

Patrimonio en Fideicomiso– D. Leg. No. 861, Título XI, Los Portales S.A. - Negocio Inmobiliario – Primera Emisión

Informe Anual

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
Primer Programa de Bonos de Titulización de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario			
Primera Emisión.	AA-(pe)	N.M.	

* Informe con cifras auditadas a diciembre 2013

NM: No modificado anteriormente

Perspectiva

Estable

Analistas

Sergio Castro Deza
(511) 444 5588
sergio.castro@aai.com.pe

Maria Delia Linares
(511) 444 5588
mariadelialinares@aai.com.pe

Antecedentes–Participantes

Emisor: “Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. Nº 861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario- Primera Emisión”.

Originador: Los Portales S.A.

Fiduciario: Continental Sociedad Titulizadora.

Monto del Programa: Hasta por US\$60 millones o su equivalente en moneda nacional.

Primera Emisión: Hasta US\$25 millones.

Flujos Cedidos en Fideicomiso: Cuentas por cobrar, representadas en letras de cambio, producto de la venta de lotes de terreno de habilitación urbana.

Garantías Adicionales: Fideicomiso de inmuebles conformado por los lotes de terreno asociados a la cuentas por cobrar cedidas. No es una garantía directa. Busca aislar a los lotes de los riesgos propios del Originador.

Otros: - El Servidor será Los Portales, pudiendo ser sustituido, según las condiciones establecidas en el Contrato Marco.

-La Estructura no tiene recurso contra el Originador.

Fundamentos

La clasificación otorgada a la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización hasta por US\$25 millones se sustenta en:

1. Estructura Financiera.- Cuenta con el respaldo de un **Patrimonio Fideicometido de Titulización (PF)** de cuentas por cobrar (CxC), representadas por letras de cambio, cuyos derechos de cobranza fueron cedidos por Los Portales a dicho Patrimonio. Así, con cargo al PF el Fiduciario emitió Bonos Titulizados. Cabe señalar que las letras cedidas están asociadas a contratos de compra-venta garantizada de lotes de terreno de habilitación urbana que Los Portales (el Originador o la Empresa) ha suscrito con sus clientes. Dichas letras, que suelen tener vencimientos mensuales, son emitidas a plazos de hasta 72 meses.

El PF busca desvincular a los activos cedidos, en respaldo de los Bonos, del riesgo del Originador. Sin embargo, debido a las características de los activos cedidos y a la existencia de una estructura revolvente, se busca establecer mecanismos (covenants, cláusulas de aceleración y otros) que, en el caso de un deterioro en la calidad del Originador, mitiguen el impacto en el desempeño de los activos cedidos y, en el repago de los Bonos. La Estructura no contempla recurso en contra del Originador.

Igualmente, se constituyó un **Patrimonio Fideicometido de Inmuebles (PFI)**, conformado por los lotes de terreno asociados a las CxC cedidas al PF, al haber sido adquiridos dichos lotes al crédito por los clientes de Los Portales. Así, el PFI busca aislar a dichos lotes de los riesgos propios del Originador, asegurar el cumplimiento de los procesos de independización registral y municipal de los mismos, así como evitar que factores ajenos puedan afectar el pago de las letras. Es importante indicar que el PFI no es una garantía directa para el pago de los Bonos. Cabe señalar que el Beneficiario del PFI es Los Portales y que solo en caso se haya declarado la Aceleración de los Bonos, después de tres meses, el Fiduciario podrá vender al contado los lotes de aquellos clientes que registren más de tres letras vencidas.

El **Mecanismo de Asignación de Flujos** contempla que mensualmente después de provisionar los gastos de los Fideicomisos, se depositará en la Cuenta de Servicio de Deuda el equivalente a 1/5 del monto requerido para atender el pago del siguiente cupón de los Bonos, el cual se amortiza semestralmente. Lo anterior permite recaudar oportunamente los recursos para el pago del servicio de deuda y detectar eventuales deterioros en los activos cedidos. En caso que en la Fecha de Medición mensual no se cuenten con los flujos suficientes, se transferirán en los meses subsiguientes los flujos necesarios para cubrir el monto devengado del servicio de deuda, luego de haber cubierto los gastos de los Fideicomisos.

2. Características de los Activos Cedidos.- Solo se incorporarán al PF cuentas por cobrar asociadas a lotes: i) cuyas obras de habilitación urbana estén culminadas y que ya han sido entregados a los clientes (elimina el riesgo de construcción); y, ii) que cuenten con un contrato de compra-venta garantizada con reserva de dominio a favor de la Empresa, que además incorpora penalidades en caso el cliente incumpla con sus pagos. Así, la Empresa puede resolver los contratos de aquellos clientes que incumplan con el pago de tres cuotas simultáneas. Cabe señalar que la morosidad de dichos clientes en los últimos años representó menos del 2% de la cartera. Además, la existencia de penalidades y la reserva de dominio generan incentivos para que los clientes se mantengan al día en el pago de sus obligaciones.

Asimismo, no se podrán incorporar al PF cuentas por cobrar de clientes que no estén al día en sus pagos o que hayan tenido vencidas tres cuotas simultáneamente. Además se ha establecido como límite que sólo un 10% de las CxC cedidas puedan estar asociadas a lotes destinados a segundas viviendas (casas de campo o playa).

La existencia de una Estructura revolvente asume la posibilidad que en el futuro el perfil de riesgo de los nuevos clientes pueda ser mayor que los clientes actuales. Por eso se medirá el Índice de Morosidad Global, que considera a todo el portafolio del Originador, lo que permitirá monitorear y prever un futuro deterioro del PF. A diciembre 2013 el ratio de morosidad global ascendió a 0.50%.

3. Coberturas Requeridas.- La Estructura debe mantener un Ratio de Garantía ((Cta.Serv.Deuda + Cta.Ret.+ CxC) / Saldo del Bono) de 1.30x y un Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda ((Cta.Serv.Deuda + CxC hasta próxima cuota) / Monto Requerido) de 1.30x. Las CxC que estén vencidas o que pertenezcan a clientes en situación de incumplimiento no serán tomadas en cuenta para calcular dichos ratios. El cumplimiento de estos ratios, entre otros, es requisito para que el Originador pueda disponer de los flujos excedentes del PF.

4. Cuenta Reserva.- Equivalente al monto requerido para cubrir una cuota semestral del servicio de deuda, la cual se constituirá con los recursos derivados de la emisión de los Bonos.

5. Carta Fianza (C/F).- Por US\$1.6 millones para garantizar el pago de los servicios de un nuevo Servidor (equivale a unos cuatro años de comisión) en caso Los Portales deje de serlo. Esta C/F es importante porque

una sustitución del Servidor podría incrementar los costos de mantenimiento del PF. La C/F deberá ser renovada anualmente, 30 días antes de su vencimiento, caso contrario será ejecutada y se declarará la aceleración de los Bonos. Su importe se podrá reducir a partir del inicio del sexto año en US\$0.4 millones anuales, siempre y cuando dicha disminución no afecte la clasificación de riesgo de los Bonos.

6. Mecanismos de Aceleración.- Se han establecido ciertos eventos que en caso de producirse generarán la aceleración de los Bonos. Dependiendo del grado de importancia se produce la aceleración automática o se otorga un periodo de cura, y también se concede a la Asamblea Especial la posibilidad de decidir o no la amortización anticipada.

Entre los mecanismos de aceleración figuran: i) el incumplimiento de covenants; ii) la acumulación de caja equivalente al 15% del outstanding de los Bonos, cuando ésta sea como mínimo US\$1.0 millón; iii) la disminución de la clasificación de los Bonos Titulizados menor de A(pe); iv) las cobranzas directas mensuales de CxC recibidas por la Empresa mayores al 10% de las cobranzas del periodo; y, v) el incumplimiento de obligaciones respecto a la C/F.

Otros Factores Relevantes:

i) Experiencia del Originador. Los Portales tiene cuatro divisiones de negocio, siendo la principal la División Vivienda, la cual representaba aproximadamente el 80% de los ingresos consolidados. Esta División desarrolla proyectos de habilitación urbana, viviendas sociales y viviendas multifamiliares, especialmente para los segmentos socio-económicos C y D de la población. El Grupo Raffo tiene más de 50 años de experiencia en este sector, lo cual le ha otorgado, entre otros, un *expertise* importante que le permite diseñar productos atractivos para sus clientes, obtener oportunamente permisos, licencias y servicios públicos, así como realizar eficientes campañas de promoción y venta.

