



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 mayo de 2016

Clasificación	Categoría	Definición de Categoría
Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. Negocio Inmobiliario (Primera Emisión – US\$20.1 millones)	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 – 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 Soles
Primera Emisión:	US\$20.1 millones 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 (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, la Primera Adenda al Contrato Marco para la Constitución de Fideicomisos de Titulización y los Estados Financieros Auditados del Originador correspondientes a los años 2012, 2013, 2014 y 2015, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2015 y 2016.

Fundamento: Tras el análisis realizado, el Comité de Clasificación de Equilibrium resolvió mantener la categoría AA-.pe a la Primera Emisión contemplada dentro del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar del Negocio Inmobiliario de Los Portales S.A. (en adelante Los Portales, el Originador o la Compañía).

Sustenta dicha decisión la naturaleza de los activos titulizados, que consisten en cuentas por cobrar del negocio de habilitación urbana del Originador, las mismas que se respaldan con letras de cambio. Adicionalmente, favorece la categoría otorgada la estabilidad del negocio inmobiliario desarrollado por la Compañía, cuyo posicionamiento, experiencia y *know-how* permiten adecuadas proyecciones de crecimiento. Asimismo, se recoge la estructura de la titulización, la misma que cuenta con mejoradores como la Cuenta Reserva (equivalente a la siguiente cuota trimestral a pagarse), resguardos atribuibles tanto al Patrimonio Fideicometido (PF) como al Originador y la constitución del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, el mismo que busca aislar los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas de los riesgos propios del Originador.

No obstante lo anterior, restringe el poder otorgar una mayor clasificación a los Bonos el hecho que el Patrimonio

Fideicometido de Inmuebles no esté registrado (aunque sí constituido), lo que implica que cualquier acreedor del Originador pueda embargar los lotes, aunque este riesgo se mitigue mediante el papel que juega el *Controller* (quien se apoya en el sistema de Alerta Registral) y mediante el compromiso que asume Los Portales (el Originador) de sustituir las cuentas por cobrar cedidas que no cumplan con las características descritas en el presente informe. Asimismo, se incluyen las debilidades atribuibles a Los Portales, entre las que se encuentran la exposición contable que tiene la Compañía a las fluctuaciones del tipo de cambio (pues a nivel de flujos se encuentra calzada), las mismas que en el 2015 impactaron contra resultados, aunque esta tendencia logra revertirse al primer trimestre del año en curso. Se observa igualmente como limitante la elevada palanca contable que registra el Originador, la misma que recoge un mayor crecimiento del pasivo en relación del patrimonio, sustentado en parte por la incorporación de obligaciones financieras a raíz de la Primera Emisión bajo este Programa, así como por el desembolso de mayores préstamos bancarios hacia finales del ejercicio 2015. Se toma en consideración igualmente la volatilidad registrada en el flujo de caja operativo (FCO) de Los Portales a lo largo de

los últimos ejercicios, situación que deriva de la compra de terrenos y acumulación de cuentas por cobrar comerciales. En este sentido, cabe mencionar que el déficit del FCO que se observó hasta mediados del ejercicio 2015 se revierte al cierre del mismo ejercicio a raíz de los nuevos lineamientos corporativos, que dan prioridad a la generación de caja.

En el año 2015 se constituyó el Patrimonio Fideicometido (PF) denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861 Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa”, con el propósito de refinanciar las obligaciones financieras del Originador, procurando que tanto en términos de tasas como de plazos se alcance una estructura de capital adecuada para la Compañía.

Mediante la constitución del PF, se realiza la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas y respaldadas por letras de cambio, que sirven para atender el pago de las obligaciones a cargo de éste último. Asimismo, se realiza 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 ha finalizado el proceso de independización).

Al respecto, es de señalar que Los Portales se encuentra gestionando la incorporación de una Primera Adenda al Contrato Marco para la Constitución de Fideicomisos de Titulización, la misma que aún no ha sido aprobada por parte de los Bonistas. Según dicho documento, el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles se denominaría Patrimonio Fideicometido de Inmuebles Global (PFIG) y contendría el conjunto de lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas correspondientes a todas las emisiones bajo este Segundo Programa, en lugar de constituir un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles por cada emisión, según lo establecido en los documentos iniciales del Programa. Esta mecánica busca facilitar la operatividad y manejo de los inmuebles detrás de las letras de cambio que respaldan las cuentas por cobrar cedidas. Equilibrium considera que los cambios propuestos bajo la Primera Adenda al Contrato Marco para la Constitución de Fideicomisos de Titulización, no agregan mayores riesgos a los ya contemplados inicialmente dentro de la estructura, por lo cual la categoría de AA-pe otorgada a las emisiones del Segundo Programa de Bonos Titulizados no se vería afectada.

