.4%	29,077	31.8%	29,864	32.7%	29,143	32.6%	29,531	35.9%	1.3%	-1.1%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	92,725	100.0%	91,414	100.0%	91,271	100.0%	89,363	100.0%	82,327	100.0%	-7.9%	-9.8%

ESTADO DE RESULTADOS

(Miles \$/)

	Dic.13	Dic.14	Jun.15	Dic.15	Jun.16	Var. Jun.16/Jun.1	Var. Dic.15/Dic.14
Ingresos							
Intereses por cartera titulizada	0	0	0	0	0	-	-
Gastos							
Intereses por bonos de titulización	-4,309	-4,482	-2,360	-4,256	-1,986	-15.8%	-5.1%
Gastos administrativos	-830	-1,052	-422	-580	-237	-43.8%	-44.9%
Total Costos Operaciones	-5,139	-5,535	-2,782	-4,835	-2,223	-20.1%	-12.6%
RESULTADO OPERACIONAL	-5,139	-5,535	-2,782	-4,835	-2,223	-20.1%	-12.6%
Diferencia en cambio	2,760	1,960	-796	2,968	-934	17.3%	51.4%
Ingresos financieros	28	37	20	41	20	0.0%	10.8%
RESULTADO DEL EJERCICIO	-2,351	-3,538	-3,558	-1,826	-3,137	-11.8%	-48.4%

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, COMERCIALIZABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.