



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

Lima, Perú

23 de noviembre de 2015

Clasificación	Categoría	Definición de Categoría
Segundo 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”

“El presente Informe de Clasificación es de uso privado y no podrá ser revelado a terceros por parte del Emisor, sin el consentimiento y sin la autorización de Equilibrium y hasta su inscripción en el Registro Público de Mercado de Valores. A pesar de lo indicado, si el Emisor revela la clasificación asignada, dará lugar al incumplimiento del Contrato y EQUILIBRIUM automáticamente no tendrá ninguna responsabilidad que pueda surgir como consecuencia del conocimiento público de la clasificación preliminar que pueda realizar el Emisor y deberá indemnizar a EQUILIBRIUM por cualquier daño que pueda sufrir como consecuencia de ello.”

Originador:	Los Portales S.A.
Emisor:	Patrimonio en Fideicomiso–D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A.- Negocio Inmobiliario – Segundo 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 Nuevos Soles
Primera Emisión:	US\$25 millones o su equivalente en nuevos soles a un plazo de 6 años

Historia de Clasificación: Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A.- Negocio Inmobiliario Primera Emisión → AA-.pe (otorgado el 16.09.2015).

Para la presente clasificación se ha utilizado el modelo económico financiero sobre los flujos del Originador, el Acto Constitutivo del Fideicomiso de Titulización correspondiente al Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. - Negocio Inmobiliario, el Acto Constitutivo de Fideicomiso de Garantía de Inmueble, el Contrato Marco para la Constitución de Fideicomisos de Titulización, el Prospecto Marco del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A.- Negocio Inmobiliario, el Prospecto Complementario de la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario y los estados financieros auditados del Originador correspondientes a los años 2011, 2012, 2013 y 2014 así como estados financieros no auditados al cierre de septiembre de 2014 y de 2015.

Fundamento. Luego de la respectiva evaluación, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió ratificar la categoría AA-.pe a la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario.

La clasificación asignada considera la naturaleza de las cuentas por cobrar titulizadas, las mismas que están respaldadas por letras de cambio originadas en el negocio de habilitación urbana de Los Portales S.A. (en adelante Los Portales o el Originador). Las letras de cambio corresponden a lotes cuyo precio se encuentra cancelado entre un 30% y 40% -no siendo esto una obligación que figure en los documentos de titulización-, manteniendo el Originador reserva de dominio sobre los mismos. Además, soporta la clasificación la estructura de la titulización, la cual cuenta con los siguientes mejoradores: i) Cuenta Reserva, que tendrá un saldo equivalente a la siguiente cuota a pagar, ii) resguardos atribuibles al Patrimonio Fideicometido (PF) y al Originador y iii) Patrimonio Fideicometido de Inmuebles,

cuyo objetivo es asegurar la conclusión del proceso de recepción de obras de habilitación urbana e independización registral y municipal de los mismos. Además, se considera la estabilidad del negocio inmobiliario desarrollado por Los Portales y sus proyecciones de crecimiento.

No obstante lo anterior, limita la clasificación el crecimiento de los indicadores de apalancamiento del Originador, producto del mayor endeudamiento, principalmente a través de préstamos con terceros. Siendo así, se observa un constante ajuste de los indicadores de liquidez, toda vez que el crecimiento de las obligaciones financieras es mayor en el corto plazo en la mayoría de periodos analizados. Se considera también la variabilidad del flujo de caja operativo durante los últimos ejercicios (que a la fecha analizada fue negativo), lo que deriva de una mayor compra de terrenos y acumulación de cuentas por cobrar comerciales.

Asimismo, la clasificación recoge la exposición que tiene Los Portales a las fluctuaciones del tipo de cambio, las que continúan impactando los resultados y -por consiguiente- el

patrimonio en el año 2014 y a septiembre de 2015, mas no los flujos de caja (que se registran principalmente en moneda extranjera).

Los Portales S.A. se constituyó en Lima en 1996 bajo la razón social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., cambiando su razón social a Los Portales S.A. en febrero de 2000. Desarrolla sus actividades a través de cuatro líneas de negocio: venta de desarrollos inmobiliarios, playas de estacionamiento, hoteles y rentas. Sus accionistas son GR Holding S.A. (Grupo Raffo) y Constructora ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México, con 50% de participación cada uno.

Con el propósito de mejorar la estructura de fondeo, el Originador espera concretar esta emisión para incrementar el plazo promedio de su deuda, ya que el crecimiento ha estado fondeado principalmente con deuda de corto plazo desde hace dos años. En tal sentido, la emisión bajo el Segundo Programa de Bonos Titulizados busca repagar deuda con terceros, la misma que presenta plazos de vencimiento más cortos y tasas de interés más altas. Como parte de la estructura de la titulización se constituirá un Patrimonio Fideicometido denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa - Primera Emisión”, mediante la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas y respaldadas por las letras de cambio (endosadas al PF), que servirán para atender el pago de las obligaciones a cargo de éste. Asimismo, se realizará la transferencia fiduciaria a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles de los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas, mientras que en los casos en que no se haya finalizado el proceso de independización, serán transferidos los predios matrices vinculados a los lotes. La estructura de la titulización considera *covenants* (resguardos financieros) que aplican al Patrimonio Fideicometido (Ratio de Garantía y Ratio de Cobertura mayor o igual a 1.30 veces), los mismos que son detallados en la página 7 del presente informe. Resulta importante que el Originador reemplace las cuentas por cobrar que son canceladas por los clientes y, por ende, retiradas del PF, a fin de lograr que las coberturas se ubiquen en niveles adecuados y mantener el calce entre el vencimiento de los bonos y dichas cuentas.

El nivel de ingresos de Los Portales registrado al 30 de septiembre de 2015 asciende a S/.466.9 millones, monto que deriva de la Venta de Desarrollos Inmobiliarios en un 70.2% -negocio que soporta la presente titulización-. Se debe mencionar que un 8.7% de los ingresos corresponden a intereses por letras de cambio, provenientes de la facultad que otorga Los Portales a sus clientes para diferir el pago de

la compra de lotes de Habilitación Urbana en cuotas mensuales de hasta 72 meses. Como se mencionó, el negocio de habilitación urbana presenta cierta estabilidad y registra un crecimiento interanual de 32.6% a septiembre de 2015.

Se debe indicar que la venta de inmuebles y los proyectos de vivienda edificada están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, mayormente de corto plazo. Mientras estos ingresos no puedan ser reconocidos como ingresos por ventas (son reconocidos una vez se lleva a cabo la entrega simbólica del lote vendido), son registrados como anticipos de clientes en el pasivo del Estado de Situación.

Si bien los costos totales aumentaron 23.1% entre septiembre de 2014 y 2015, dicho crecimiento fue menor al presentado por los ingresos, lo que resultó en un avance de 35.9% en el resultado bruto al cierre de septiembre de 2015, el mismo que ascendió a S/.159.3 millones. La variación positiva en la utilidad bruta, sumada al ingreso por la actualización del valor razonable de inversiones en terrenos, derivaron en un crecimiento de la utilidad operativa de 90.5% entre los meses analizados, tras lo cual el margen operativo se situó en 20.0%. De no considerar el ingreso extraordinario mencionado, el margen operativo se ubicaría en 15.4%. Por otro lado, la pérdida por diferencia en cambio por S/.41.5 millones (S/.19.3 millones registrados a septiembre de 2014) resta al resultado bruto y operativo del Originador, afectando al resultado neto y, por ende, al patrimonio de Los Portales. Es así que el margen neto asciende a 7.0% (4.0% a septiembre de 2014), incluyendo el ingreso por la actualización del valor razonable de inversiones (terrenos).

Finalmente, Equilibrium considera que la capacidad de observancia del Patrimonio en Fideicomiso con las obligaciones de bonos titulizados en el plazo pactado, se ve favorecida por la experiencia y la capacidad de generación en la unidad inmobiliaria del negocio de Los Portales. No obstante, el continuo incremento de las obligaciones financieras de corto plazo del Originador (y la depreciación de la moneda funcional, el Nuevo Sol) presionan los ratios de apalancamiento y liquidez, lo que eventualmente podría afectar la capacidad de generación de nuevas cuentas por cobrar del Originador o conllevar a presionar los resguardos financieros, detallados en los contratos de la titulización, por lo que dichos ratios seguirán siendo monitoreados por la Clasificadora. En tal sentido, se espera una mejora de dichos indicadores, especialmente el de Deuda Financiera Neta / Patrimonio cuyo nivel de 1.59 veces se encuentra muy cerca del límite de 1.65 veces establecido, y de los flujos de caja operativos, a fin de evitar mayores deterioros que puedan afectar la clasificación asignada.

Fortalezas

1. *Expertise y know how* del negocio inmobiliario por parte del Originador.
2. Se mitiga el riesgo de no pago por parte de los Clientes del Originador al transferir en fideicomiso los lotes asociados a las cuentas por cobrar cedidas a un patrimonio autónomo.
3. El Originador mantiene la reserva de dominio sobre los lotes hasta cancelación de la totalidad de las letras de cambio.
4. Lotes vinculados a las cuentas por cobrar cuentan con resolución de habilitación urbana y conformidad de obra de servicios que certifican la culminación de las obras, así como la entrega del lote a los Clientes o puesto a su disposición.