Por otro lado, cabe señalar que el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles estará inscrito en el Registro Mobiliario de Contratos más no en el Registro de Propiedad Inmueble. 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.

Actualmente, la estructura de la titulización considera *covenants* que aplican al Originador y al Patrimonio

Fideicometido (medidos mensualmente), los mismos que a la fecha de análisis se han venido cumpliendo. No obstante, el resguardo aplicable a Los Portales que calcula el EBITDA Ajustado/Servicio de Deuda (1.37 veces al cierre de 2015) se ubicó cerca al mínimo requerido (1.30 veces), por lo que se espera un ajuste al alza durante el año en curso. Es de indicar que al 31 de marzo de 2016 dicho ratio mejoró y se ubicó en 1.62 veces.

A fin de que los mejoradores de la estructura sean efectivos, Los Portales reemplaza las cuentas por cobrar cedidas ya recaudadas, que hayan sido canceladas anticipadamente o que estén respaldando lotes afectados por otros acreedores. En base a este último factor, se hace relevante el papel del *controller* quien monitorea el estado registral de los lotes. Por otro lado, es importante que se mantenga la capacidad del Originador para generar más cuentas por cobrar, lo que permitiría además que la duración del bono no sea modificada.

En este sentido, se debe señalar que 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, que a su vez significó para el Originador ingresos por S/576.7 millones, representando el 75.0% de los ingresos totales durante el ejercicio 2015.

Cabe indicar que las cuentas por cobrar que se transfieren al PF están respaldadas por letras de cambio, las mismas que representan la obligación de pago que los adquirentes de lotes habilitados realizan hasta en 72 cuotas mensuales. Estas cuentas por cobrar se aportan al PF si es que el pago del total del lote ha sido completado entre el 30% y 40% (esto no constituye una obligación que figure en los documentos de titulización). Cabe añadir que el Originador mantiene la reserva de dominio sobre los lotes hasta que se entregan al cliente una vez concluidos los pagos. La morosidad entre enero y marzo de 2016 de las cuentas por cobrar cedidas al PF de la primera emisión fue de 1.55% en promedio.

En base al análisis efectuado, Equilibrium considera que la capacidad de observancia del Patrimonio en Fideicomiso con las obligaciones derivadas de los Bonos Titulizados en el plazo pactado se mantiene y se ve favorecida por la experiencia y la capacidad de generación de cuentas por cobrar de la unidad inmobiliaria de Los Portales. Sin embargo, el continuo incremento de las obligaciones financieras del Originador, así como la depreciación de la moneda funcional (el Sol), podrían continuar presionando los ratios de apalancamiento y los resguardos financieros del Programa. De este modo, a la fecha de análisis se considera relevante que la capacidad de generación de cuentas por cobrar de Los Portales se mantenga, motivo por el que se espera que los indicadores de solvencia hacia junio de 2016 mejoren.

Fortalezas

1. Los lotes asociados a las cuentas por cobrar cedidas se encuentran en un patrimonio autónomo que mitiga el riesgo de no pago por parte de los clientes, en caso de insolvencia del Originador.
2. El Originador mantiene la reserva de dominio hasta que se hayan cancelado todas las letras de cambio pactadas en el contrato de compra-venta garantizada.
3. Los lotes incorporados al Patrimonio en Fideicomiso de Inmuebles cuentan con resolución de habilitación urbana y conformidad de obra de servicios, certificando la culminación de las obras.
4. Experiencia y *know-how* en los negocios en los que participa el Originador.

Debilidades

1. No se registra el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles Global, lo que implica un riesgo de embargo o afectación por un tercero en caso el Originador no pueda reemplazar las cuentas por cobrar cedidas.
2. Elevada palanca contable registrada por el Originador.
3. Exposición al riesgo cambiario, afectando el resultado neto y consecuentemente el crecimiento del patrimonio de la Compañía.
4. Limitado respaldo patrimonial hacia el Originador otorgado por el accionista Empresas ICA S.A.B., de CV, actualmente en proceso de reestructuración financiera.