Es importante indicar que actualmente Los Portales cuenta con una reserva de tierras equivalente a unos tres años de operaciones (421has), lo que sumado al dinamismo del sector, hace prever que la Empresa podrá generar nuevas CxC, que le permitirían extender el *duration* del portafolio. Además, al cierre del 2013 contaba con unos US\$30 millones en letras generadas, registradas en cuentas de orden, que podrían ingresarse al PF.

ii) Expectativas del Negocio. El país registra un alto déficit de viviendas, especialmente en los niveles socio-económicos bajos cuya capacidad adquisitiva ha venido creciendo en los últimos años, motivo por el cual el Originador ha enfocado su estrategia comercial en dicho segmento. Sin embargo, pese a la coyuntura favorable, el sector inmobiliario es cíclico y por lo tanto sensible a cambios en la coyuntura económica.

iii) Riesgo Regulatorio. La tasa de interés que cobra Los Portales a sus clientes se establece considerando la tasa máxima establecida por el BCRP para entidades no financieras, la cual es equivalente a la tasa promedio del sistema financiero para créditos a la microempresa. A diciembre 2013 esta tasa para créditos en moneda extranjera era de 17.8% (18.7% a dic-2012). En ese sentido, Los Portales financia a sus clientes con una tasa promedio entre 16 y 19%. Sin embargo, la TCEA suele ser mayor al incluirse los gastos administrativos por comisiones. Así, la TCEA del portafolio analizado se encontraba en alrededor de 23%. De esta manera, una nueva regulación que limite las tasas de interés y el cobro de comisiones podría significar un riesgo para la generación de nuevas letras.

iv) Riesgo Operacional. Si bien se ha establecido que los Clientes paguen sus obligaciones directamente en las cuentas del PF, para lo cual deberán ser notificados oportunamente de la transferencia fiduciaria de sus letras y de la cuenta bancaria en donde deberán hacer sus depósitos, es posible que algunos pagos se realicen directamente a Los Portales. Así, si se produjeran pagos directos de los clientes a Los Portales que signifiquen más del 10% de las cobranzas realizadas en el periodo de recaudación (un mes) se podría acelerar el pago de los Bonos. De esta manera, se mitiga el riesgo de redireccionamiento de flujos y asegurar la recaudación a través del PF. Cabe indicar que la custodia de las letras será realizada por el BBVA Banco Continental y que dicho banco, en la actualidad, recauda más del 90% de las letras generadas por la Empresa.

¿Qué puede gatillar el rating?

Un aumento de la morosidad o de los prepagos por encima de lo estimado y/o una disminución en el rating del Originador, pueden tener impacto en la clasificación de los Bonos Titulizados. Asimismo, cambios regulatorios que afecten las relaciones contractuales de Los Portales con sus clientes, especialmente aquellos referidos a las condiciones de los financiamientos otorgados por la Empresa, también pueden impactar en la clasificación asignada.

■ Resumen de la Estructura

El Originador, Los Portales S.A., transfirió a un Patrimonio Fideicometido de Titulización (PF) cuentas por cobrar (CxC), representadas por letras de cambio. Estas CxC se originan producto de sus operaciones de compra-venta garantizada de lotes de terreno (Lotes) asociados a la ejecución de sus proyectos de Habilitación Urbana (HU).

Con cargo a dicho PF, el Fiduciario, Continental Sociedad Titulizadora, emitió bonos por US\$25.0 millones.

Igualmente, se constituyó un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles conformado por los Lotes asociados a las CxC cedidas al PF. Esto último es posible en virtud de la reserva de dominio a favor del Originador, pactada en los contratos de compra-venta garantizada de dichos Lotes, suscritos entre el Originador y sus clientes.

Cabe señalar que este Fideicomiso de Inmuebles no es una garantía directa para el pago de los bonos. Dicho Patrimonio busca aislar a los Lotes de los riesgos propios del Originador y asegurar el cumplimiento de los procesos de independización registral y municipal de los mismos, así como evitar que factores ajenos puedan afectar el pago de las letras.

Es importante indicar que en la Estructura no existe recurso contra el Originador a favor de los titulares de los Bonos. Asimismo, Los Portales desempeñará la función de Servidor pudiendo ser sustituido, según las condiciones establecidas en los Contratos.

Los recursos captados fueron entregados al Originador quien los utilizó principalmente para sustituir pasivos financieros, con la finalidad de mejorar su calce, diversificar sus fuentes de fondeo y reducir sus costos financieros, así como para financiar proyectos de H.U.

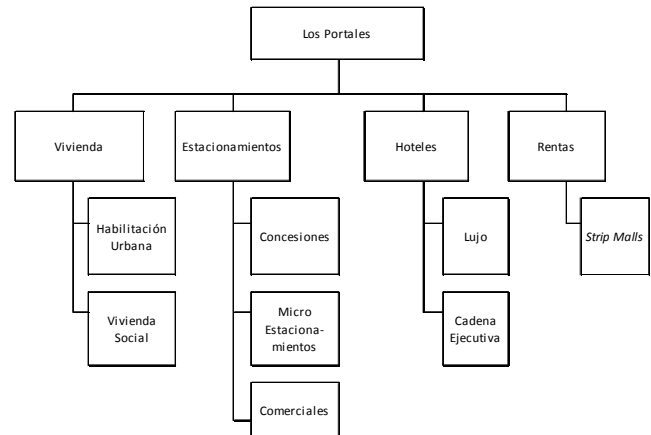
■ Originador

Los Portales S.A. (Los Portales)

La Empresa se constituyó en 1996. Tiene como principales accionistas a LP Holding S.A., perteneciente al Grupo Raffo de Perú, el cual cuenta con más de 50 años de experiencia en el sector inmobiliario, y a Constructora ICA S.A., perteneciente al Grupo ICA de México. Cabe mencionar que Constructora ICA es una de las constructoras más importantes de México y tiene presencia en varios países de Latinoamérica. Sus principales líneas de negocio son: i) construcción civil e industrial; ii) operación de infraestructura; y, iii) vivienda. A diciembre 2013, registró activos consolidados por aproximadamente US\$7,800 millones, un patrimonio neto (sin minoritarios) de

US\$1,400 millones y ventas por US\$2,300 millones. Asimismo, cuenta con una clasificación internacional de B+ / perspectiva negativa, otorgada por *Standard & Poor's*.

Actualmente Los Portales se dedica a la habilitación urbana, al desarrollo y venta de viviendas, así como a la operación de playas de estacionamiento y hoteles. Asimismo, desde el 2010 la Empresa participa en el desarrollo y operación de *strip malls*.



Fuente: Los Portales S.A.

Negocio Inmobiliario:

A través de su División Vivienda, la Empresa desarrolla proyectos inmobiliarios de habilitación urbana (H.U.) para primera y segunda vivienda, viviendas sociales, edificios multifamiliares y condominios.

Los Portales es una de las empresas líderes a nivel nacional en la venta y desarrollo de proyectos de H.U. Tiene presencia en diversas provincias del país (Lima, Ica, Piura, Chiclayo, Chimbote, Tacna y Huancayo), focalizando sus actividades principalmente en clientes de los niveles socioeconómicos C y D, a quienes se les ofrece financiamiento directo hasta en 72 meses. A diciembre 2013 contaba con 54 proyectos inmobiliarios en ejecución.

Otros Negocios: Estacionamientos, Hoteles y Rentas

La División Estacionamientos se dedica a la administración, operación, concesión e inversión de estacionamientos propios y de terceros, así como a la gestión en negocios asociados como valet parking, publicidad indoor, alquiler de áreas comerciales, lavado de autos, entre otros.

A diciembre 2013, la Empresa operaba 185 playas (167 a fines del 2012), las cuales se ubicaban en Lima, Arequipa, Chiclayo, Piura y Trujillo. Durante el 2012 y 2013 se puso énfasis en el desarrollo de iniciativas privadas con gobiernos municipales, presentando proyectos en los

municipios de La Victoria, San Isidro y Miraflores. Así, en este último distrito Los Portales participa en la ejecución de estacionamientos subterráneos a través de la empresa relacionada Consorcio de Estacionamientos Miraflores S.A.

Cabe señalar que desde el 2011 la Empresa opera los estacionamientos del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez y del Estadio Nacional.

De otro lado, al cierre del 2013 la Empresa operaba cinco hoteles propios: i) el Hotel Country en Lima, de cinco estrellas, que cuenta con 83 habitaciones; ii) el Hotel Los Portales Tarma, de tres estrellas, con 45 habitaciones; iii) el Hotel Los Portales Piura, de cuatro estrellas, con 41 habitaciones (46 adicionales en construcción); iv) el Hotel Los Portales Chiclayo, de tres estrellas, con 40 habitaciones, el cual inició operaciones en el 2010; y, v) el Hotel Los Portales Cusco, de tres estrellas, con 50 habitaciones, que inició operaciones en el 2010.

Además, Los Portales firmó un contrato de gerenciamiento con el hotel Las Arenas de Máncora, el cual inició operaciones agosto 2013 y cuenta con 22 habitaciones.

Finalmente, desde el 2010 la Empresa cuenta con la División de Renta Inmobiliaria, la cual se dedica al desarrollo y operación de *power centers*, *strip malls* y centros comerciales, y al arrendamiento de locales en dichos inmuebles. A la fecha opera el Lima Outlet Center, construido sobre un terreno de 10,000 m², con una inversión de US\$4 millones, ubicado al costado de las instalaciones del Aeropuerto Jorge Chávez.

Se debe señalar que ya se formalizó la alianza estratégica con Parque Arauco de Chile para la construcción y operación conjunta de *strip malls*, a través de la empresa conjunta “Strip Centers del Peru S.A.”, a la cual Los Portales canalizó aportes de capital hasta por S/. 30 millones.