Debilidades

1. Perfil de deuda del Originador persiste en la alta exposición a corto plazo, en gran medida por préstamos de terceros.
2. Indicadores de liquidez registran tendencia a la baja.
3. Tendencia creciente de los niveles de endeudamiento.
4. Exposición al riesgo cambiario.

Oportunidades

1. Dinamismo del sector inmobiliario en provincias de Perú.
2. Demanda de los segmentos B2 – C1 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, el Originador 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 S.A. 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 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. Los Portales S.A. desarrolla sus actividades a través de cuatro líneas de negocio: de desarrollo inmobiliario, administración de playas de estacionamiento, hoteles y rentas. La unidad inmobiliaria incluye proyectos de habilitación urbana, de viviendas, sociales, multifamiliares y de segundas viviendas de playa y campo.
2. Fiduciario: Continental Sociedad Titulizadora S.A., sociedad titulizadora autorizada para funcionar como tal mediante Resolución CONASEV 028 – 99 – EF/94.10.
3. Servidor: El Originador o cualquier servidor sustituto, 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): Cada patrimonio fideicometido se denominará “Patrimonio en Fideicomiso-D.Leg.861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa” e indicará el número de emisión.
5. Patrimonio Fideicometido de Inmuebles: Cada patrimonio fideicometido de inmuebles se denominará “Patrimonio en Fideicomiso Bancario – Ley 26702, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa” e indicará el número de emisión, en virtud de los que el Originador transferirá en fideicomiso los lotes cuyas ventas han dado lugar a las cuentas por cobrar cedidas transferidas al PF.
6. Agentes Colocadores: La colocación de los bonos titulizados está a cargo de Continental Bolsa S.A.B. S.A. y BTG Pactual Perú S.A. S.A.B.

Componentes de la Estructura

1. Activos del Patrimonio Fideicometido de Titulación: El PF estará conformado por un conjunto de cuentas por cobrar cedidas por el Originador y respaldadas por letras de cambio, así como por 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: Estará 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. Cuenta de Profondeo: Cuenta de ahorros abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, en la cual se depositará el importe recaudado como resultado de la colocación de los bonos. La cuenta atenderá:
 - 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.
4. Cuenta de Recaudación: Cuenta de ahorros 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.
 5. Cuenta de Reserva: Cuenta de ahorros abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, en la cual el Fiduciario depositará, con cargo a la Cuenta de Profondeo, el Monto Requerido (suma de dinero necesaria para pagar una cuota del bono en la próxima fecha de pago).
 6. Cuenta de Provisión de Gastos – Comisión del Servidor: Cuenta de ahorros abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, en caso de sustitución del Originador como Servidor, en la cual el Originador depositará el pago de la Comisión del Servidor en efectivo o podrá entregar en efectivo la suma correspondiente a la Comisión del Servidor por el periodo de 01 año. De ser que se aperture esta cuenta, se modificará el Mecanismo de Asignación para que, mensualmente, el Fiduciario realice las provisiones en el siguiente orden: i) los Gastos de Administración del Fideicomiso de Titulización, ii) los Gastos de Administración del Fideicomiso de Inmuebles, iii) los Gastos de la Comisión del Servidor, y iv) recursos para cubrir el Monto Requerido en la Cuenta de Servicio de Deuda.
 7. Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Titulización: Cuenta de ahorros 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.
 8. Cuenta Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles: Cuenta de ahorros 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, en caso de ser aplicable, respectivamente.
 9. Cuenta de Servicio de Deuda: Cuenta de ahorros abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, en la cual el Fiduciario depositará, con cargo a la Cuenta de Recaudación, el Monto Requerido.
 10. Cuenta de Retención: Cuenta de ahorros abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, a través de la cual el Fiduciario canalizará las retenciones que sean necesarias para cumplir con los *covenants*.
 11. Cuenta de Excedentes: Cuenta de ahorros abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del Originador, en la cual se depositarán los excedentes disponibles.

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

Proceso de Titulización

El Fiduciario y el Originador, según lo acordado en el Contrato Marco, constituirán el Patrimonio Fideicometido que se denominará “Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg. 861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa” e incluirá el número de la emisión, transfiriendo en dominio fiduciario 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 estarán endosadas al PF.

Asimismo, se producirá la 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 Patrimonio Fideicometido de Inmuebles será inscrito en el Registro Mobiliario de Contratos mas no en el Registro de Propiedad Inmueble, toda vez que éste no constituye una garantía de la operación. No obstante, el registro público se llevará a cabo en caso se verifique la existencia de una Contingencia Material que afecte la situación legal y el registro de los Inmuebles cedidos.

El Fiduciario, en representación del PF, procederá a colocar mediante oferta pública los bonos titulizados, que serán respaldados por los activos del Patrimonio Fideicometido. Con los fondos recaudados de la emisión disponibles en la Cuenta de Profondeo, el Fiduciario procederá a realizar, en el orden que se cita, los siguientes pagos: i) el monto requerido en la Cuenta Reserva, ii) la suma a ser definida en cada Acto Constitutivo, a efectos de reservar el monto necesario, en la Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles para la inscripción en la partida registral correspondiente a los lotes y/o inmuebles (en caso se trate de lotes no independizados), de ser que se verifique la existencia de una Contingencia Material no subsanada sobre uno o más lotes, y iii) al Originador por contraprestación por la transferencia fiduciaria de las cuentas por cobrar cedidas.

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



Fuente: Los Portales / Elaboración: Equilibrium / *Cuenta será aperturada en caso sea necesario (no subsanación de Contingencias Materiales)

Cuentas por Cobrar Cedidas

Son activos del Patrimonio Fideicometido que respaldarán el Segundo 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 para adquisición de primera y segunda 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: Aproximadamente 1,957.
8. Número de Proyectos: Aproximadamente 37 Proyectos.

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

En caso que el Originador opte por sustituir una o más Cuentas por Cobrar Cedidas, deberán modificar los anexos correspondientes del Acto Constitutivo del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles 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.

Sobre el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles

Con el objetivo de permitir que las Cuentas por Cobrar Cedidas estén correlacionadas a cada uno de los Lotes y Proyectos de Habilitación Urbana y considerando que el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles será inscrito en el Registro Mobiliario de Contratos mas no en el Registro de Propiedad Inmueble, se han establecido los siguientes lineamientos:

1. El PF de Inmuebles contará con un *Controller*, quien realizará el seguimiento de la situación legal y registral de los Lotes y los Inmuebles cedidos a dicho fideicomiso, sirviéndose del acceso al sistema de “Alerta Registral” administrado por Registros Públicos.
2. El Originador deberá emitir reportes sobre Contingencias Materiales respecto de los inmuebles en un plazo de 05 días hábiles, una Declaración Jurada trimestral acompañada de una copia de las partidas registrales correspondientes a cada uno de los Inmuebles evidenciando la inexistencia de cargas o gravámenes sobre estos, informes sobre cualquier situación que afecte legalmente o registralmente a los Inmuebles en

un plazo de 05 días hábiles, y actualizar mensualmente la relación de las Cuentas por Cobrar Cedidas en el anexo correspondiente a cada Acto Constitutivo y Acto Constitutivo de Inmuebles.

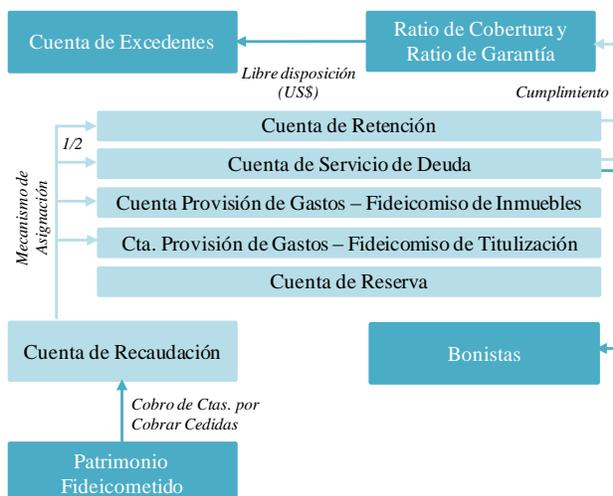
No obstante, se debe recordar que el registro público se llevará a cabo en caso se verifique la existencia de una Contingencia Material que afecte la situación legal y el registro de los Inmuebles cedidos.