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 titulización, 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 titulización son las siguientes:

1. Originador: Los Portales S.A., empresa que desarrolla sus actividades a través de tres líneas de negocio: de desarrollo inmobiliario, administración de playas de estacionamiento y hoteles. 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 Titulización: 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, además de los intereses que estas cuentas generen.
2. Activos del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles: 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. En caso esta cuenta no sea abra, 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.

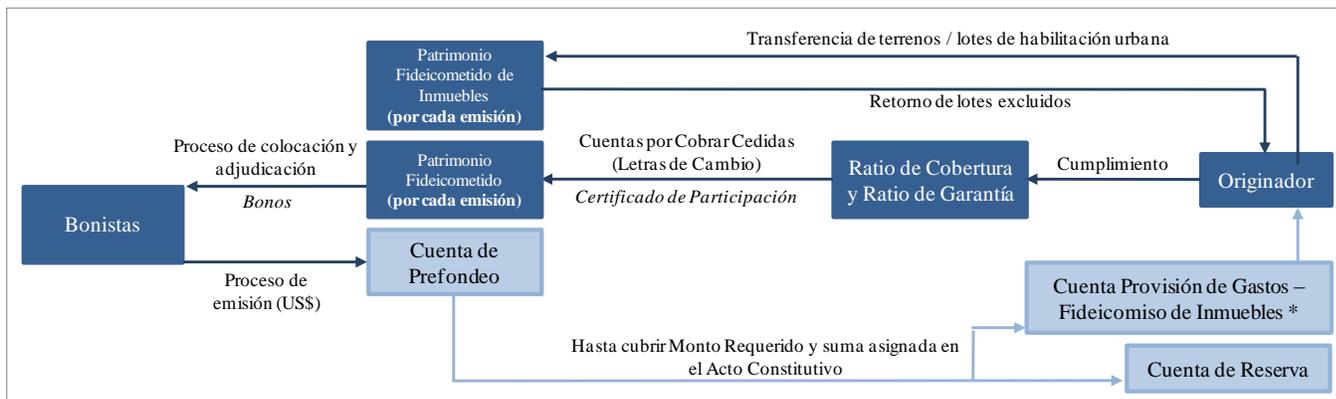
Proceso de Titulización

El Fiduciario y el Originador, según lo acordado en el Contrato Marco, constituyeron el Patrimonio Fideicometido denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg. 861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Segundo Programa” e incluirá el número de cada 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 produce 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 es 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, procede 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 procede 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 respaldan 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

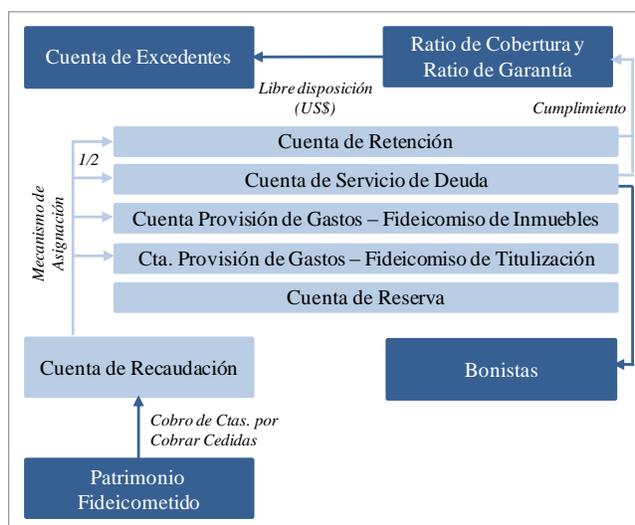
El Servidor es el encargado de realizar las gestiones de cobranza y recaudación de los Ingresos generados por los Activos del Patrimonio Fideicometido, es decir de la cobranza de las Cuentas por Cobrar Cedidas. Dichos ingresos son depositados directamente en la Cuenta de Recaudación. Luego, durante cada 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. Al 31 de marzo de 2015 este ratio fue de 1.47 veces.
Ratio de Cobertura ≥ 1.30 veces	Divide: i) Cuenta de Servicio de Deuda + Valor nominal de los flujos de las Cuentas por Cobrar Cedidas hasta el pago de la próxima cuota, entre ii) Monto Requerido de la deuda para el pago del próximo SD. Al 31 marzo de 2016, este ratio fue de 1.72 veces.