Cabe señalar que a fines del 2013 la División Vivienda (incluye los ingresos financieros) representó alrededor del 80% de los ingresos consolidados de la Empresa.

■ Desempeño Financiero Consolidado

Es importante señalar que desde el 2011 Los Portales adoptó las NIIF (IFRS) para elaborar sus Estados Financieros Consolidados, lo que ha generado cambios contables, que deben ser considerados al momento de efectuar el análisis financiero.

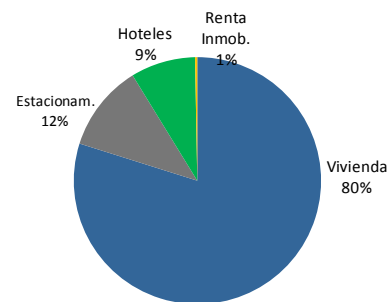
Así, en el negocio inmobiliario los ingresos contablemente recién son reconocidos como ventas cuando se realiza la entrega efectiva del bien (en este caso, el lote habilitado), siendo el dinero cobrado por la Empresa antes de dicha entrega considerado como un anticipo de clientes. Estos anticipos pueden incluir capital e ingresos financieros devengados, si la venta se efectuó al crédito.

Al momento de la entrega efectiva del lote al cliente, se registra como parte de la venta, el precio de venta más los ingresos financieros devengados hasta esa fecha. Hasta el ejercicio 2012, los ingresos financieros registrados posteriormente a la fecha de entrega, se contabilizaban como ingresos no operativos; no obstante, a partir del 2013 los ingresos financieros se registran dentro de las ventas. En ese sentido, para efectos comparativos hemos reajustado las cifras de ventas a partir del 2010, incluyendo en éstas los ingresos financieros de la División Vivienda.

Asimismo, en caso la venta se realice al crédito, las CxC de dicho cliente serán registradas en una Cuenta de Orden hasta la entrega efectiva del inmueble. Cabe señalar que a diciembre 2013 la Empresa registraba Cuentas de Orden por Letras por S/. 86.3 millones (S/. 88.7 MM a dic-2012 y S/. 92.1 MM a dic-2011).

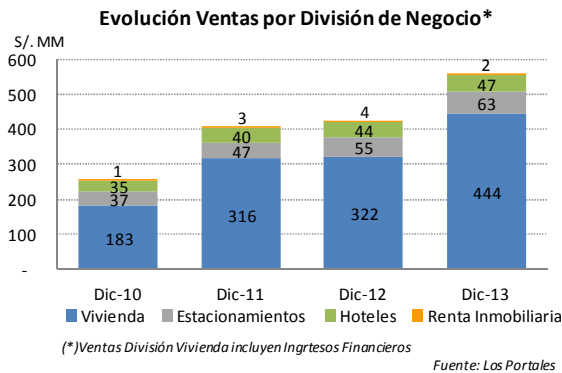
Por otro lado, los gastos financieros vinculados a las existencias son activados y los mismos pasan por resultados en la fecha de entrega efectiva del inmueble a través del costo de ventas.

Participación Ventas por División de Negocio Dic-2013



Fuente: Los Portales S.A.

De esta manera, en el 2012 las ventas totales consolidadas de la Empresa ascendieron a S/. 426.0 millones, siendo 4.9% mayores respecto al 2011, principalmente por el aumento de las ventas de las Divisiones de Vivienda y Estacionamientos. Por su parte, durante el 2013 las ventas consolidadas ascendieron a S/. 555.6 millones, siendo 30.4% superiores a lo registrado en el año anterior, debido especialmente a la mayor entrega de proyectos registrada.

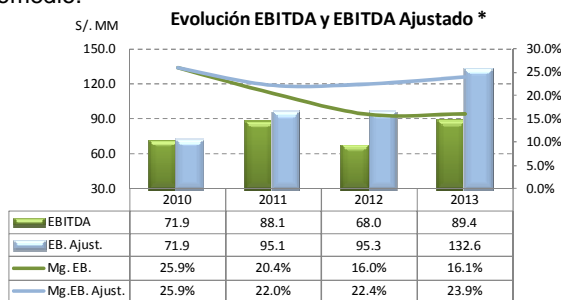


Así, a diciembre 2013 la utilidad bruta ascendió a S/. 172.2 millones y el margen bruto fue de 31.0% (S/. 137.1 MM y 32.2%, a dic-2012). La reducción en el margen se debió básicamente a: i) los mayores intereses por la deuda financiera que forman parte del costo de ventas (S/. 43.1 MM versus S/. 27.2 MM); y, ii) los mayores gastos por servicios prestados por terceros.

Es importante indicar que en la División Vivienda se registran dentro de los ingresos por ventas, los ingresos financieros asociados al financiamiento que otorga la Empresa a sus clientes por las ventas de inmuebles a plazo. Así, desde el 2013 se incluyen dentro de los ingresos operativos de la Empresa y, por lo tanto, forman parte del EBITDA.

Así, al cierre del 2013 el EBITDA (no incluye otros ingresos y egresos, ni cambios en el valor razonable de inversiones) ascendió a S/. 89.4 millones (S/. 68.0 MM en el 2012) y el margen fue 16.1%, siendo similar el del 2012.

Si calculamos el "EBITDA Ajustado", es decir, sumándole los gastos financieros contabilizados dentro del costo de ventas (GFCV), en el 2013 éste ascendió a S/. 132.6 millones y el margen EBITDA Ajustado fue de 23.9%, siendo mayor al registrado en el ejercicio anterior (S/. 95.3 MM y 22.4%). Por su parte, el ratio de cobertura de gastos financieros, medido como EBITDA Ajustado / (Gastos Fin. + GFCV), se mantuvo igual que en el 2012 (2.5x), pero fue inferior al 4.7x registrado a diciembre 2011, por los mayores gastos financieros asociados a la mayor deuda promedio.



(*) EBITDA = Ut. Operativa (no incluye otros ingresos y egresos, ni cambios en el valor razonable de inversiones) + Depreciación + Amortización
EBITDA Ajustado = EBITDA + Ingresos Fin. + GFCV

Fuente: Los Portales

En los últimos años los pasivos totales de la Empresa han mostrado una tendencia creciente, como consecuencia principalmente de: (i) el incremento de los anticipos de clientes producto de la mayor ejecución de obras de H.U.; y, (ii) el aumento de la deuda financiera para la adquisición de existencias.

Así, al cierre del 2013 la deuda financiera (incluidos los préstamos de terceros) ascendió a S/. 420.2 millones (S/. 307.7 MM a dic-2012 y S/. 233.0 MM a dic-2011). Los nuevos fondos recibidos fueron utilizados, entre otros, principalmente para la adquisición de nuevos inventarios.

Es importante mencionar que las obligaciones con terceros son una de las principales fuentes de financiamiento para la Empresa. Así, a diciembre 2013 el saldo de estas obligaciones ascendió a S/. 156.0 millones (S/. 204.4 MM a dic-2012 y S/. 134.9 MM a dic-2011), representando el 37% del total de la deuda financiera. Esta deuda tenía una tasa promedio de 11.7% con vencimientos hasta el 2018.

De otro lado, en febrero 2013, a través de un Patrimonio en Fideicomiso de cuentas por cobrar, se realizó la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Los Portales S.A. - Negocio Inmobiliario por US\$25 millones a un plazo de ocho años y una tasa de 7.34%. Los recursos de dicha emisión fueron empleados en parte para reemplazar deuda por unos US\$22 millones y el resto para financiar capital de trabajo. Así, la emisión permitió entre otros, sustituir pasivos cuyo costo financiero era mayor.

Cabe señalar que en marzo 2013 LP Holding S.A. le otorgó un préstamo a la Empresa para cancelar el saldo del crédito que mantenía con el Scotiabank por S/. 33.7 millones. Este préstamo correspondía a una obligación antigua que fue refinanciada en diciembre 2008, a un plazo de diez años y que contaba con diversas garantías hipotecarias. Asimismo, dicho préstamo fue cancelado con los recursos provenientes de un aumento de capital aprobado en marzo 2013 por S/. 51.6 millones y cuyos desembolsos fueron completados en julio 2013

Igualmente, en el 2013 Los Portales registró un Programa de Papeles Comerciales hasta por US\$50.0 millones o su equivalente en Nuevos Soles. Así, la Empresa realizó cuatro emisiones de deuda por un importe total equivalente a S/. 52.7 millones.

De esta manera, durante el 2013 la deuda financiera total se incrementó en S/. 112.5 millones. Se debe señalar que la deuda financiera de corto plazo representaba el 33.9% de la deuda total (39.4% a dic-2012), y estaba denominada básicamente en Dólares (96%), lo cual calza con la moneda en que cobran sus ingresos. Sin embargo, la mayoría de sus clientes tienen ingresos en Nuevos Soles,

por lo que existe un riesgo cambiario indirecto que podría afectar el desempeño de las CxC.