Mecanismo de Asignación de Flujos

El Servidor es el encargado de realizar las gestiones de cobranza y recaudación de los Ingresos generados por los Activos del Patrimonio Fideicometido, es decir de la cobranza de las Cuentas por Cobrar Cedidas. Dichos ingresos son depositados directamente en la Cuenta de Recaudación. Luego, durante cada Periodo de Pago, específicamente en la Fecha de Medición (a los 12 días de cada mes o día hábil siguiente), el Fiduciario deberá proceder a distribuir los ingresos aplicando el siguiente mecanismo de asignación, en el orden de prelación siguiente:

1. A provisionar un monto equivalente a 1/3 de los gastos de administración del Fideicomiso de Titulización, en la Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Titulización.
2. A provisionar un monto equivalente a 1/3 de los gastos de mantenimiento del Fideicomiso de Inmuebles, en la Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles.
3. A depositar un importe equivalente a 1/2 del Monto Requerido en la Fecha de Medición que corresponda a cada uno de los primeros dos meses de cada Período de Pago, en la Cuenta de Servicio de Deuda.
4. A transferir los montos excedentes de la Cuenta de Recaudación a la Cuenta de Excedentes, para lo que se deberá verificar que se cumplan los *covenants* del Patrimonio Fideicometido (el Ratio de Cobertura y el Ratio de Garantía deberán ser mayores a 1.30 veces en la Fecha de Medición). De lo contrario, se procederá del siguiente modo:
 - a. Si no se cumple con el Ratio de Garantía, el Fiduciario deberá retener la totalidad de los Excedentes Disponibles en la Cuenta de Retención, hasta que se cumpla con el ratio.
 - b. Si no se cumple con el Ratio de Cobertura, el Fiduciario deberá transferir los flujos necesarios de la Cuenta de Recaudación a la Cuenta de Servicio de Deuda.

A continuación se grafica el proceso de asignación de flujos:



Fuente: Los Portales / Elaboración: Equilibrium

Eventos de Incumplimiento

Los principales eventos de incumplimiento, que derivarán en la retención de los Excedentes Disponibles en la Cuenta Retención, son los siguientes:

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 (de las cuentas de Retención y/o Servicio de Deuda) hasta que dichos ratios alcancen el mínimo acordado (*periodo de cura: 01 trimestre*):

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 de la deuda para el pago del próximo SD.

2. En caso en la fecha de pago el saldo en las cuentas de Servicio de Deuda y de Reserva sea insuficiente para el pago del íntegro del Servicio de Deuda a favor de los titulares de los Bonos.
3. En caso el Originador incumpla con obligaciones relacionadas al Programa de Titulización, o que afecten el flujo de operaciones del PF, entre las que se encuentran:
 - i. Entregar al Fiduciario del PF sus Estados Financieros Trimestrales Consolidados, además de información sobre la generación de Cuentas por Cobrar.
 - ii. Entregar al Fiduciario la información necesaria para calcular los *covenants* del Patrimonio Fideicometido respetando una anticipación de 05

días hábiles a la Fecha de Medición. (*Periodo de cura: 10 días hábiles*).

- iii. Abstenerse de acordar el reparto de utilidades o pagar dividendos
- iv. Mantener el giro principal, la naturaleza del negocio de habilitación urbana, su existencia corporativa, las autorizaciones para llevar a cabo el negocio inmobiliario, cumplir con sus estatutos sociales y abstenerse de efectuar operaciones comerciales en términos que no sean los de mercado. (*Periodo de cura: 03 meses*).
- v. Pagar sus obligaciones con otras instituciones financieras que individual o conjuntamente superen los US\$3'000,000.00 o su equivalente en moneda nacional. (*Periodo de cura: 03 meses*).
- vi. Cumplir con las obligaciones asumidas frente a los Clientes en los Contratos de Compraventa Garantizada de forma tal que se afecte de forma sustancial el valor de las Cuentas por Cobrar Cedidas. (*Periodo de cura: 03 meses*).
- vii. Mantener Cuentas por Cobrar Cedidas -y letras de cambio que las respaldan- vinculadas al financiamiento de segundas viviendas, en menos del 25% del valor total nominal de las Cuentas por Cobrar Cedidas y Letras de Cambio incluidas en el Patrimonio Fideicometido. (*Periodo de cura: 03 meses*).
- viii. Canalizar los recursos obtenidos por la emisión de los Bonos en el uso adecuado según los fines detallados en los Prospectos Complementarios y Actos Constitutivos.

4. En caso el Originador se acoja 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 en caso el Originador suspenda el pago corriente de sus obligaciones debidas y exigibles.
5. 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) y el Servidor no hubiese cumplido con transferir dichos importes a la Cuenta de Recaudación dentro de los 05 días hábiles.
6. En caso el monto acumulado en la Cuenta de Retención, de manera simultánea, supere el 15% del saldo de capital de los bonos y supere el monto de US\$1.00 millones.
7. En caso se declare la nulidad de los Documentos del Programa.
8. En caso no se haya inscrito la transferencia fiduciaria de los inmuebles en un plazo de 90 días calendario (periodo de cura) por no haber subsanado una Contingencia Material respecto a los inmuebles.
9. En caso el Originador renuncie a su cargo de Servidor, tras formular ésta al Fiduciario con una anticipación de por lo menos 30 días hábiles conforme a lo previsto en el Contrato Marco, y/o en caso incumpla con las obligaciones detalladas en el Contrato Marco –distintas a las incluidas en la cláusula trigésimo segunda del Contrato Marco-. De producirse estos supuestos, no se

retendrán los Excedentes Disponibles y el Originador contará con un periodo de cura de 03 meses para subsanar el incumplimiento desde una fecha a ser definida por el Fiduciario.

Las consecuencias de los eventos antes descritos serán:

1. Se seguirá reteniendo el íntegro de los Excedentes Disponibles en la Cuenta Retención.
2. Se convocará a la Asamblea Especial en 05 días hábiles (máximo), contados luego de verificado el Evento de Incumplimiento o cumplido el periodo de cura de acuerdo al detalle de cada evento de incumplimiento.
3. La Asamblea Especial de Bonistas podrá optar por: i) eximir de las consecuencias del incumplimiento, ii) prolongar el periodo de cura, o iii) declarar la Aceleración de los Bonos e instruir 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.

En adición a estos Eventos de Incumplimiento, conforme a lo previsto en el Acto Constitutivo de la Primera Emisión, constituirán eventos de incumplimiento del Originador el incumplimiento de los siguientes ratios financieros:

1. Ratio Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado (últimos 12 meses) menor o igual a 3.75 veces.
2. Ratio EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda General de Originador y Subsidiarias (últimos 12 meses) mayor o igual a 1.3 veces.
3. Ratio Deuda Financiera Neta/ Patrimonio Neto menor o igual a 1.65 veces.

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

Denominación: Primera Emisión del Segundo 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.

Series: Única.

Precio de Colocación: A la par.

Tasa: A ser determinada por medio de la subasta.

Fecha de Emisión: A ser definida en el aviso de oferta.

Plazo: Hasta 6 años.

Amortización: Cuotas trimestrales constantes.

Opción de Rescate: A partir del tercer año.

Destino de los Recursos: Repago de deuda y otros propósitos corporativos, como el prepagado de cuentas por pagar con terceros que mantiene el Originador, las cuales a septiembre de 2015 ascendieron a S/.228.1 millones.

DESCRIPCIÓN DEL ORIGINADOR

Los Portales S.A. 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 del Originador se centra en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, venta de departamentos, administración y operación de playas de estacionamiento, hoteles y renta inmobiliaria.

Reorganización Empresarial

Hacia finales de 2009 e inicios de 2010 se dieron varios cambios en la estructura organizacional de Los Portales, los cuales no solo incluyeron la fusión por absorción de Los Portales S.A. con varias de sus subsidiarias y empresas relacionadas, sino también la transferencia de una de sus inversiones a LP Valores S.A., un acuerdo de incremento de capital por nuevos aportes en efectivo ascendentes a S/.25.5 millones.

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 Originador producto de dicha transferencia a S/.62.0 millones. Estos últimos acuerdos se formalizaron el 08 de junio de 2010.

Por otro lado, en Junta General de Accionistas realizada el 29 de abril del 2010, se acuerda la fusión por absorción de Los Portales S.A. con Inversiones en Inmuebles S.A., Inversiones en Estacionamientos S.A. (estas dos últimas empresas relacionadas) y con su subsidiaria Constructora Los Portales S.A.

El 18 de marzo de 2013, la Junta General de Accionistas aprobó el proceso de Reorganización Simple que entró en vigencia el 31 de marzo de 2013 y tuvo por objetivo escindir del patrimonio de Los Portales S.A. un bloque patrimonial constituido por la unidad de negocio Centro Comercial Lima Outlet Center, el mismo que fue aportado a Strip Centers del Perú S.A., la cual tendrá la concesión y el derecho a usufructo del mencionado centro comercial.

Accionistas

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

Accionsitas	
GR Holding S.A.	50.00%
Constructoras ICA S.A. de CV	49.99%
Ingenieros Civiles Asociados	0.01%

Así, GR Holding S.A., (empresa del Grupo Raffo), mantiene el 50% del accionariado del Originador, mientras que

Constructoras ICA S.A. de CV del Grupo ICA de México, juntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. posee el 50% restante. Cabe indicar que Grupo ICA tiene una clasificación internacional de B3 asignada por Moody's, recientemente modificada desde B2 el pasado 5 de noviembre.