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 1.30 veces.
3. Ratio Deuda Financiera Neta/Patrimonio Neto menor o igual a 1.65 veces.

Covenants atribuibles al Originador	
Deuda Financiera Neta/EBITDA Ajustado	-Menor o igual a 3.75 veces. Al 31 de diciembre de 2015 el ratio fue de 2.82 veces (2.67 veces al 31 de marzo de 2016).
EBITDA Ajustado/Servicio de Deuda	-Del segundo semestre de 2014 en adelante: mayor o igual a 1.30 veces. Al 31 de diciembre de 2015 el ratio fue de 1.37 veces (1.62 veces al 31 de marzo de 2016).
Deuda Financiera Neta/Patrimonio Neto	-Menor o igual a 1.65 veces. Al 31 de diciembre de 2015 el ratio fue de 1.39 veces (1.28 veces al 31 de marzo de 2016).

DESCRIPCIÓN DEL ORIGINADOR

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

Reorganización Empresarial

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

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

Por otro lado, en Junta General de Accionistas realizada el 29 de abril de 2010, se acordó la fusión por absorción de Los Portales S.A. con Inversiones en Inmuebles S.A., Inversiones en Estacionamientos S.A. (estas dos últimas empresas

relacionadas) y con su subsidiaria Constructora Los Portales S.A.

El 18 de marzo de 2013, la Junta General de Accionistas aprobó el proceso de Reorganización Simple que entró en vigencia el 31 de marzo de 2013 y tuvo por objetivo escindir del patrimonio de Los Portales S.A. un bloque patrimonial constituido por la unidad de negocio Centro Comercial Lima Outlet Center, el mismo que fue aportado a Strip Centers del Perú S.A. en asociación con Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C.

Accionistas

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

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

GR Holding S.A. (empresa del Grupo Raffo), mantiene el 50% del accionariado de Los Portales, mientras que Constructoras ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México, conjuntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. posee el 50% restante. Cabe indicar que Grupo ICA tiene una clasificación internacional de Caa3 asignada por Moody's Investors Service. Cabe señalar que a la fecha de elaboración del presente análisis, ICA S.A. de C.V. no cuenta con un plan de reestructuración financiera que haya seguido a su anuncio de no pago de intereses (US\$31 millones) por obligaciones financieras.

Directorio y Gerencia

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

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

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

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

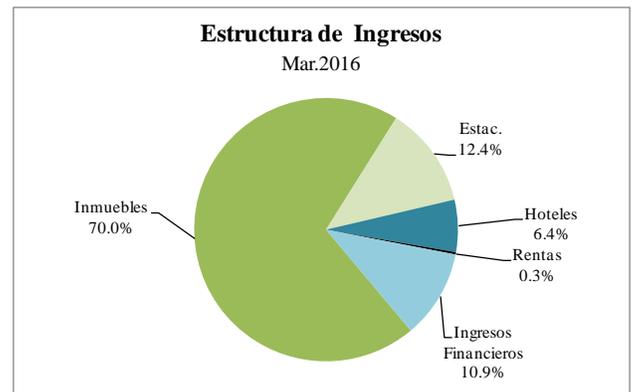
Gerencias	
Guillermo Veloachaga Raffo	Gerente General
---	Gerente Central de Administración y Finanzas*
Wilfredo De Souza Ferreyra Ugarte	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Negocios de Estacionamientos
Luis Gómez Corthorn	Gerente de Negocios Hoteleros
Fernando Gomez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

* Gerencia vacante

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

Estrategia de Negocios

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



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

➤ Unidad Vivienda

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

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

➤ Negocio de Estacionamientos

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

➤ Negocio Hotelero

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros de lujo y de carácter corporativo. Los Portales opera cinco hoteles: Country Club Lima Hotel, Los Portales Hotel Tarma, Los Portales Hotel Piura, Los Portales Hotel Chiclayo y Los Portales Hotel Cuzco, además gerencia el hotel Las Arenas de Máncora,

en Piura. Al 31 de diciembre de 2015, esta unidad representa el 7.0% de los ingresos totales de la Compañía (7.5% en el 2014).