Por su parte, a fines del 2013 el ratio Deuda Financiera / (EBITDA) ascendió a 4.7x (4.5x a dic-2012), siendo significativamente mayor a lo registrado al cierre del 2011 (2.6x), explicado principalmente por el mayor endeudamiento adquirido.

Igualmente, al considerar el indicador Deuda Financiera / EBITDA Ajustado, éste ascendió a 3.2x, siendo similar al registrado a fines del 2012, pero mayor al registrado a diciembre 2011 (2.4x). El aumento se debió a que la Empresa estaba aumentando su reserva de tierras para alcanzar su nivel objetivo (pasó de aprox. 1.5 a 3.0 años), lo cual fue financiado principalmente con deuda. Así, al haberse alcanzado ese objetivo, la Clasificadora espera que este ratio no aumente y que se mantenga acorde con el rating asignado a los Bonos.

Por otro lado, en el 2013 el Flujo de Caja Operativo (CFO) fue negativo en - S/. 90.7 millones (- S/. 36.9 MM en el 2012 y - S/. 31.3 MM en el 2011). Así, las variaciones en el CFO se debieron a la naturaleza del negocio inmobiliario y al aumento de la reserva de tierras. De este modo, al haber alcanzado su nivel objetivo de reservas se esperaría que cambie la tendencia y que a futuro se empiecen a registrar flujos positivos.

Una empresa inmobiliaria puede registrar un CFO negativo. Sin embargo, éste no debería serlo por varios periodos consecutivos, ni mostrar una tendencia creciente en el tiempo. En opinión de la Clasificadora, en caso el CFO fuese negativo durante un periodo, el ratio CFO / Ingresos no debería exceder de -15%. Así, dicho indicador fue de -16.3% a diciembre 2013 y de -8.7% a dic-2012. En ese sentido, niveles negativos mayores o la existencia de CFOs negativos de manera consecutiva pueden impactar en la clasificación de los Bonos.

Otro indicador relevante es la evolución de la Deuda Financiera Neta / (Existencias + Inversiones Inmobiliarias + CxC - Anticipos), el cual a diciembre 2013 fue 62% al igual que lo registrado al cierre del 2012.

De otro lado, el patrimonio neto consolidado de la Empresa se incrementó, de S/. 199.5 millones al cierre del 2012, a S/. 282.1 millones a fines del ejercicio 2013, explicado principalmente por el aporte de capital de S/. 51.6 millones (cuyos pagos se efectuaron en tres desembolsos en los meses de mayo, junio y julio del presente año) así como por los mayores resultados acumulados.

■ Descripción de la Estructura

Primer Programa de Bonos de Titulización – Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario

En junta General de Accionistas (JGA) realizada en setiembre 2011, el Originador (Los Portales S.A.) aprobó la transferencia en fideicomiso de activos conformados por CxC, representadas por letras de cambio, a uno o más fideicomisos a partir de los cuales se emitirán Bonos de Titulización.

Asimismo, se aprobó la transferencia a uno o más fideicomisos bancarios de los lotes de terreno asociados a las referidas CxC, en los cuales se han desarrollado los negocios de habilitación urbana.

Así la titulización de las CxC se realizará mediante la constitución de un Patrimonio Fideicometido de Titulización y, además, se constituirá un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles por cada emisión, dentro del marco del Primer Programa de Bonos de Titulización hasta por US\$60 millones o su equivalente en moneda nacional.

Primera Emisión del Primer Programa.-

La Primera Emisión se realizó en febrero 2013 mediante una oferta pública por US\$25 millones. Los Bonos tienen un plazo de ocho años, con amortizaciones semestrales de capital e intereses a una tasa de 7.34375%.

Patrimonio Fideicometido de Titulización (PF):

Los Portales cederá al PF cuentas por cobrar, representadas por letras de cambio, asociadas a contratos de compra-venta garantizada de lotes de terreno de H.U. que ha suscrito con sus clientes.

Cada PF contará con las siguientes cuentas:

- i. Cuenta de Profondeo: es la cuenta en la cual se depositará lo recaudado por la colocación de los Bonos. Con esta cuenta se atenderá: a) el pago a favor del Originador por la transferencia en dominio fiduciario de las CxC cedidas; b) el monto requerido para cubrir la Cuenta Reserva; y, c) la suma para cubrir la Cuenta Provisión de Gastos - Fideicomiso de Inmuebles.
- ii. Cuenta de Reserva (CRes.): será equivalente a una cuota del servicio de deuda. Dicha cuenta será cubierta inicialmente con cargo a los recursos de la cuenta de Profondeo y en caso sea utilizada sus fondos serán reintegrados según la prelación del Mecanismo de Asignación de flujos.
- iii. Cuenta de Recaudación: es la cuenta en donde los clientes depositarán sus pagos referidos a las CxC cedidas y desde la cual se atenderá el pago de las obligaciones a cargo del PF.

- iv. Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Titulización: es la cuenta donde se deposita con cargo de los recursos de la Cuenta Recaudación un monto hasta alcanzar la suma destinada para atender los gastos de Administración del PF (comisiones del Fiduciario, pago clasificadoras, Cavali, tributos, Servidor, auditores, servicios bancarios, entre otros).
- v. Cuenta de Provisión de Gastos - Fideicomiso de Inmuebles: en ella se depositará con cargo a la Cuenta de Recaudación la suma destinada a atender los gastos para mantener el PFI (tributos, contribuciones y auditorías, entre otros).

Además, con cargo a la Cuenta de Prefondeo se provisionarán en esta cuenta, los fondos para cubrir los gastos para la administración de los inmuebles incorporados al PFI (gestiones para la inscripción de recepción de obras de H.U., y gastos de independización), siendo únicamente asumidos si el Originador es reemplazado de su cargo como Gestor.

- vi. Cuenta de Provisión de Gastos – Comisión del Servidor: en dicha cuenta se depositará el efectivo que el Originador entregue para cubrir, de ser el caso, la comisión de un nuevo Servidor, así como los fondos que se obtengan en caso se ejecute la Carta Fianza que garantiza el pago de dicha comisión.
- vii. Cuenta de Servicio de Deuda (CSD): a esta cuenta se transferirá, con cargo a la Cuenta de Recaudación, el Monto Requerido para atender el pago del servicio de la deuda.
- viii. Cuenta de Retención (CRet.): en dicha cuenta se canalizarán los flujos que deban ser retenidos según el Mecanismo de Asignación de flujos. Solo se liberarán los recursos de esta cuenta si: a) se declara la aceleración de los Bonos a efectos que se proceda al pago anticipado de los mismos; y, b) en las Fechas de Medición, cuando el Ratio de Garantía esté por encima del 1.30x y únicamente por el exceso de flujos para alcanzar el nivel requerido, y siempre que no exista un Evento de Aceleración o Incumplimiento.

Además, existirá una Cuenta de Excedentes a nombre del Originador y que será de su libre disponibilidad, en donde se depositarán los Excedentes Disponibles conforme el Mecanismo de Asignación de flujos y si se cumplen con los *covenants* establecidos.

Prelación de Pagos.-

La Cuenta Recaudadora canalizará directamente todos los pagos realizados por los clientes. Así, en cada Fecha de Medición, lo que se ha establecido será de manera mensual, el Fiduciario asignará los recursos en el siguiente orden de prelación:

1. Provisionar Gastos de Administración de los fideicomisos (PF y PFI).

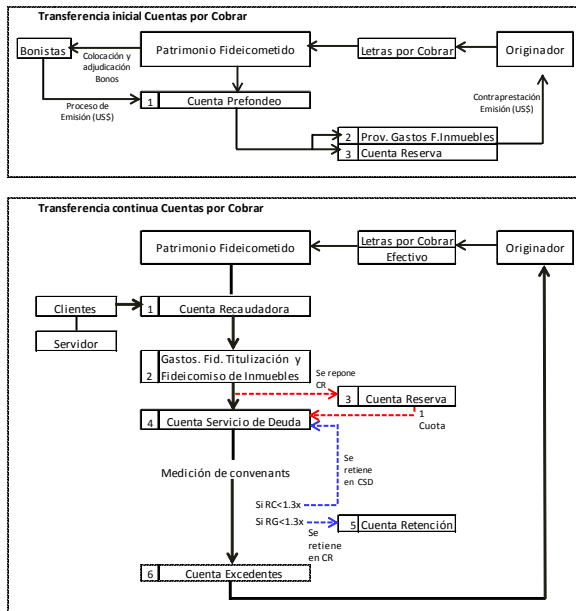
2. De ser el caso, reponer los recursos de la Cuenta Reserva en caso hayan sido empleados.
3. Una vez provisionados los Gastos de Administración, se depositará cada mes en la CSD 1/5 del Monto Requerido para el pago de la cuota semestral.
4. En caso en la Fecha de Medición no hubiesen flujos suficientes para cubrir lo señalado en el punto 3., se transferirán a la CSD en los meses subsiguientes, desde la Cuenta Recaudación, los flujos necesarios para cubrir el monto devengado, luego de haber cubierto los gastos señalados en el punto 1.
5. Si no obstante lo indicado en el punto 4., en la Fecha de Cálculo (antes del pago correspondiente), la CSD no contase con los flujos para hacer frente al pago requerido, se dispondrá de los recursos de la Cuenta Reserva.
6. Finalmente, cada mes, luego de cubrir la CSD se procederá a la medición de los ratios del PF.