Directorio y Gerencia

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

Directorio	
Ernesto Raffo Paine	Presidente del Directorio
Bernardo Quintana Isaac	Director
Guillermo Velaochaga Raffo	Director
Diego Quintana Kawage	Director
Ernesto Fernandini Raffo	Director
Alonso Quintana Kawage	Director
Alberto Pescetto Raffo	Director
Rodrigo Quintana Kawage	Director
Rubén Gerardo López Barrera	Director (Suplente)
Eduardo Ibarra Diaz Ufano	Director (Suplente)

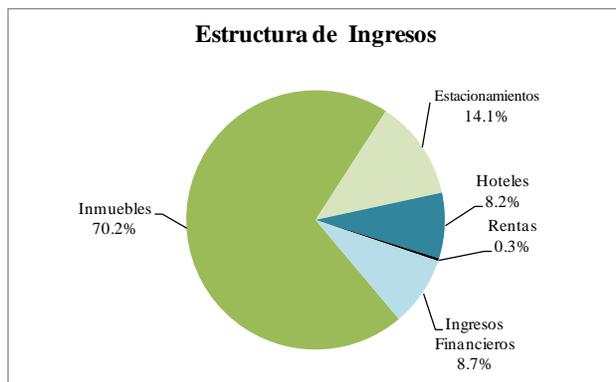
A continuación se detalla la plana gerencial vigente a la fecha del análisis:

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
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, 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

Los Portales S.A. mantiene como estrategia buscar mayor diversificación en sus negocios, los que se dividen en: habilitación urbana, desarrollo y venta de departamentos, administración de playas de estacionamiento, hoteles y rentas.



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 2014 el negocio inmobiliario participó con el 74.7% de los ingresos totales del Originador y 70.2% a septiembre de 2015, siendo 32.6% mayor al de septiembre de 2014.

➤ Negocio de Estacionamientos

Con un aporte de 11.2% en los ingresos totales a diciembre de 2014 y de 12.5% a septiembre de 2015, el negocio de estacionamientos considera 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. A septiembre de 2015 Los Portales tuvo 217 playas de estacionamiento en operación, por encima de las 208 que administraba al cierre de diciembre de 2014.

➤ Negocio Hotelero

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros bajo dos marcas: una de lujo y otra de carácter corporativo. El Originador 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 septiembre de 2015 el negocio de hoteles representó el 8.2% de los ingresos totales de Los Portales, similar a la participación de septiembre de 2014 (9.1%).

Cabe mencionar 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 sus actividades en 2010 y se dedica a la habilitación de centros comerciales y *stripmalls* (vía la empresa Strip Centers del Perú), así como a la gestión de arrendamiento de locales comerciales de propiedad del Originador.

El proyecto más importante de este rubro es el centro comercial InOutlet ubicado en la Av. Elmer Faucett, cuya operación inició en julio de 2010 bajo la denominación "Lima Outlet Center". Actualmente cuenta con más de 80 locales en su interior y con más de 1 millón de visitantes al año en promedio.

Con respecto a este local, el mismo fue segregado del patrimonio de los Portales el 31 de marzo de 2013 y

aportado a la sociedad realizada con Strip Centers del Perú S.A., la cual tiene la concesión y el derecho a usufructo del mencionado centro comercial. Los Portales S.A. no consolida los ingresos operativos provenientes de las operaciones de Strip Centers del Perú S.A.

El negocio de rentas aportó el 0.3% de los ingresos totales del Originador a septiembre de 2015, sin mayores cambios respecto a septiembre de 2014 (0.4%).

Adopción de Normas Internacionales de Información Financiera - NIIF

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

- Los Portales optó por valorizar los inmuebles, maquinaria y equipo a valor razonable, tomando en cuenta la valuación realizada por un perito independiente. De esta manera el mencionado rubro registró un incremento con abono en la cuenta “Resultados acumulados” en el patrimonio neto, neto del impuesto a la renta diferido.
- De acuerdo a los NIIF, el reconocimiento de ingresos se da cuando se produce la entrega física de los terrenos habilitados.
- De acuerdo al punto anterior, las cuentas por cobrar canceladas por clientes antes de la entrega física (cuyo saldo figura como Cuenta de Orden en el Estado de Situación), se reconocen como anticipo de clientes en el pasivo.

ANÁLISIS FINANCIERO

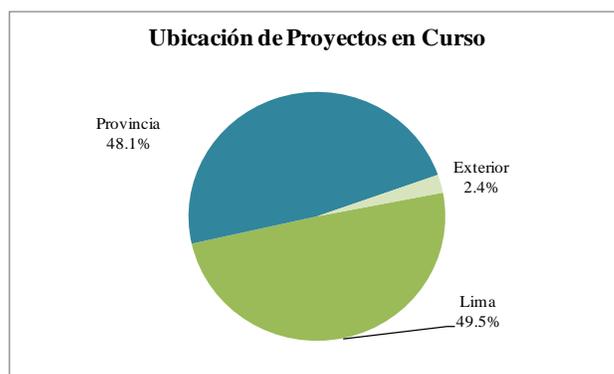
Activos

Al 31 de diciembre de 2014 los activos de Los Portales y Subsidiarias S.A. totalizaron S/1,260.0 millones, tras crecer 15.8% respecto al cierre del ejercicio 2013, mientras que a septiembre de 2015 dicho rubro sumó S/1,507.5 millones, con un incremento de 19.6% respecto a diciembre de 2014. Dicha evolución deriva principalmente del aumento de 21.3% de los activos corrientes en los nueve meses analizados, impulsados a su vez por mayores existencias (+22.5%) y mayores cuentas por cobrar comerciales corrientes (+21.7%).



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

Las existencias del Originador incluyen principalmente proyectos en curso (56.7% del total existencias), registrando un incremento de S/.30.9 millones frente al cierre anual de 2014; dichos proyectos de desarrollo inmobiliario están distribuidos en Lima, Ica, Chimbote, Pimentel, Piura, Trujillo, Tumbes, Huancayo, Arequipa, Cusco y Tacna. Estos proyectos son de habitación urbana, urbanizaciones de viviendas bajo programas gubernamentales (Techo Propio y Mi Vivienda) y edificios de viviendas multifamiliar. Cabe mencionar que 2.4% del total de proyectos están en Houston, Texas.



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

Los inmuebles terminados representan el segundo componente más importante de las existencias, con una participación de 27.0% en septiembre de 2015, los que adquirieron importancia en el año 2014 tras representar el 16.5% del total de existencias en diciembre de 2013, seguidos de terrenos en reserva (sobre los que se desarrollarían proyectos inmobiliarios en el curso corriente de las operaciones), los mismos que totalizaron S/.95.4 millones en septiembre de 2015 y corresponden a 14 inmuebles matrices, con una extensión de 75.3 hectáreas ubicadas en las provincias de Lima, Ica, Chiclayo y Áncash.

Derivadas de la venta de inmuebles y servicios y de los alquileres, las cuentas por cobrar comerciales ascienden a S/.335.7 millones a septiembre de 2015 (S/.257.0 millones al cierre de 2014) y corresponden esencialmente a letras por cobrar e intereses devengados, provenientes de las ventas diferidas por el Originador a clientes por hasta 72 meses (según Contrato de Venta Garantizado del negocio

inmobiliario). A septiembre de 2015, el 34.0% de las cuentas por cobrar son a corto plazo.

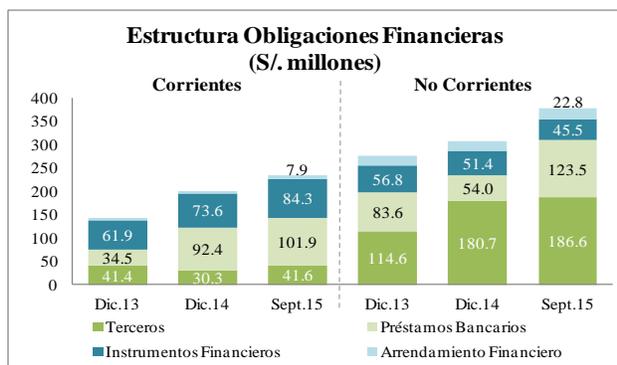
Por su parte, los activos no corrientes incrementaron 17.5% entre diciembre de 2014 y septiembre de 2015, lo que se sustentó en (i) el aumento de 35.7% en las cuentas por cobrar comerciales no corrientes, las que pasaron de S/.163.3 millones a S/.221.7 millones, (ii) el aumento de 9.7% en inversiones inmobiliarias, principalmente tras registrarse una Actualización del Valor Razonable por S/.21.6 millones y (iii) el aumento de 24.2% en las inversiones financieras permanentes, (participación de menos de 50% del capital en Inversiones Real Once S.A., Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A. y Strip Centers del Perú S.A.) que se vieron favorecidas por un cambio en el valor patrimonial proporcional de Strip Centers del Perú S.A.