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

➤ **Negocio de Rentas**

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

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

**ANALISIS FINANCIERO
LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS**

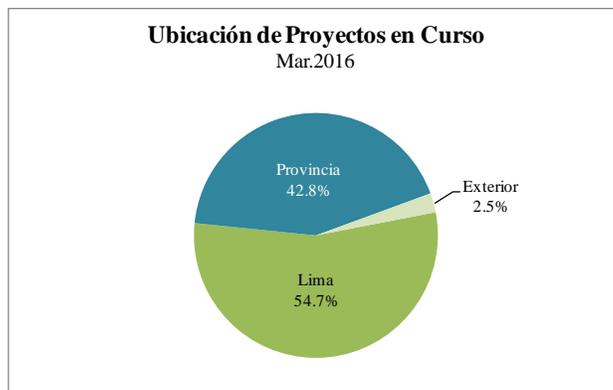
Activos

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



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

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



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

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

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

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

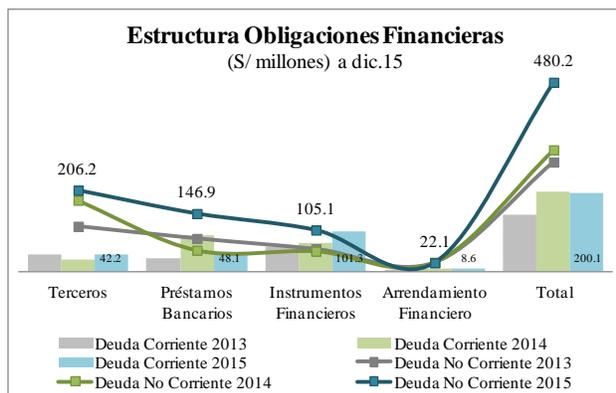
Es de señalar que la partida Inversiones Inmobiliarias, que a diciembre de 2015 representan el 11.9% del total de activos, comprende principalmente terrenos adquiridos por Los Portales como "reserva territorial", sobre los cuales a la

fecha de análisis no se ha definido un uso y en el corto plazo no serán vendidos ni desarrollados. Estos terrenos comprenden un área total de 141.3 has. (129.2 has. a diciembre de 2014) y están distribuidos en los distritos de La Molina, Chosica y Carabayllo en Lima, además de las ciudades de Piura, Ica y Chimbote.

Pasivos y Patrimonio

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

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



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

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

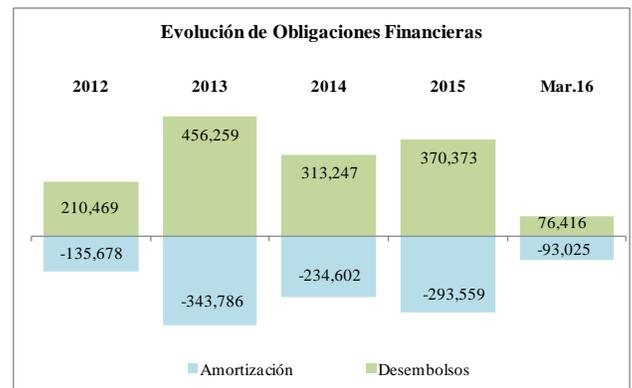
El componente más caro de las obligaciones financieras son los préstamos otorgados por terceros (personas naturales y fondos de inversión), los mismos que devengan a una tasa de 10.40% a diciembre de 2015 (10.36% en el 2014). En este sentido, es de mencionar que uno de los objetivos de la Compañía al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

Por otro lado, al cierre del ejercicio 2015 los instrumentos financieros corrientes incluyen papeles comerciales (S/78.4 millones), así como la parte corriente de los bonos titulizados (S/22.0 millones). Cabe mencionar que la Serie D de la Primera Emisión de Papeles Comerciales de Los Portales redimió el 08 de junio de 2015, la Serie B de la Tercera Emisión redimió el 15 de noviembre de 2015 y la Serie A de

la Cuarta Emisión redimió el 11 de septiembre del mismo año. En adición, las Series C, D, E y F de la Tercera Emisión (US\$23.98 millones en total) fueron colocadas el 17 de abril, el 02 de septiembre, el 13 de noviembre de 2015 y el 25 de febrero de 2016, respectivamente.