En cada Fecha de Medición se medirán los Ratios de Cobertura y Garantía, en ese orden, y si ambos superan el 1.30x, entonces los montos de la Cuenta Recaudación serán depositados en la Cuenta Excedentes y los montos de la Cuenta de Retención por encima del 1.30x requerido para el Ratio de Garantía se depositarán en la Cuenta Excedentes.

Si cualquiera de los Ratios no alcanzase el 1.30x:

- a. De ser el Ratio de Cobertura, se transferirán los flujos necesarios de la Cuenta Recaudación a la CSD hasta alcanzar el monto requerido.
- b. Se procede a medir el Ratio de Garantía, y de no cumplir, se transfieren los flujos necesarios de la Cuenta Recaudación a la Cuenta de Retención hasta alcanzar dicho nivel.
- c. Finalmente si hay excedentes disponibles en la Cuenta Recaudación se depositan en la Cuenta Excedentes.

Asimismo, en cada fecha de medición se medirán los *covenants* del Originador. En caso se incumpla con uno o más de ellos se retendrá, luego de provisionado en la CSD el 1/5 requerido, el 50% de los flujos restantes hasta acumular en la Cuenta Reserva una cuota adicional del servicio de deuda.



Covenants del Patrimonio Fideicometido.

El PF deberá cumplir en cada Fecha de Medición con los siguientes ratios. Su cumplimiento será necesario para poder transferir los flujos disponibles a la Cuenta Excedentes.

- i. **Ratio de Garantía:** corresponde a la cobertura del saldo de CxC cedidas, incluido además el saldo depositado en la Cuenta de Servicio de Deuda y los flujos retenidos en la Cuenta Retención, respecto al saldo principal del Bono.

$$RG = \frac{CSD + CRet. + Saldo CxC}{Saldo Principal Bonos}$$

- ii. **Ratio de Cobertura:** corresponde a la cobertura de los saldos depositados en la Cuenta de Servicio de Deuda, adicionándole las CxC cedidas desde la Fecha de Medición hasta el pago de la próxima Cuota, respecto a la próxima Cuota a pagar.

$$RC = \frac{CSD + CxC \text{ hasta la prox. fecha pago}}{Cuota a pagar}$$

Cuando se realiza la última medición antes de la Fecha de Pago (es decir, en la Fecha de Cálculo) el numerador del ratio cambia y solo considera los flujos de las CxC desde el día siguiente de medición hasta la próxima Fecha de Pago. Esto se realiza para anticiparse a una posible reducción del Ratio de Cobertura en los próximos meses.

Ambos Ratios deben ser iguales o mayores a 1.30x. Para el cálculo de los Ratios mencionados no se considerarán las letras morosas. Asimismo, en el caso de clientes que tengan tres o más letras vencidas, no se tendrán en cuenta para efectos del cálculo todas las letras vigentes o vencidas de esos clientes.

A continuación se muestra el cálculo de los covenants del Patrimonio Fideicometido en cada trimestre del 2013, encontrándose por encima del 1.30x requerido.

Covenats del Patrimonio

	mar-13	jun-13	set-13	dic-13
Ratio de Garantía	1.41	1.31	1.32	1.33
Ratio de Cobertura	2.23	1.63	2.31	1.66

Fuente: Continental Soc. Tit. / LPSA

De no cumplir con cualquiera de los Ratios, el Originador no podrá liberar los flujos disponibles en cuentas del PF, por lo cual será una exigencia para el Originador mantener un colateral de 1.30x respecto del saldo de los Bonos y el pago de la Cuota. En caso se produzca el incumplimiento de los Ratios, se producirá un Evento de Aceleración de los Bonos, existiendo un periodo de cura de un semestre para alcanzar el nivel mínimo requerido, caso contrario se producirá la aceleración de los Bonos sin que sea necesario de convocar a la Asamblea Especial.

Asimismo en caso que en la Fecha de Medición el Ratio de Garantía esté por debajo de 1.05x o los recursos disponibles en la CSD más los disponibles en la CRes. no alcancen para cubrir la Cuota a pagar, se producirá la aceleración automática de los Bonos.

Igualmente, la Estructura contempla que el Originador pueda sustituir CxC cedidas por CxC sustitutas con las mismas o mejores características en cuanto a calidad crediticia.

Además, el Originador podrá reemplazar letras morosas por letras vigentes y tendrá la posibilidad de “comprar” dichas letras morosas mediante el depósito de efectivo y/o de incorporar adicionalmente nuevas letras con el objetivo de cumplir con las coberturas requeridas en los Ratios previamente mencionados.

Covenants del Originador.

El Originador (según EE.FF. consolidados) deberá cumplir con los siguientes resguardos:

- Deuda Financiera Neta/EBITDA ajustado (últimos 12 meses) menor o igual a 3.75x.
- EBITDA ajustado / Servicio de Deuda (últimos 12 meses) mayor o igual a 1.15x (a partir del segundo semestre del 2013) y a 1.3x (a partir del segundo semestre del 2014 en adelante).
- Deuda Financiera Neta /Patrimonio Neto menor o igual a 1.65x

El EBITDA ajustado se define como el EBITDA contable más los ingresos financieros menos gastos financieros contabilizados como costo de ventas del negocio de habilitación urbana.

En caso de no cumplir con alguno de los resguardos, luego del periodo de cura, se producirá un Evento de Aceleración. En ese supuesto, tendrá dos semestres de cura para alcanzar los niveles requeridos o caso contrario

la Asamblea de Bonistas podrá declarar la aceleración de los Bonos.

En opinión de la Clasificadora los covenants del Originador son bastante flexibles, por lo que no se espera que se llegue a esos niveles. En ese sentido, Apoyo & Asociados esperaría que el ratio Deuda Financiera / EBITDA ajustado no sea, de manera consistente, superior a 3.0x y, por lo tanto, se mantenga acorde con el rating asignado a los Bonos.

A diciembre 2013 el ratio Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado ascendió a 2.8x y el Deuda Financiera Neta / Patrimonio, a 1.30x. Asimismo, el ratio EBITDA Ajustado / (Gastos Fin. + GFCV + Deuda de Corto Plazo) ascendió a 0.68x.

Obligaciones y Restricciones Adicionales.

Asimismo, se han establecido ciertos eventos que en caso de producirse generarán la aceleración de los Bonos. En ese sentido, dependiendo del grado de importancia, se produce la aceleración automática o se otorga un periodo de cura, y también se concede a la Asamblea Especial, la posibilidad de decidir o no la amortización anticipada.

Entre los eventos más importantes que producen la Aceleración Automática sin ser necesaria la convocatoria a Asamblea Especial, se encuentran:

1. **Máxima acumulación de Caja.-** Se ha establecido que la caja acumulada en la Cuenta Retención no podrá ser mayor al equivalente del 15% del *outstanding* de los Bonos (saldo capital), cuando este monto sea como mínimo US\$1.0 millón. Esto permite prever un deterioro en la Estructura, así como evaluar la capacidad que tiene el Originador de incorporar nuevas CxC o efectivo al PF para cumplir con los covenants establecidos.
2. **Cambio en la clasificación de los Bonos.-** Si se produce una disminución del rating de los Bonos Titulizados por debajo de A(pe), lo que reflejaría un deterioro importante en la Estructura y de los fundamentos de su clasificación. Así, un aumento de la morosidad o prepagos en las cuentas por cobrar por encima de lo estimado o una disminución del rating del Originador, pueden tener impacto en la clasificación de los Bonos.
3. **Acogimiento a procesos concursales:** Si el Originador se acoge a un convenio concursal, proceso de insolvencia o convenio de liquidación.
4. **Cobranzas Directas.-** Si las cobranzas efectuadas directamente por Los Portales de la CxC cedidas son mayores al 10%: de las cobranzas efectuadas en el periodo de recaudación (un mes). Esto mitiga el riesgo de redireccionamiento de flujos por parte del Originador y asegura la recaudación a través de las cuentas del PF.
5. **Incumplimiento de obligaciones respecto a la Carta Fianza (C/F):** La C/F garantiza el pago de los servicios de un nuevo Servidor, en caso Los Portales deje de

serlo. Así, la Empresa deberá renovar anualmente y con 30 días de anticipación antes de su vencimiento la C/F, sino será ejecutada y se acelerará la Estructura.

De otro lado, en caso se sustituya al Servidor: a) si el Originador no entrega el efectivo equivalente a la comisión del nuevo Servidor por un año adelantado; b) si no se suscribe el Contrato de Administración y Cobranza con un nuevo Servidor por lo menos por un año; y, c) si no se cumple con ampliar el monto de la C/F conforme a los plazos y condiciones establecidas en el Contrato Marco, se procederá a la aceleración de los Bonos. Este aspecto es importante debido a que una sustitución del Servidor podría incrementar los costos de mantenimiento del PF, por lo que la existencia de una C/F mitiga este riesgo.