Cabe mencionar que dentro de la cuenta Inversiones Inmobiliarias, el 96.0% corresponde a terrenos adquiridos por Los Portales como “reserva territorial”, sobre los cuales a la fecha de análisis no se tiene definido ningún desarrollo y en el corto plazo no serán vendidos ni desarrollados. Estos terrenos comprenden un área total de 109.0 hectáreas (129.2 hectáreas a diciembre de 2014) en los distritos de La Molina, Chosica – Lurigancho, Huacho y Carabayllo en Lima, además de las ciudades de Piura, Ica, Huancayo y Chimbote.

Pasivos y Patrimonio

Los activos de Los Portales son financiados en un 77.1% por pasivos, los que al 30 de septiembre de 2015 se ubicaron en S/.1,162.5 millones siendo la deuda financiera el 52.8% de dicho monto. De los años 2013 a 2014, y de diciembre de 2014 a septiembre de 2015, los Pasivos incrementaron en 15.5% y 24.9% respectivamente, impulsados por mayores pasivos a largo plazo, los mismos que crecieron 6.9% del año 2013 al año 2014 y 19.8% durante los últimos nueve meses evaluados.

La deuda financiera (S/.614.0 millones a septiembre de 2015) está compuesta por préstamos de terceros, préstamos bancarios, instrumentos financieros y arrendamiento financiero, observándose en el periodo analizado un aumento de S/.79.1 millones en los préstamos bancarios con nuevas entidades financieras, incremento que resalta pues hasta junio de 2015 la deuda bancaria era tan sólo S/.6.2 millones mayor a la de diciembre de 2014.



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

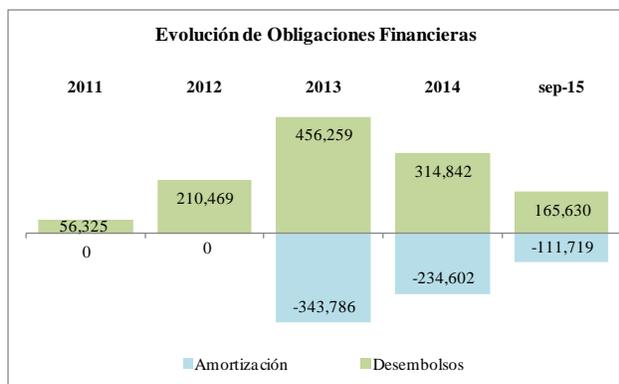
El mencionado incremento entre junio de 2015 y septiembre de 2015 de las obligaciones financieras, fue mayor en la porción no circulante, registrando un incremento equivalente a 22.5%. Esto representa un cambio frente a los anteriores periodos analizados, cuando el crecimiento de los pasivos financieros era impulsado por mayor deuda circulante. La variación ocurrida en dichos tres meses implicó un incremento del costo promedio de la deuda financiera.

Al 30 de septiembre de 2015, los instrumentos financieros corrientes incluyen i) papeles comerciales por US\$17 millones y S/.13.0 millones a diciembre de 2014 y US\$18 millones al 30 de septiembre de 2015, así como ii) la parte corriente de los bonos titulizados. Cabe mencionar que la Serie D (US\$5.0 millones) de la Primera Emisión de Papeles Comerciales de Los Portales redimió el 08 de junio de 2015 y las Series C y D de la Tercera Emisión (US\$6.0 millones cada una) fueron colocadas el 17 de abril y el 02 de septiembre respectivamente. Adicionalmente, la Serie A de la Cuarta Emisión redimió el 11 de septiembre de 2015, fecha en la que fueron pagados dichos instrumentos.

Las obligaciones financieras no corrientes ascendieron a S/.378.4 millones al tercer trimestre de 2015, 22.5% mayores que a diciembre de 2014, respondiendo al crecimiento de los préstamos bancarios (+128.9%), los cuales pasaron de S/.54.0 millones a S/.123.5 millones durante el periodo de análisis. Cabe recordar que uno de los propósitos de la emisión de los bonos titulizados por US\$25.0 millones, realizada en febrero de 2013 y que vencen en 2021 bajo el Primer Programa de Bonos Titulizados, fue utilizar los fondos para el repago de la deuda con terceros que era de muy corto plazo (12 meses) y devengaba altas tasas de interés (13.0% aproximadamente) en ese entonces.

Según lo señalado por el Originador, los préstamos con terceros en sus pasivos presentan mejores plazos (hasta 24 meses) y devengan una menor tasa (9.73% a septiembre de 2015) en comparación a periodos anteriores. No obstante, la porción relativa de esta fuente de financiamiento continúa siendo elevada, así que para lograr abaratar más el costo promedio de fondeo y extender la duración promedio de su deuda, Los Portales podría reducir este tipo de fondeo, el cual incrementa en los nueve meses analizados en S/+.17.1 millones.

En cuanto al flujo de las obligaciones financieras del Originador, se observa una tendencia creciente en los desembolsos desde el año 2011 al año 2013, y luego una tendencia a la baja hasta septiembre de este año, periodo en el que también las amortizaciones fueron disminuyendo, aunque representando entre el 67.0% y el 76.0% del total desembolsado. Durante el año 2014 se amortizó capital de los bonos titulizados, lo que generó un retroceso de 9.5% en el saldo de los instrumentos financieros de largo plazo respecto a diciembre de 2013, totalizando S/.51.4 millones. Al cierre de septiembre de 2015 se observa una disminución de instrumentos financieros a largo plazo, los que pasan de S/.51.4 millones a S/.45.5 millones en el periodo analizado.



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

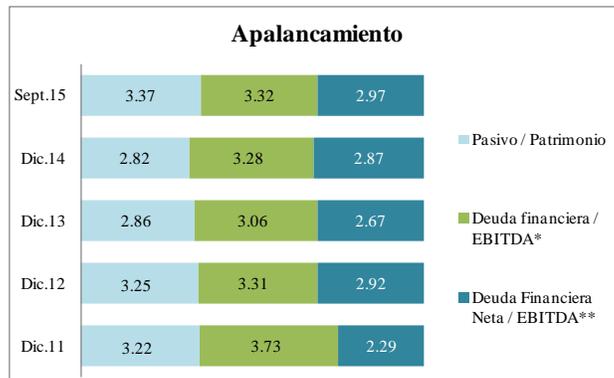
Es óptimo observar que el nivel de gastos financieros como participación del ingreso total se mantiene en niveles de aproximadamente 2.0%, y que las veces que el EBITDA Ajustado cubre los gastos financieros mantienen una tendencia creciente. No obstante, se debe tomar en cuenta que los desembolsos de deuda bancaria realizados entre junio y septiembre de 2015 elevaron el costo promedio de financiamiento de Los Portales, frente al presentado en junio del presente año.

Debido a que el Originador registra los pagos recibidos de clientes como anticipos durante el periodo de habilitación hasta la entrega del bien (programada usualmente para finales de año) y que una vez que se realiza ésta, se procede a registrar la venta como un ingreso, el saldo corriente de anticipos de clientes en los cortes de septiembre de los años 2014 y 2015 (S/.183.9 millones y S/.190.5 millones, respectivamente) son mayores a los presentados en los cierres de años 2013 y 2014 (S/.179.1 millones y S/.129.9 millones respectivamente). Cabe mencionar que S/.61.4 millones de anticipos de clientes fueron abonados a ingresos a septiembre de 2015, mostrando un menor dinamismo que en similar periodo del año anterior, cuando se abonaron S/.101.2 millones. (S/.504.1 millones a diciembre de 2014).

Adicionalmente, destaca el incremento de las cuentas por pagar comerciales a corto plazo de diciembre de 2014 a septiembre de 2015 (+12.8%), las que representaron el 14.8% del total pasivo y patrimonio al cierre de septiembre de 2015, toda vez que 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. Sin embargo, la participación relativa de dichas cuentas retrocedió ligeramente respecto al total pasivo y patrimonio.

Como fuente de financiamiento de activos, el patrimonio representó el 26.1% al cierre del ejercicio 2014 y ascendió a S/.329.5 millones, siendo 16.8% mayor que en diciembre de 2013, mientras que en septiembre de 2015 totalizó S/.345.1 millones, 4.7% mayor que el registrado en diciembre de 2014. La variación observada en los nueve meses analizados se debe a mayores resultados acumulados registrados (S/.89.6 millones a diciembre de 2014 y S/.114.8 millones a septiembre de 2015), de los cuales se transfirieron S/.4.8

millones a la Reserva Legal y se repartieron dividendos por S/.18.6 millones a inicios del presente año. Se debe resaltar que la última vez que se realizaron aportes al capital social de Los Portales fue en marzo de 2013, cuando en Junta General de Accionistas se aprobaron aportes en efectivo por S/.51.6 millones.



*EBITDA Ajustado: incluye ingresos financieros por letras generadas.