En el mes de febrero de 2013 se realizó la emisión de bonos por US\$25.0 millones bajo el Primer Programa de Bonos Titulizados (a tasa de 7.34375%) con el objetivo de repagar la deuda con terceros, que en ese entonces pagaban tasas de interés de aproximadamente 13.0%. Los activos titulizados de la operación son cuentas por cobrar del negocio inmobiliario. Posteriormente, el día 30 de diciembre de 2015 se realizó la Primera Emisión de bonos por US\$20.1 millones bajo el Segundo Programa de Bonos Titulizados (tasa de 8.0938%), los mismos que redimen en el año 2021.

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



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

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

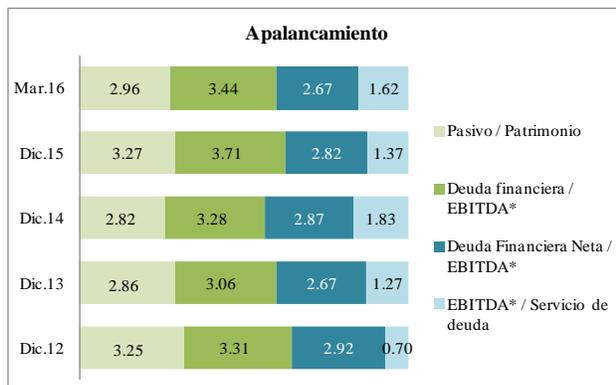
Cabe señalar que al 31 de marzo de 2016, las obligaciones financieras se redujeron en S/32.1 millones respecto de diciembre 2015, lo que va de la mano con lo proyectado para el presente año. Dicha disminución incorpora la amortización de S/31.9 millones de las obligaciones con terceros (corrientes como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

En cuanto a los ratios de solvencia, al 31 de diciembre de 2015 el apalancamiento contable (pasivo/patrimonio) se incrementa en relación al año 2014 al pasar de 2.82 a 3.27 veces, toda vez que el crecimiento del total de pasivos (+31.4%) fue mayor al del patrimonio (+13.4%). Asimismo,

la palanca financiera (deuda financiera neta/EBITDA Ajustado) disminuye ligeramente al pasar de 2.87 a 2.82 veces. A marzo de 2016, estos ratios se ubicaron en 2.96 veces y 2.67 veces, respectivamente, mostrando una mejora durante dichos meses.

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

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



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

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

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

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

Destaca el incremento de las cuentas por pagar comerciales a corto plazo entre el ejercicio 2014 y 2015 (+35.4%), las que representan el 16.8% de los activos, toda vez que Los Portales presenta un mayor saldo de facturas por pagar originadas por la adquisición de terrenos, materiales y suministros de construcción, además de servicios prestados

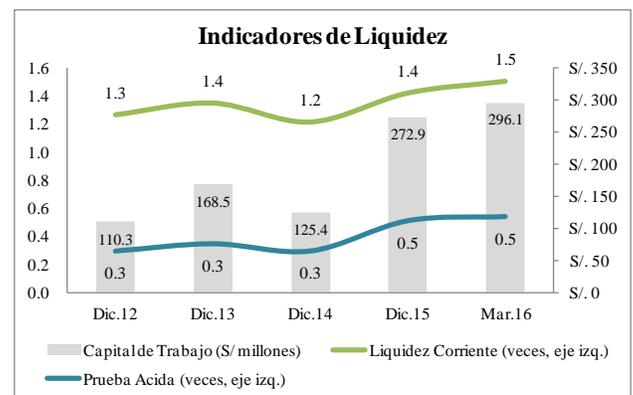
por empresas relacionadas al desarrollo de obras. Sin embargo, al 31 de marzo de 2016, esta partida retrocede en 26.5% respecto al cierre de 2015, situándose en un nivel similar al del año 2014 (S/197.4 millones).

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

Liquidez

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

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



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

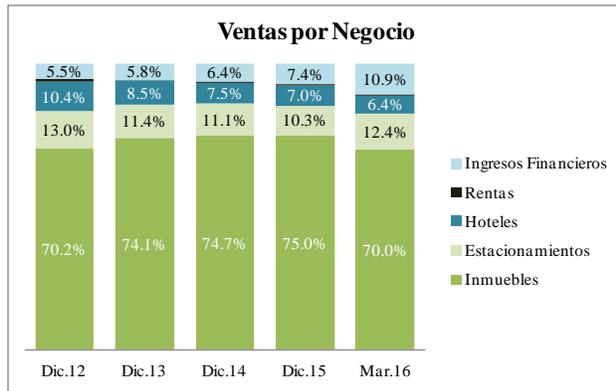
Se debe indicar que los anticipos abonados a ingresos retroceden al pasar de S/345.6 millones a S/311.9 millones entre los ejercicios 2014 y 2015, mientras que los anticipos recibidos en el año incrementaron al pasar de S/296.4 millones a S/324.0 millones, respectivamente.