Patrimonio Fideicometido de Inmuebles (PFI):

La Estructura contempla, además, la constitución de un PFI. Este estará conformado por los Lotes de terreno asociados a las CxC cedidas al Patrimonio Fideicometido de Titulización (PF), al haber sido adquiridos dichos Lotes al crédito por los clientes de Los Portales y al contar la Empresa con las respectivas reservas de dominio a su favor.

Así, el PFI busca aislar a dichos Lotes de los riesgos propios del Originador y asegurar el cumplimiento de los procesos de independización registral y municipal de los mismos, así como evitar que factores ajenos puedan afectar el pago de las letras.

Con el fin de mantener la equivalencia entre ambos Patrimonios, cada vez que el Originador incorpore en el PF nuevas CxC, se deberán incorporar al PFI los respectivos Lotes asociados a dichas cuentas (en caso éstos estén independizados) o los respectivos Inmuebles (si los Lotes aún no están independizados). El Fiduciario verificará que estos Lotes estén libres de cargas y gravámenes.

La culminación de las gestiones vinculadas a la inscripción de la recepción de obras de H.U. e independización de los Lotes será desempeñada por Los Portales, quien tendrá la labor de Gestor y asumirá estos gastos. En caso ocurra un Evento de Aceleración, la Asamblea Especial podrá designar a un *Controller* para que supervise las labores del Gestor. Así, en el supuesto que éste no cumpla adecuadamente con sus funciones, la Asamblea Especial podrá designar un nuevo Gestor.

Sin embargo, los gastos para las gestiones antes mencionadas serán provisionados al momento de la emisión de los Bonos. Estos fondos se mantendrán en la Cuenta de Provisión de Gastos - Fideicomiso de Inmuebles y serán empleados solo en caso la Asamblea haya reemplazado al Originador en su cargo de Gestor.

Es importante indicar que el PFI no es una garantía directa para el pago de los Bonos.

Cabe señalar que el Beneficiario del PFI es Los Portales y que en caso se declare la Aceleración de los Bonos la Empresa tendrá un plazo de tres meses para realizar la venta al contado de los Lotes asociados a las CxC cedidas con más de tres cuotas vencidas simultáneas. El *Controller* supervisará y aprobará que la venta de dichos Lotes se haga a valor de mercado. El dinero obtenido por dichas ventas deberá ser depositado por Los Portales en la Cuenta de Recaudación del PF. Si Los Portales no lograra realizar la venta en efectivo en un plazo de tres meses, el Fiduciario podrá vender al contado dichos Lotes.

Para mayor detalle acerca del Programa y de la Primera Emisión, se recomienda revisar los Contratos y/o Prospectos Marco y/o Complementario.

■ Evaluación Financiera

Análisis de Activos:

El Portafolio de activos a ceder está conformado por CxC generadas a través de la venta al crédito de lotes de terreno relacionadas al negocio de habilitación urbana de Los Portales.

Este negocio está enfocado en los niveles socio-económicos C y D, y los lotes son destinados principalmente para la construcción de una primera vivienda.

La venta se realiza al crédito. Primero el cliente debe cancelar la cuota inicial, que es equivalente a un 20% del valor del lote a financiar. Así, como mínimo un 4% de esta cuota inicial se debe pagar en efectivo y el 16% restante puede ser financiado hasta en cuatro meses. El 80% restante del valor del lote, puede ser financiado en cuotas hasta en 72 meses.

Para establecer el costo financiero que Los Portales cobra a sus clientes, se considera la tasa máxima establecida por el BCRP para entidades no financieras, la cual es equivalente a la tasa promedio del sistema financiero para créditos a la microempresa. A diciembre 2013 esta tasa para créditos en moneda extranjera era de 17.8%. En ese sentido, Los Portales financia a sus clientes una tasa promedio entre 16 y 19%. Sin embargo, la TCEA suele ser mayor al incluirse los gastos administrativos por comisiones. Así la TCEA del portafolio analizado se encontraba en alrededor de 23%.

Inicialmente la venta de un lote se realiza con la firma de un compromiso de Compra-Venta. Cuando se tiene la Resolución de Habilitación Urbana del proyecto se reemplaza este compromiso por un Contrato de Compra-Venta Garantizada. Este Contrato presenta las siguientes características:

- Resolución automática por incumplimiento de pago de tres letras simultáneas.
- Reserva de Dominio a favor de la Empresa hasta la cancelación total de la deuda.

- Penalidad por resolución equivalente al 30% del monto pactado como precio de venta al contado del lote, descontado del monto pagado (sin incluir intereses ni gastos administrativos).

Criterio de selección de activos:

La Estructura contempla solo la incorporación al PF de CxC asociadas a Lotes: i) cuyas obras de habilitación urbana ya estén culminadas y que han sido entregados a los clientes, lo cual elimina el riesgo de construcción; y, ii) que cuenten con un contrato de compra-venta garantizada con reserva de dominio, que además incorpora penalidades en caso el cliente incumpla con el pago de sus cuotas. En ese sentido, la Empresa puede resolver los contratos de aquellos clientes que incumplan con el pago de tres o más cuotas. Así, la existencia de penalidades y la reserva de dominio generan incentivos para que los clientes se mantengan al día en el pago de sus obligaciones.

Cabe señalar que las CxC cedidas pueden estar asociadas a Lotes que todavía se encuentren en proceso de independización. Este trámite requiere de aproximadamente unos cinco meses, pero puede dilatarse más. Así, en el caso que un Lote no cuente con su independización registral, se transferirá al PF todo el terreno (Inmueble) en el cual se encuentra dicho Lote hasta culminar el proceso de independización.

Por otro lado, no se podrán incorporar al PF CxC de clientes que no estén al día en sus pagos y que hayan tenido vencidas tres cuotas simultáneamente.

Además se ha establecido como límite que solo un 10% de las CxC cedidas puedan estar asociadas a lotes de terrenos destinados a segundas viviendas (casas de campo o de playa). Se ha definido este límite debido a que los riesgos asociados a estos proyectos y a estos clientes son distintos, por lo que requieren un tipo de análisis y sensibilización diferenciado.

Análisis Portafolio Proforma y Cedido:

Se evaluó un posible Portafolio Proforma de CxC a ser cedidas que ascendía a unos US\$30 millones, con un saldo promedio de cuentas por cobrar por Cliente de unos US\$11,500. El portafolio finalmente cedido ascendió a US\$31.8 millones y además se otorgó efectivo por US\$750 mil, con lo cual se cumplía con el ratio de garantía para realizar la emisión. Al cierre del 2013, el saldo promedio de las CxC por cada cliente era de US\$10,500 en promedio.

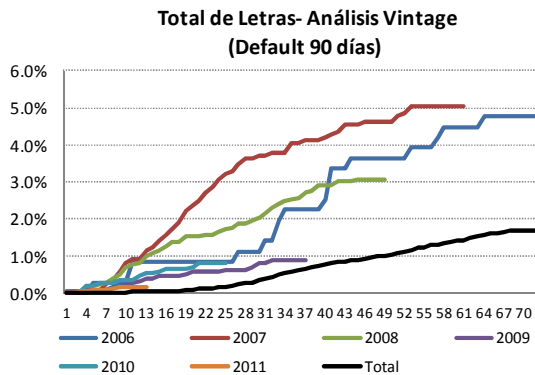
Las CxC seleccionadas están denominadas en Dólares, lo que calza con la moneda de la emisión realizada. Sin embargo, el grueso de los ingresos de los Clientes de Los Portales está denominado en Nuevos Soles, por lo que existe un riesgo cambiario indirecto, lo que podría afectar la capacidad de pago de los Clientes.

Por otro lado, el Portafolio Proforma mostraba una edad promedio ponderada por el saldo actual del crédito de unos 2.2 años y un plazo remanente de unos 3.1 años (edad de

2.4 y plazo remanente de 3.2 años para el portafolio vigente a dic-2013). Además, la TCEA promedio de las CxC cedidas era de un 23%. Cabe señalar que la edad promedio del Portafolio es menor al plazo de los Bonos (8 años). Así, para extender el *duration* del Portafolio, la Estructura dependerá de la incorporación de nuevas CxC por parte del Originador, cuyo calidad crediticia debería ser similar o superior a la cartera actual para no impactar en la Estructura.

Finalmente, para evaluar la calidad de los deudores se analizó el historial de pagos de un portafolio mayor al posible Portafolio Proforma que respaldaría la Primera Emisión (aprox. 11,100 créditos vs. 3,300 créditos), ya que estos últimos podrían distorsionar los cálculos porque fueron escogidos por su buen historial crediticio. Es por eso que el Fiduciario también va a monitorear la morosidad de toda la cartera del Originador y no solo aquella correspondiente a la cartera cedida, ya que de esta manera se podrá anticipar un deterioro en la calidad del portafolio y de las letras que pudieran ser incorporadas al PF. En ese sentido, de acuerdo a cifras auditadas a diciembre 2013, las letras por cobrar del Originador tenían un morosidad global de 0.50% (0.40% a dic-2012).