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

El ratio de apalancamiento contable se ubicó en 3.37 veces, incrementando frente al de 2014 (2.82 veces) como consecuencia del crecimiento de 24.9% en el total de pasivos durante los primeros tres trimestres de 2015, mientras que el patrimonio tuvo un menor crecimiento (+4.7%). Siguiendo el patrón del apalancamiento, el ratio deuda financiera sobre EBITDA Ajustado aumentó de 3.28 veces a 3.32 veces entre diciembre de 2014 y septiembre de 2015, y el ratio deuda financiera neta sobre EBITDA Ajustado siguió la misma tendencia, avanzando de 2.87 veces a 2.97 veces en el periodo analizado. En tal sentido, se observa un incremento de los niveles de apalancamiento de la Empresa, acercándose a niveles previos a la primera emisión de Bonos Titulizados. Asimismo, se observa que el ratio de Deuda Financiera Neta / Patrimonio, establecido como resguardo del Programa de Bonos Titulizados alcanzó el nivel de 1.59 veces en septiembre de 2015, presionando la clasificación asignada al situarse muy cerca del límite de 1.65 veces.

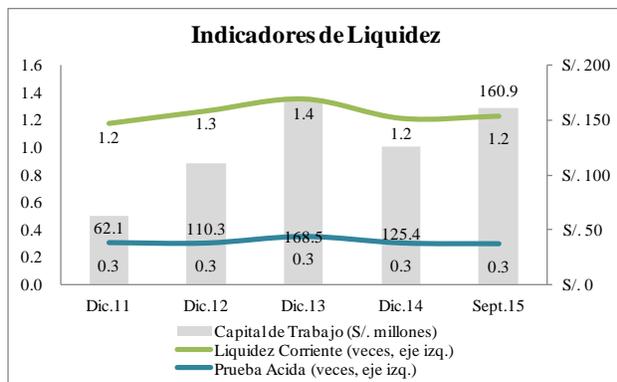
Liquidez

A diferencia de lo observado al cierre del primer semestre del presente año, la liquidez del Originador incrementó ligeramente, al pasar de 1.22 veces a 1.23 veces entre diciembre de 2014 y septiembre de 2015, por lo que además cambió la tendencia del capital de trabajo, que fue decreciente al primer análisis semestral de este año, el que pasa de S/.125.4 millones a S/.160.9 millones. Se espera que hacia finales de año se mantenga esta tendencia producto de la entrega de proyectos y el correspondiente registro de ventas que se deduciría del Anticipo de Clientes, de acuerdo a NIIF.

Entre los cambios que sustentan la tendencia del indicador de liquidez corriente se cuentan el aumento de 21.3% (S/+.150.6 millones) del activo corriente, impulsado por el crecimiento de 22.5% de las existencias (éstas representaron al semestre analizado el 42.8% del total de activos y correspondieron principalmente a proyectos en curso), así

como por las mayores cuentas por cobrar comerciales corrientes (+21.7%). Por otro lado, los pasivos corrientes crecieron 33.4% (S/.+116.8 millones) debido a mayores anticipos de clientes (+46.7%) y a un aumento en los préstamos bancarios (+11.9%) para financiar las operaciones del Originador.

Adicionalmente, el incremento del ratio de liquidez corriente es influenciado por los desembolsos de préstamos bancarios por S/.74.3 millones, que incrementan la participación relativa de los pasivos financieros no circulantes.

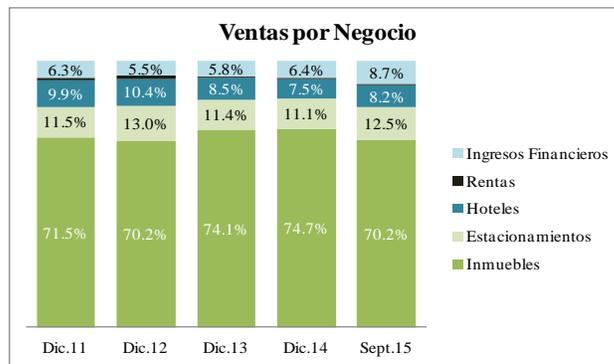


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

En este sentido, se debe indicar que la evolución de los anticipos al corte analizado muestran un claro retroceso en el abono a ingreso, toda vez que hacia septiembre del año pasado los anticipos abonados a ingreso totalizaron S/.101.2 millones, mientras que a septiembre de este año se abonaron tan sólo S/.61.4 millones. Esto acompaña la variación en el monto de anticipos recibidos en el año, los que pasaron de S/.149.3 millones a S/.122.1 millones entre los doce meses analizados.

Resultados

Al cierre de 2014 los ingresos totalizaron S/.667.8 millones (crecimiento de +20.2% frente a diciembre de 2013) y a septiembre de 2015 ascendieron a S/.466.9 millones, siendo 27.2% mayores que en septiembre de 2014, respectivamente. La variación interanual fue impulsada principalmente por el negocio inmobiliario, el que registró ventas 32.6% mayores (S/.+80.7 millones) y por el aumento de 40.1% en ingresos financieros por letras de cambio (S/.+11.7 millones) generados por el financiamiento directo que otorga Los Portales a sus clientes para la compra de lotes y/o departamentos. En menor medida aportaron al incremento de ingresos los negocios de estacionamientos, hoteles y de rentas, que acumulan un monto superior en S/.9.1 millones al de septiembre del año 2014.

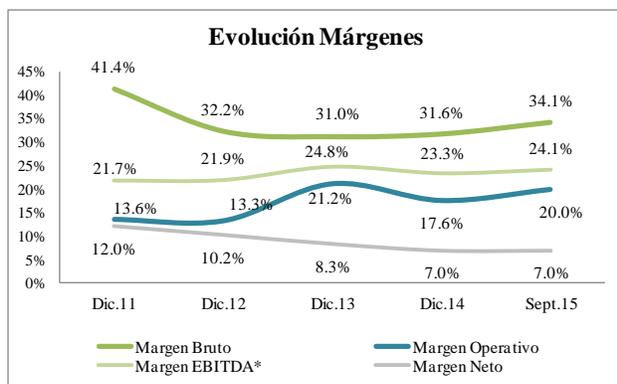


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Cabe resaltar que el negocio inmobiliario del Originador (70.2% del total de ingresos a septiembre de 2015) presenta una tendencia positiva dentro de cada periodo anual, pues la entrega de una porción significativa de los inmuebles vendidos -según los cronogramas de Los Portales- se programa en mayor medida durante el último trimestre de cada año, lo que va de la mano con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) que rigen la contabilidad del Originador, por lo cual las ventas de esta unidad de negocio se reconocen en el estado de resultados una vez que se realice la entrega física del bien. Es igualmente importante señalar que los proyectos de habilitación urbana y de vivienda edificada están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, mayormente de corto plazo.

Tomando en cuenta que el incremento interanual de los costos totales (+23.1%) es menor que al de ingresos (+27.2%), la utilidad bruta en el periodo de análisis aumentó 35.9% y se situó en S/.159.3 millones (S/.117.2 millones a septiembre de 2014). Si bien el mencionado incremento de los costos de ventas es reflejo de la evolución positiva de la actividad inmobiliaria, se observó a septiembre de 2015 un incremento importante en la carga laboral, incluyendo un crecimiento de S/.+14.9 millones de sueldos y de S/.+3.2 millones de CTS y vacaciones incorporadas al costo de ventas, el mismo que se espera sea revertido hacia finales de año, cuando se registren mayores ingresos tras entregas del negocio de habilitación urbana.

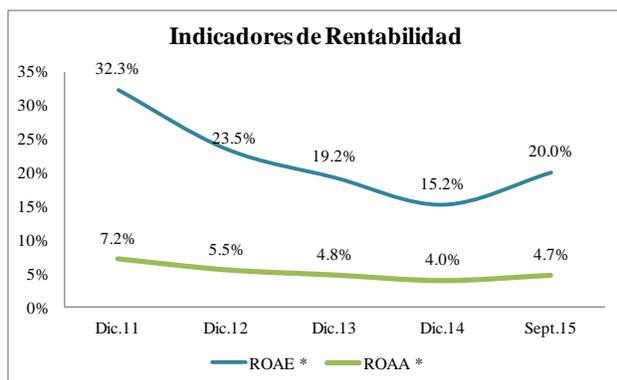
Asimismo, se observa un incremento de 24.8% en gastos administrativos y de 21.8% en gastos de ventas, que también incluyen mayor carga laboral (S/.4.5 millones y S/.3.0 millones respectivamente). Adicionalmente, el rubro ingresos y gastos extraordinarios netos registra S/.21.6 millones generados por actualización del valor razonable de terrenos incluidos en la cuenta inversiones inmobiliarias. El margen operativo a septiembre de 2015 equivale a 20.0% del total de ventas, luego de incrementar S/.44.4 millones. No obstante, de no considerar este ingreso extraordinario, el margen operativo a septiembre de 2015 sería de 14.2% (13.3% en septiembre de 2014).



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

En cuanto a la utilidad neta, ésta pasa de S/.14.7 millones a septiembre de 2014 a S/.32.5 millones a septiembre de 2015, tras partir de un mayor resultado operativo (por el cambio en valor razonable de terrenos incluidos en las inversiones inmobiliarias -S/.21.6 millones-) y tras contar con S/.2.1 millones de participación en los resultados de inversiones en asociadas, por un mayor valor patrimonial proporcional de Strip Centers del Perú S.A.. Todo esto disminuye el efecto por pérdida por diferencia de cambio, que se agudizó desde el segundo semestre del 2014 y que asciende a S/.41.5 millones en septiembre de 2015. En términos relativos, el margen neto se incrementó, pasando de 4.0% a 7.0% en los doce meses analizados.