Resultados

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

hoteles y de rentas, que acumulan un aumento de S/9.1 millones entre ejercicios.

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

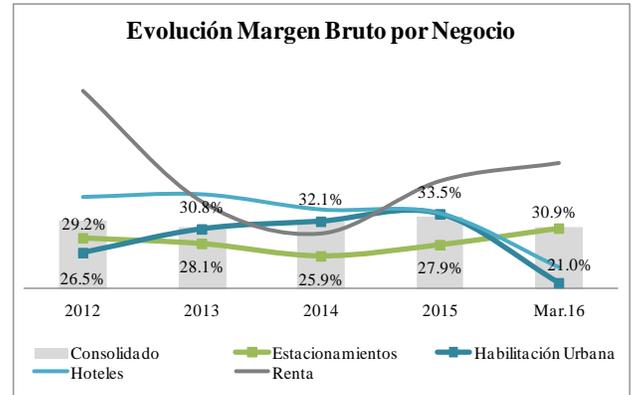


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

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

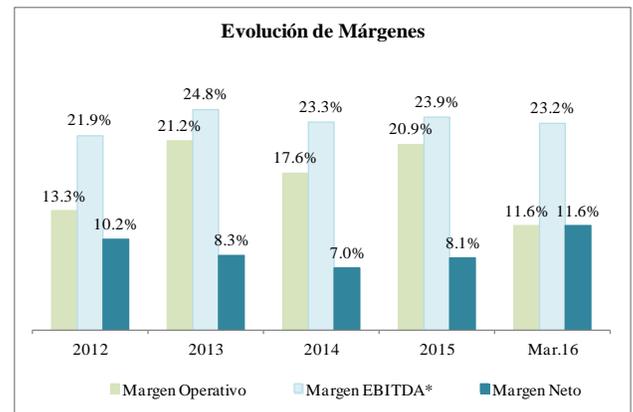
Cabe mencionar que según las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) que rigen la contabilidad de Los Portales, las ventas de la unidad inmobiliaria se reconocen en el estado de resultados una vez que se realice la entrega física del bien, por lo que suelen presentar estacionalidad a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

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



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

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



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

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

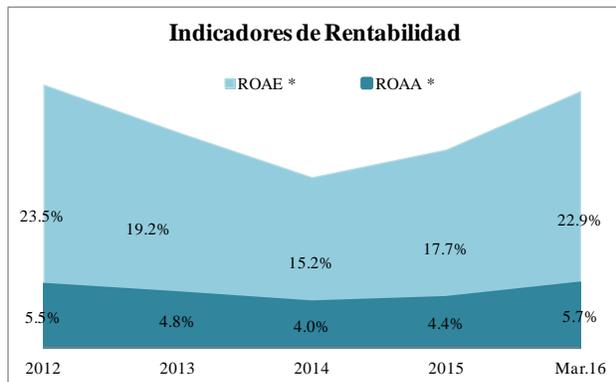
Entre los ejercicios 2014 y 2015 el margen operativo pasó de 17.6% a 20.9%, incrementándose en S/42.7 millones. No obstante, este crecimiento incluye S/31.3 millones generados por la actualización del valor razonable de terrenos de cuenta de inversiones inmobiliarias, los mismos que en el periodo 2014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

La generación del negocio -medida a través del EBITDA Ajustado- pasó de S/155.8 millones a S/183.5 millones entre el 2014 y 2015. Es de indicar que para el cálculo de este indicador, la Compañía toma en cuenta los gastos financieros de las deudas utilizadas para financiar los proyectos de habilitación urbana, los mismos que son reconocidos como

parte del costo de ventas, mas no toma en cuenta el ingreso extraordinario de S/31.3 millones por cambio en valor razonable de los terrenos en reserva.