Además, el Análisis Vintage realizado consideró el desempeño de créditos desde el 2006. Este considera el default cuando el crédito ha tenido mora en tres o más letras de forma simultánea. En conjunto la tasa de default estaría en alrededor de 1.7%.



El portafolio a ceder evaluado contaba con un ratio Deuda Original / Valor Comercial del Inmueble de un 88.9% ponderado respecto al saldo de la deuda, y Deuda Actual / Valor Comercial del Inmueble (LTV) de 57.5%. Este último ratio indica que entre la cuota inicial y lo amortizado, se había pagado cerca del 42.5% del valor de la vivienda. Así, mientras el LTV sea más bajo indicará que existe un menor incentivo para incumplir el crédito. En el caso del portafolio cedido el LTV a diciembre 2013 era de 54.9%, menor al portafolio proforma. Cabe señalar que en realidad este ratio podría ser más bajo, ya que como Valor Comercial del Inmueble se consideró el precio del terreno al momento de la venta; sin embargo, se debe señalar que las labores de H.U. incrementan el valor del mismo, lo que daría también menos incentivos a los Clientes a incumplir en el pago.

Evaluación de Flujos:

De acuerdo al análisis de flujo de caja y teniendo en cuenta variables como la morosidad, los prepagos, los gastos del PF, la prelación de pagos y la Cuenta de Reserva, entre otras, se obtuvo que una cobertura de las CxC respecto al saldo de Bonos de 1.30x era adecuada para el nivel de rating asignado a los Bonos.

Asimismo, esta cobertura deberá mantenerse a lo largo de la vida de la Estructura para lo cual el Originador debería incorporar nuevas CxC al PF, ya que el *duration* de las CxC es menor que el de los Bonos.

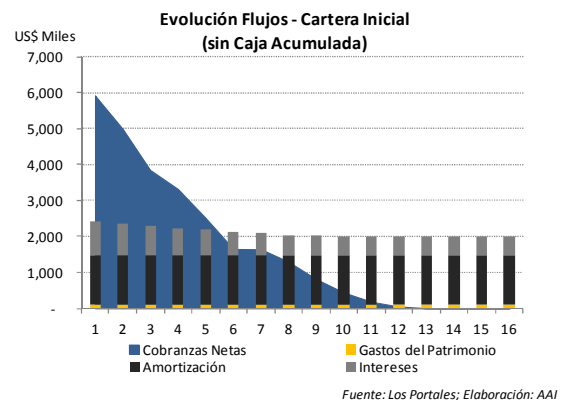
Así, en caso el Originador no incorporase nuevas CxC, se analizó una posible retención de flujos en caja, lo cual permitiría cubrir el servicio de deuda hasta el penúltimo semestre y el saldo final sería cubierto con la Cuenta Reserva. Sin embargo, existe un límite de retención de flujos (15% respecto del *outstanding* de la deuda y siempre que sea como mínimo US\$1.0 MM) que de cumplirse produce la aceleración automática de los Bonos. Además, existen otros mecanismos que generan la aceleración (después de un período de cura o automáticamente). Así, en caso se acelerasen los Bonos, se estima que la deuda se terminaría de amortizar en aproximadamente cuatro años.

A continuación se muestran algunos escenarios evaluados:

Escenarios Evaluados:

Como se mencionó, el *duration* de la cartera proforma a ceder era menor que el de los Bonos. En ese sentido, la Estructura contempla (al establecer ratios de garantía y cobertura mínimos) la posibilidad de realizar recompras para que de esta forma se pueda alargar el *duration* del portafolio y calzarlo con el pago de los Bonos.

En un Escenario Base, si se analiza la evolución de flujos sólo de la cartera proforma a ceder evaluada (sin incluir nuevas CxC ni caja retenida), el Ratio de Garantía caería por debajo del 1.30x rápidamente y la cobertura del servicio de deuda se reduciría paulatinamente hasta que las cobranzas no cubrirían el servicio de deuda a partir del tercer año (sexto semestre).

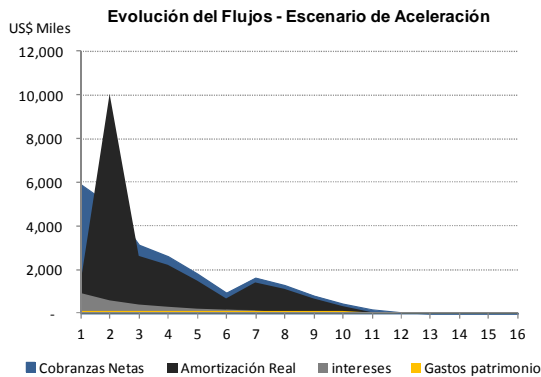


Sin embargo, según el Mecanismo de Asignación de flujos el Originador sólo podrá disponer de los flujos disponibles luego del pago del servicio de deuda y si cumple con los ratios del PF, caso contrario estos flujos se retienen hasta que los indicadores alcancen los niveles requeridos.

En ese sentido, si se asume que la Estructura acumula caja producto de la no incorporación de nuevas CxC o del incumplimiento de algún resguardo, entonces se activaría el límite de retención de flujos (15% respecto del *outstanding* de la deuda y siempre que sea como mínimo US\$1.0 millón), lo cual permitiría cancelar los Bonos anticipadamente.

Lo anterior, generaría que todos los flujos se destinen directamente a amortizar los Bonos, terminándose éstos de pagar aproximadamente en tres años (utilizando la Cuenta Reserva). De este modo, considerando el saldo de los bonos, así como de las letras por cobrar a diciembre 2013, se requerirían de dos años y medio.

De otro lado, en un Escenario Conservador (sin incluir nuevas CxC), considerando una morosidad estresada de la cartera para niveles de AA-(pe), la Estructura se aceleraría y los Bonos terminarían de amortizarse en aproximadamente cinco años.



Asimismo, en este escenario, teniendo en cuenta el saldo de los bonos, así como el de las letras por cobrar a diciembre 2013, se estima que se requerirían unos tres años y medio para cancelar las obligaciones.

**Patrimonio en Fideicomiso - D. Leg. No. 861, Título XI,
Los Portales S.A. - Negocio Inmobiliario - Primera Emisión
(Miles de S/.)**

Tipo de Cambio S/. /US\$ a final del Período	2.80	2.78	2.59
	Dic-13	Jun-13	Mar-13
ACTIVO CORRIENTE			
Caja Bancos	15,976	15,333	10,467
Valores Negociables	-	-	-
Cuentas por Cobrar	-	-	-
Activos en titulación, neto	-	-	-
Otros activos	1	-	-
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	15,977	15,333	10,467
Activos en titulación, neto	76,748	86,269	85,388
Inversiones en Valores	-	-	-
TOTAL ACTIVOS	92,725	101,602	95,855
	Dic-13	Jun-13	Mar-13
PASIVO CORRIENTE			
Sobregiros y préstamos bancarios	-	-	-
Cuentas por Pagar	1,831	1,919	590
Parte corriente de obligaciones por titulación	-	-	-
Otros pasivos corrientes	-	-	-
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1,831	1,919	590
Obligaciones por titulación	65,508	69,550	64,725
Ganancias diferidas	-	-	-
TOTAL PASIVOS	67,339	71,469	65,315
PATRIMONIO NETO			
Título de participación	30,619	32,511	31,347
Aportes adicionales	-	-	-
Reservas	-	-	-
Resultados acumulados	(5,233)	(2,378)	(807)
Resultados no realizados	-	-	-
Total	25,386	30,133	30,540
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	92,725	101,602	95,855

**Patrimonio en Fideicomiso - D. Leg. No. 861, Título XI,
Los Portales S.A. - Negocio Inmobiliario - Primera Emisión
(Miles de S/.)**

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS	Dic-13	Jun-13	Mar-13
Intereses ganados	-	-	-
Otros ingresos operacionales	-	-	-
Ingresos Operacionales	-	-	-
Costo de servicio	-	-	-
Intereses de obligaciones emitidas por titulación	(4,309)	(1,845)	(591)
Costo neto de venta de activos titulizados	-	-	-
Otros costos operacionales	(830)	(545)	(220)
Costos Operacionales	(5,139)	(2,390)	(811)
Utilidad de Operación	(5,139)	(2,390)	(811)
Ingresos Financieros	28	12	4
Gastos financieros	-	-	-
Venta de valores	-	-	-
Costo neto de venta de valores	-	-	-
Otros ingresos (gastos)	-	-	-
Diferencia en cambio neta	(122)	-	-
Otros (egresos) ingresos	(93)	12	4
Resultado antes de impuestos y participacione	(5,233)	(2,378)	(807)
Impuesto a la Renta	-	-	-
Ingresos extraordinarios	-	-	-
Gastos extraordinarios	-	-	-
Resultado Neto	(5,233)	(2,378)	(807)