El EBITDA ajustado anualizado se vio beneficiado por la evolución positiva en los márgenes brutos, por lo que la generación de Los Portales, según este indicador, se situó en S/.185.0 millones, después que en septiembre de 2014 fuera S/.130.7 millones y S/.155.8 millones en diciembre de 2014. Para el cálculo de este indicador, Los Portales incluye los intereses generados por letras de cambio, mas no toma en cuenta el ingreso extraordinario de S/.21.6 millones por cambio en valor razonable de inversiones inmobiliarias.



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

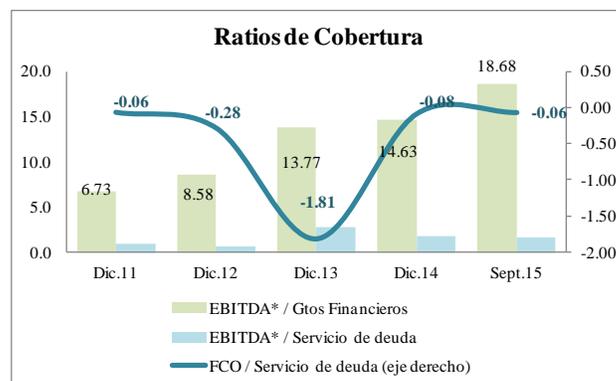
Al 30 de septiembre de 2015, los indicadores de rentabilidad anualizados promedio sobre activos ROAA (4.7%) y sobre patrimonio ROAE (20.0%) de Los Portales fueron mayores

que en septiembre de 2014 (3.7% y 15.2%, respectivamente) habiendo partido de un mayor resultado neto, aunque éste incorpora un ingreso extraordinario equivalente a 4.6% del total ingresos y a 66.5% del resultado neto.

Indicadores Financieros de Cobertura

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. Los Portales S.A. y Subsidiarias ha mantenido este indicador holgadamente desde diciembre de 2011, y en una tendencia positiva. En septiembre de 2015 el indicador se ubicó en 18.7 veces.
- EBITDA ajustado / Servicio de Deuda: revela la capacidad de generación en relación a las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. En este caso, el indicador en 2011 y 2012 estuvo por debajo de 1.0 veces, y en diciembre de 2013 fue de 1.35 veces, lo cual se explicó por la estructura del financiamiento, que hasta antes de la emisión de los bonos titulizados mantenía altas porciones corrientes de la deuda a largo plazo, pero que demuestra señales de mejora en cuanto a la cobertura de la misma. A septiembre de 2015 el indicador fue de 1.67 veces y 1.37 veces a junio de 2015, presentando limitada holgura frente al límite, por lo que se espera que hacia finales de año el ratio mejore.
- Flujo de Caja Operativo (FCO) / Servicio de Deuda: revela la caja derivada de las actividades de operación del negocio vs. las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. Al igual que en el indicador anterior, este ratio se ve estresado por el perfil de la deuda. En septiembre de 2015, el indicador equivale a -0.05 veces, viéndose afectado por el flujo de caja operativo que se ubicó en terreno negativo, toda vez que el ingreso extraordinario correspondiente a los ajustes en valor razonable de inversiones inmobiliarias y el incremento en existencias y en cuentas por cobrar comerciales afectaron la generación calculada en base a la utilidad neta percibida.



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

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Estado de Situación Financiera

En miles de Nuevos Soles

	Dic.11	%	Dic.12	%	Dic.13	%	Sept.14	%	Dic.14	%	Sept.15	%	Var % Sept.15 / Dic.14	Var % Dic.14 / Dic.13
ACTIVOS														
Activo Corriente														
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	30,834	4.3%	36,120	4.3%	53,429	4.9%	42,072	3.5%	64,408	5.1%	63,907	4.2%	-0.8%	20.5%
Cuentas por Cobrar Comerciales	50,669	7.1%	53,810	6.3%	68,469	6.3%	76,066	6.3%	93,628	7.4%	113,985	7.6%	21.7%	36.7%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	786	0.1%	20,148	2.4%	22,417	2.1%	364	0.0%	435	0.0%	429	0.0%	-1.4%	-98.1%
Otras Cuentas por Cobrar	21,545	3.0%	12,682	1.5%	23,442	2.2%	0	0.0%	15,011	1.2%	25,356	1.7%	68.9%	-36.0%
Total Existencias	295,196	41.2%	393,151	46.3%	471,417	43.3%	593,103	49.3%	526,145	41.8%	644,681	42.8%	22.5%	11.6%
Gastos Pagados por Anticipado	7,771	1.1%	6,283	0.7%	8,747	0.8%	34,013	2.8%	7,091	0.6%	8,978	0.6%	26.6%	-18.9%
Total Activo Corriente	406,801	56.8%	522,194	61.5%	647,921	59.5%	745,666	62.0%	706,718	56.1%	857,336	56.9%	21.3%	9.1%
Activo No Corriente														
Cuentas por Cobrar Comerciales a L/P	65,734	9.2%	74,475	8.8%	119,108	10.9%	123,776	10.3%	163,354	13.0%	221,737	14.7%	35.7%	37.1%
Inversiones Financieras Permanentes	2,892	0.4%	3,931	0.5%	40,944	3.8%	46,648	3.9%	56,143	4.5%	69,740	4.6%	24.2%	37.1%
Inversiones Inmobiliarias	104,473	14.6%	101,949	12.0%	112,012	10.3%	108,540	9.0%	150,703	12.0%	165,302	11.0%	9.7%	34.5%
Inm., Mob. y Equipo, Neto	96,816	13.5%	114,525	13.5%	134,465	12.4%	138,435	11.5%	141,970	11.3%	149,995	9.9%	5.7%	5.6%
Intangibles, Neto	39,258	5.5%	31,410	3.7%	33,660	3.1%	39,871	3.3%	41,123	3.3%	43,424	2.9%	5.6%	22.2%
Total Activo No Corriente	309,173	43.2%	326,290	38.5%	440,189	40.5%	457,270	38.0%	553,293	43.9%	650,198	43.1%	17.5%	25.7%
TOTAL ACTIVOS	715,974	100.0%	848,484	100.0%	1,088,110	100.0%	1,202,936	100.0%	1,260,011	100.0%	1,507,534	100.0%	19.6%	15.8%
PASIVOS														
Pasivo Corriente														
Cuentas por Pagar Comerciales	37,275	5.2%	70,952	8.4%	124,494	11.4%	163,583	13.6%	198,460	15.8%	223,793	14.8%	12.8%	59.4%
Anticipo de Clientes	163,306	22.8%	185,335	21.8%	179,061	16.5%	227,109	18.9%	129,856	10.3%	190,520	12.6%	46.7%	-27.5%
Cuentas por Pagar Relacionadas	14	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	6,193	0.5%	3,864	0.3%	-37.6%	N.A.
Otras Cuentas por Pagar	59,446	8.3%	34,425	4.1%	33,422	3.1%	31,098	2.6%	44,853	3.6%	42,629	2.8%	4.2%	34.2%
Parte Corriente Obligaciones con Terceros	63,715	8.9%	95,454	11.2%	41,436	3.8%	17,080	1.4%	30,289	2.4%	41,556	2.8%	37.2%	-26.9%
Papeles Comerciales	0	0.0%	0	0.0%	51,149	4.7%	57,538	4.8%	62,407	5.0%	73,689	4.9%	18.1%	22.0%
Parte Corriente de Bonos de Titulización	0	0.0%	0	0.0%	10,721	1.0%	8,651	0.7%	11,180	0.9%	10,622	0.7%	-5.0%	4.3%
Parte Corriente de la Deuda Bancaria L/P	20,977	2.9%	25,772	3.0%	39,160	3.6%	81,870	6.8%	98,065	7.8%	109,764	7.3%	11.9%	150.4%
Total Pasivo Corriente	344,733	48.1%	411,938	48.5%	479,442	44.1%	586,929	48.8%	581,303	46.1%	696,437	46.2%	19.8%	21.2%
Pasivo No Corriente														
Cuentas por Pagar Comerciales a L/P	26,520	3.7%	29,341	3.5%	16,245	1.5%	27,352	2.3%	14,491	1.2%	55,331	3.7%	281.8%	-10.8%
Préstamos de Terceros a L/P	71,219	11.1%	108,934	12.8%	114,612	10.5%	145,141	12.1%	180,712	14.3%	186,567	12.4%	3.2%	57.7%
Instrumentos Financieros - Emisiones	0	0.0%	0	0.0%	56,793	5.2%	49,758	4.1%	51,391	4.1%	45,548	3.0%	-11.4%	-9.5%
Deuda Bancaria a L/P	77,041	10.8%	77,583	9.1%	106,344	9.8%	75,659	6.3%	76,699	6.1%	146,277	9.7%	90.7%	-27.9%
IR Diferido	23,708	3.3%	20,570	2.4%	21,653	2.0%	20,868	1.7%	15,025	1.2%	21,370	1.4%	42.2%	-30.6%
Otras Cuentas por Pagar	2,977	0.4%	585	0.1%	10,920	1.0%	0	0.0%	10,920	0.9%	10,920	0.7%	0.0%	0.0%
Total Pasivo No Corriente	201,465	28.1%	237,013	27.9%	326,567	30.0%	318,778	26.5%	349,238	27.7%	466,013	30.9%	33.4%	6.9%
TOTAL PASIVO	546,198	76.3%	648,951	76.5%	806,010	74.1%	905,707	75.3%	930,541	73.9%	1,162,450	77.1%	24.9%	15.5%
PATRIMONIO														
Capital Social	119,634	16.7%	119,634	14.1%	171,254	15.7%	171,254	14.2%	171,254	13.6%	171,254	11.4%	0.0%	0.0%
Reserva Legal	8,031	1.1%	12,535	1.5%	16,445	1.5%	21,243	1.8%	21,243	1.7%	26,565	1.8%	25.1%	29.2%
Resultados de Conversión	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	446	0.0%	889	0.1%	0	0.0%	-100.0%	N.A.
Resultados Acumulados	-6,552	-0.9%	23,983	2.8%	48,064	4.4%	89,537	7.4%	89,603	7.1%	114,780	7.6%	28.1%	86.4%
Resultados del Ejercicio	48,663	6.8%	43,381	5.1%	46,337	4.3%	14,749	1.2%	46,481	3.7%	32,485	2.2%	-30.1%	0.3%
TOTAL PATRIMONIO NETO	169,776	23.7%	199,533	23.5%	282,100	25.9%	297,229	24.7%	329,470	26.1%	345,084	22.9%	4.7%	16.8%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	715,974	100.0%	848,484	100.0%	1,088,110	100.0%	1,202,936	100.0%	1,260,011	100.0%	1,507,534	100.0%	19.6%	15.8%