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

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



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

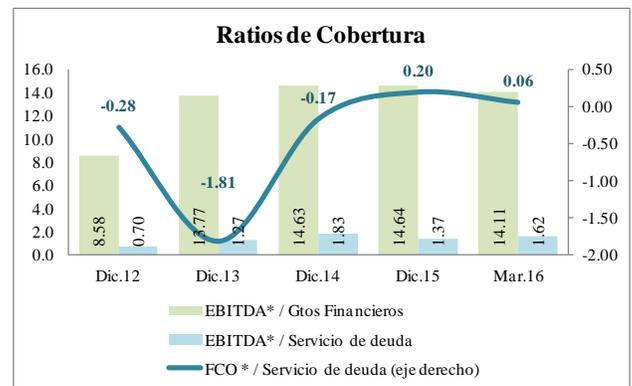
Indicadores Financieros de Cobertura (Covenants)

Para este análisis, se consideran los siguientes indicadores:

- EBITDA Ajustado/Gastos Financieros: revela el nivel de cobertura de los intereses por la generación propia del negocio. Este indicador se mantiene en niveles adecuados desde diciembre de 2012 y en una tendencia positiva. Al cierre de 2015, este ratio se ubica en 14.64 veces (14.63 veces en el año 2014), mientras que al 31 de marzo de 2016 el ratio se situó en 14.11 veces.
- EBITDA Ajustado/Servicio de Deuda: revela la capacidad de generación en relación a las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. Desde mediados del año 2015 este indicador se ubicó muy cerca al mínimo que debe cumplir en marco de los programas de bonos titulizados del negocio inmobiliario (1.30 veces),

ubicándose a diciembre de 2015 en 1.37 veces. No obstante, al 31 de marzo de 2016, el mismo mejora y se sitúa en 1.62 veces. Equilibrium espera que este indicador mantenga una tendencia que asegure el cumplimiento de los resguardos a futuro.

- Flujo de Caja Operativo (FCO)/Servicio de Deuda: revela la caja derivada de las actividades de operación del negocio en relación a las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. Producto de la mejor posición de efectivo con la que cuenta Los Portales al cierre de 2015, este indicador se ubica en 0.20 veces, después de encontrarse en anteriores periodos estresado por el perfil de la deuda y de la posición negativa del FCO. Al 31 de marzo de 2016, el indicador se ubica en 0.06 veces, utilizando para el cálculo el Flujo de Caja Operativo Anualizado.



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

PRIMERA EMISIÓN DEL 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\$20.1 millones.

Valor Nominal: US\$5,000.0 cada uno.

Series: Única.

Precio de Colocación: A la par.

Tasa: 8.0938%.

Fecha de Emisión: 21 de diciembre de 2015.

Fecha de Redención: 29 de diciembre de 2021.

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 prepago de cuentas por pagar con terceros que mantiene el Originador.

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Estado de Situación Financiera

En miles de Soles

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

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Estado de Resultados

En miles de Soles

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

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Indicadores

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

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

**Anualizados

**Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A.
Negocio Inmobiliario - 2do. Programa - 1era. Emisión**

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA

(Miles S/)	Dic.15	%
ACTIVOS		
Activo Corriente		
Caja y bancos	6,460	4.5%
Otros	0	0.0%
Total Activo Corriente	6,460	4.5%
Activos en titulación	136,602	95.5%
TOTAL ACTIVO	143,062	100.0%
PASIVO		
Pasivo Corriente		
Cuentas por pagar	0	0.0%
Obligaciones por titulación	30	0.0%
Total Pasivo Corriente	0	0.0%
Pasivo No Corriente		
Bonos por titulación	68,432	47.8%
Total Pasivo No Corriente	68,432	47.8%
TOTAL PASIVO	68,432	47.8%
PATRIMONIO		
Título de participación	74,542	52.1%
Resultados acumulados	0	0.0%
Resultado del ejercicio	58	0.0%
TOTAL PATRIMONIO	74,600	52.1%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	143,032	100.0%

ESTADO DE RESULTADOS

(Miles S/)	Dic.15
Ingresos	
Intereses por cartera titulizada	0.00
Gastos	
Intereses por bonos de titulación	-30
Gastos administrativos	-11
Total Costos Operaciones	-40
RESULTADO OPERACIONAL	-40
Diferencia en cambio	99
Ingresos financieros	0
RESULTADO DEL EJERCICIO	58

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 RECOMENDACION 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, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

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

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

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

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