Resumen Financiero - Los Portales S.A. y Subsidiarias

Tipo de Cambio S./US\$ a final del Período	2.80	2.55	2.70	2.81
(Cifras en miles de S./.)	Dic-13	Dic-12	Dic-11	Dic-10
Rentabilidad				
EBITDA + Ingresos Fin.	89,444	68,011	88,114	71,860
Mg. (EBITDA + Ingresos Fin.)	16.1%	16.0%	20.4%	25.9%
EBITDA + Ingresos Fin. + GFCV *	132,571	95,260	95,113	71,860
Mg. (EBITDA + Ingresos Fin. + GFCV)	23.9%	22.4%	22.0%	25.9%
(FFO + Cargos fijos) / Capitalización	4.4%	11.9%	11.3%	48.4%
FCF / Ingresos	-24.7%	-15.4%	-19.9%	-20.1%
ROE (promedio)	19.2%	23.5%	32.3%	33.1%
Cobertura				
(EBITDA + GFCV) / (Gastos Fin. + GFCV)	2.5	2.5	3.5	4.4
(EBITDA + Ing. Fin.) / Gastos Fin.	9.0	6.3	6.7	6.3
(EBITDA + Ing. Fin. + GFCV) / (Gastos Fin. + GFCV)	2.5	2.5	4.7	6.3
Cobertura de cargos fijos del FFO	1.4	2.3	2.6	13.1
CFO / Inversión en Activo Fijo	-2.9	-2.4	-0.9	-2.9
(Ctas. x Cobrar CP + Caja e Inv. Ctes.) / Deuda CP	0.9	0.7	1.0	0.9
Estructura de capital y endeudamiento (x)				
Deuda fin. total / (EBITDA + Ing. Fin.)	4.7	4.5	2.6	2.5
Deuda fin. neta / (EBITDA + Ing. Fin.)	4.1	4.0	2.3	2.0
Deuda fin. total / (EBITDA + Ing. Fin. + GFCV)	3.2	3.2	2.4	2.5
Deuda fin. neta / (EBITDA + Ing. Fin. + GFCV)	2.8	2.9	2.1	2.0
Costo de financiamiento estimado	14.6%	14.1%	9.8%	7.1%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	33.9%	39.4%	36.4%	42.2%
(Ctas. x Cobrar + Ctas. x Cobrar de Orden) / Deuda Fin.	0.7	0.7	0.9	1.2
Deuda Fin. Neta / (Existencias + Inv. Inm. - Anticipos)	90.7%	87.7%	85.5%	80.8%
Deuda Fin. Neta / (Exist. + Inv. Inm. - Anticipos + CxC)	62.0%	62.0%	57.3%	55.8%
Balance				
Activos totales	1,088,110	848,484	715,974	643,212
Caja e inversiones corrientes	53,429	36,120	30,834	32,185
Deuda financiera Corto Plazo	142,466	121,226	84,692	74,502
Deuda financiera Largo Plazo	277,749	186,517	148,260	102,125
Deuda financiera total	420,215	307,743	232,952	176,627
Deuda ajustada total	420,215	307,743	232,952	176,627
Patrimonio Total	282,100	199,533	169,776	131,442
Capitalización	702,315	507,276	402,728	308,069
Cuentas x Cobrar Comerciales	187,577	128,285	116,403	80,004
Cuentas de Orden (por CxC)	86,303	88,688	92,059	125,778
Flujo de caja				
Flujo generado por las operaciones (FFO)	21,088	49,426	32,280	137,670
Variación de capital de trabajo	-111,836	-86,314	-63,566	-172,366
Flujo de caja operativo (CFO)	-90,748	-36,888	-31,286	-34,696
Inversiones en Activos Fijos	-31,257	-15,308	-35,380	-11,888
Dividendos comunes	-15,500	-13,500	-14,000	-4,849
Flujo de caja libre (FCF)	-137,505	-65,696	-80,666	-51,433
Ventas de Activo Fijo	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	-9,279	-3,809	-2,534	-3,767
Variación neta de deuda	112,473	74,791	56,325	30,892
Variación neta de capital	51,620	-	25,524	25,524
Otros financiamientos, netos	-	-	-	-
Variación de caja	17,309	5,286	-1,351	1,216
CFO / (Ingresos + Ing. Fin.)	-16.3%	-8.7%	-7.2%	-12.5%
FCF / (Ingresos + Ing. Fin.)	-24.7%	-15.4%	-18.7%	-18.5%
FCF / Caja e inv. corrientes	-257.4%	-181.9%	-261.6%	-159.8%
Resultados				
Ingresos *	555,621	425,976	405,900	255,978
Variación de Ventas	30.4%	4.9%	58.6%	46.3%
Utilidad operativa (EBIT)	79,802	58,828	54,789	43,343
Utilidad operativa (EBIT) + GFCV	122,929	86,077	61,788	43,343
Gastos Financieros	9,984	10,852	13,119	11,331
GFCV **	43,127	27,249	6,999	-
Resultado neto	46,337	43,381	48,663	37,498

EBITDA = Ut. Operativa (no incluye otros ingresos y egresos) + Deprec.+Amort.

FFO = Rstdo. Neto + Deprec.+Amort. + Rstdo. en Venta de Activos + Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstdo. Neto + Var. en Otros Activos + Variación de Otros Pasivos - Dividendos Preferentes.

Var. de Capital de Trabajo = Cambio en Ctas x Cobrar Comerc. + Cambio en Existencias - Cambio en Ctas x Pagar Comerc.

CFO = FFO + Variación de capital de trabajo. // FCF = CFO + Inversión en Activo Fijo + Pago de Dividendos Comunes

Cargos fijos = Gastos Fin. + Dividendos Pref. + Arriendos

Deuda fuera de balance = Incluye avales y fianzas, y arriendos anuales multiplicados por el factor 6.8

Servicio de deuda = Intereses Pagados + Deuda de Corto Plazo

Capitalización ajustada: Deuda ajustada total + patrimonio total + acciones preferentes + interés minoritario

Cuentas x Cobrar de Orden: Corresponden principalmente a letras por cobrar a clientes por lotes vendidos aún no entregados.

* Ingresos: Incluye ingresos financieros de la División Inmobiliaria

** GFCV = Gastos Financieros en Costo de Ventas

ANTECEDENTES

Emisor:	Patrimonio en Fideicomiso - D. Leg. No.861, Título XI, Los Portales S.A. - Negocio Inmobiliario - Primera Emisión
Originador:	Los Portales S.A.
Domicilio legal:	Jirón Ugarte y Moscoso 991, Piso 7, Magdalena del Mar, Lima -Perú
RUC:	20301837896
Teléfono:	(511) 211-4466

RELACIÓN DE DIRECTORES*

Ernesto Raffo Paine	Presidente - Grupo Raffo
Ernesto Fernandini Raffo	Director - Grupo Raffo
Alberto Pescetto Raffo	Director – Grupo Raffo
Guillermo Velaochaga Raffo	Director – Grupo Raffo
Bernardo Quintana Isaac	Director – Grupo ICA
Diego Quintana Kawage	Director – Grupo ICA
Alonso Quintana Kawage	Director – Grupo ICA
Rodrigo Quintana Kawage	Director – Grupo ICA

RELACIÓN DE EJECUTIVOS*

Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Ramón García Quintana	Gerente Central de Adm. y Finanzas
Wilfredo de Souza Ferreyra Ugarte	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Negocios Estacionamientos
Luis Gómez Corthorn	Gerente de Negocios de Hoteles
Juan Carlos Izaguirre Alegre	Gerente de Contabilidad
Fernando Gomez Ñato	Gerente de Finanzas
Arturo Gamarra Guzmán	Gerente de Administración
Juan Richard García Apac	Gerente de Planeamiento
Patricia Mendoza Franco	Gerente Legal

RELACIÓN DE ACCIONISTAS*

Constructoras ICA S.A. de C.V.	49.99%
GR Holding S.A. (antes LP Holding S.A.)	48.39%
Otros accionistas	1.62%

(*) Nota: Información a diciembre 2013

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución CONASEV N° 074-98-EF/94.10, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los instrumentos emitidos con el respaldo del Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. No. 861, Título XI, Los Portales S.A.- Negocio Inmobiliario – Primera Emisión:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Los Portales S.A. - Negocio Inmobiliario hasta por US\$25.0 millones	AA- (pe)
Perspectiva	Estable

Definiciones

CATEGORÍA AA (pe): Corresponde a una muy alta capacidad de pago oportuno de las obligaciones, reflejando un muy bajo riesgo crediticio. Esta capacidad no es significativamente vulnerable a eventos imprevistos.

(+) Corresponde a instituciones con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.

(-) Corresponde a instituciones con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.

Perspectiva: Indica la dirección en que se podría modificar una clasificación en un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no implica necesariamente un cambio en la clasificación. Del mismo modo, una clasificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin que la perspectiva se haya modificado previamente a positiva o negativa, si existen elementos que lo justifiquen.

(*) Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales (AAI) Clasificadora de Riesgo, constituyen una opinión profesional independiente y en ningún momento implican una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que AAI considera confiables. AAI no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y AAI no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las Clasificadoras.

Limitaciones- En su análisis crediticio, AAI se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como AAI siempre ha dejado en claro, AAI no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de AAI, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de AAI. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.