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Estado de Resultados

En miles de Nuevos Soles

	Dic.11	%	Dic.12	%	Dic.13	%	Sept.14	%	Dic.14	%	Sept.15	%
Ingreso por Venta de Inmuebles	290,101	71.5%	299,040	70.2%	411,640	74.1%	247,255	67.3%	498,737	74.7%	327,932	70.2%
Ingreso por Servicios de Playas de Estacionamiento	46,716	11.5%	55,283	13.0%	63,215	11.4%	54,363	14.8%	74,433	11.1%	58,307	12.5%
Ingresos por Servicios Hoteleros	40,325	9.9%	44,151	10.4%	47,151	8.5%	33,446	9.1%	50,049	7.5%	38,336	8.2%
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	3,114	0.8%	4,164	1.0%	1,608	0.3%	1,405	0.4%	1,905	0.3%	1,624	0.3%
Ingresos Financieros	25,644	6.3%	23,338	5.5%	32,007	5.8%	29,082	7.9%	42,722	6.4%	40,740	8.7%
Ingresos Totales	405,900	100.0%	425,976	100.0%	555,621	100.0%	367,133	100.0%	667,846	100.0%	466,939	100.0%
Costo de Venta de Inmuebles	-180,831	-44.6%	-219,820	-51.6%	-307,205	-55.3%	-185,096	-50.4%	-367,479	-55.0%	-238,884	-51.2%
Costo por Servicios de Playa de Estacionamiento	-32,141	-7.9%	-39,166	-9.2%	-45,432	-8.2%	-39,817	-10.8%	-55,162	-8.3%	-41,350	-8.9%
Costo por Servicios Hoteleros	-23,464	-5.8%	-28,062	-6.6%	-29,741	-5.4%	-21,949	-6.0%	-32,945	-4.9%	-26,491	-5.7%
Costo por Servicios de Renta Inmobiliaria	-1,500	-0.4%	-1,844	-0.4%	-1,033	-0.2%	-1,134	-0.3%	-1,333	-0.2%	-920	-0.2%
Costos Totales	-237,936	-58.6%	-288,892	-67.8%	-383,411	-69.0%	-249,898	-68.1%	-456,919	-68.4%	-307,645	-65.9%
Utilidad Bruta	167,964	41.4%	137,084	32.2%	172,210	31.0%	117,235	31.9%	210,927	31.6%	159,294	34.1%
Gastos de Administración	-49,918	-12.3%	-56,129	-13.2%	-64,498	-11.6%	-49,710	-13.5%	-72,473	-10.9%	-62,059	-13.3%
Gastos de Ventas	-37,613	-9.3%	-22,127	-5.2%	-27,910	-5.0%	-26,088	-7.1%	-36,289	-5.4%	-31,767	-6.8%
Otros Ingresos / Gastos, Neto	-2,981	-0.7%	-2,082	-0.5%	37,994	6.8%	7,554	2.1%	15,610	2.3%	27,882	6.0%
Utilidad de Operación	77,452	19.1%	56,746	13.3%	117,796	21.2%	48,991	13.3%	117,775	17.6%	93,350	20.0%
Gastos Financieros	-13,119	-3.2%	-10,852	-2.5%	-9,984	-1.8%	-8,331	-2.3%	-10,645	-1.6%	-7,592	-1.6%
Utilidad Antes de Diferencia en Cambio	64,333	15.8%	45,894	10.8%	107,812	19.4%	40,660	11.1%	107,130	16.0%	85,758	18.4%
Diferencia en Cambio	1,474	0.4%	21,350	5.0%	-41,345	-7.4%	-19,276	-5.3%	-34,623	-5.2%	-41,454	-8.9%
Participación en inversiones	0	0.0%	0	0.0%	1,228	0.2%	-2	0.0%	-3,084	-0.5%	2,115	0.5%
Utilidad Antes de Partic. e IR	65,807	16.2%	67,244	15.8%	67,695	12.2%	21,382	5.8%	69,423	10.4%	46,419	9.9%
Impuesto a la Renta	-17,144	-4.2%	-23,863	-5.6%	-21,358	-3.8%	-6,633	-1.8%	-22,942	-3.4%	-13,934	-3.0%
Utilidad / Pérdida Neta	48,663	12.0%	43,381	10.2%	46,337	8.3%	14,749	4.0%	46,481	7.0%	32,485	7.0%

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Indicadores

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Sept.14	Dic.14	Sept.15
Solvencia						
Pasivo / Patrimonio	3.22	3.25	2.86	3.05	2.82	3.37
Total Pasivo / Total Activo	0.76	0.76	0.74	0.75	0.74	0.77
Deuda L/P / Patrimonio	0.87	0.93	0.98	0.91	0.94	1.10
Pasivo Corriente / Total Pasivos	0.63	0.63	0.59	0.65	0.62	0.60
Deuda Financiera Neta / EBITDA**	2.29	2.92	2.67	3.02	2.87	2.10
Deuda Financiera Neta / Patrimonio	1.19	1.36	1.30	1.32	1.35	1.59
Liquidez						
Liquidez Corriente	1.18	1.27	1.35	1.27	1.22	1.23
Prueba Acida	0.30	0.30	0.35	0.20	0.30	0.29
Capital de Trabajo	62,068	110,256	168,479	158,737	125,415	160,899
Gestión						
Gastos Adm y Vtas / Ingresos	21.6%	18.4%	16.6%	20.6%	16.3%	20.1%
Gastos Financieros / Ingresos	3.2%	2.5%	1.8%	2.3%	1.6%	1.6%
Rotación de Cobranzas	45	45	44	56	50	66
Rotación de Cuentas por Pagar	52	66	97	119	183	155
Rotación de Inventarios	447	490	443	641	415	566
Ciclo de conversión de efectivo	439	469	390	578	282	477
Rentabilidad						
Margen Bruto	41.4%	32.2%	31.0%	31.9%	31.6%	34.1%
Margen Neto	12.0%	10.2%	8.3%	4.0%	7.0%	7.0%
Margen Operativo	19.1%	13.3%	21.2%	13.3%	17.6%	20.0%
ROAE *	32.3%	23.5%	19.2%	15.2%	15.2%	20.0%
ROAA *	7.2%	5.5%	4.8%	3.7%	4.0%	4.7%
Generación						
EBIT del Periodo (en miles de Nuevos Soles)	80,572	84,834	127,879	122,267	142,889	247,949
EBITDA** del Periodo (en miles de Nuevos Soles)	88,253	93,076	137,521	130,706	155,753	261,641
Margen EBITDA**	21.7%	21.9%	24.8%	21.6%	23.3%	24.1%
FCO del Periodo (en miles de Nuevos Soles)	-5,762	-36,393	-90,749	-39,837	-6,967	-6,980
Cobertura						
EBITDA** / Servicio de deuda (veces)	0.90	0.70	2.74	1.19	1.83	1.99
EBITDA** / Gastos Financieros (veces)	6.73	8.58	13.77	11.75	14.63	26.41
FCO / Servicio de Deuda (veces)	-0.06	-0.28	-1.81	-0.24	-0.08	-0.05

*Anualizados

**EBITDA Ajustado incluye ingresos financieros por letras generadas