



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

Lima, Perú

02 de noviembre de 2012

Clasificación	Categoría	Definición de Categoría
Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario (Primera emisión)	(nueva) AA-.pe	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

“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- Primera Emisión
Activos Titulizados:	Cuentas por cobrar asociadas a proyectos de habilitación urbana, respaldadas por letras de cambio.
Fiduciario:	Continental Sociedad Titulizadora S.A.
Monto del Programa:	Hasta un monto máximo de US\$60 millones o su equivalente en Nuevos Soles.
Primera Emisión:	US\$25 millones o su equivalente en nuevos soles a un plazo de 8 años.

Historia de Clasificación: Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A.- Negocio Inmobiliario → AA-.pe (otorgado el 31.10.2012).

Para la presente clasificación se ha utilizado el modelo económico financiero sobre los flujos del Originador y del Emisor, el Acto Constitutivo del Fideicomiso de Titulización correspondiente a la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. - Negocio Inmobiliario, el Contrato Marco para la Constitución de Fideicomisos de Titulización, el Prospecto Marco del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A.- Negocio Inmobiliario, el Prospecto Complementario de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A – Negocio Inmobiliario, el Acto Constitutivo de Fideicomiso de Garantía de Inmuebles, así como los estados financieros auditados del Originador correspondientes a los años 2009, 2010 y 2011 y no auditados al 30 de setiembre de 2011 y 2012.

Fundamento. Como resultado del análisis y la evaluación respectiva, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió asignar la categoría AA-.pe a la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario.

La clasificación asignada se sustenta en la experiencia y *knowhow* del Originador en el negocio inmobiliario, así como en la estructura de la titulización que incorpora los documentos en cobranza generados en el negocio de habilitación urbana del Originador (Los Portales S.A.). Dicha estructura comprende una Cuenta Reserva cuyo monto equivaldrá a la siguiente cuota a pagarse, una Carta Fianza a favor del Fiduciario equivalente a la comisión anual del Servidor (renovable anualmente) y resguardos atribuibles tanto al Patrimonio Fideicometido (PF) como al Originador. Asimismo, se considera la constitución del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles cuyo objetivo es aislar los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas de los riesgos propios de Los Portales S.A. y asegurar la conclusión del

proceso de inscripción de la recepción de obras de habilitación urbana e independización registral y municipal de los mismos.

No obstante lo anterior, la clasificación se ve limitada por el descalce inicial que existe entre el plazo de las cuentas por cobrar cedidas (cinco años aproximadamente) con el plazo de la emisión de los bonos (ocho años), siendo éste uno de los principales aspectos que podrían –en caso de no apartarse cuentas por cobrar adicionales al PF- reducir el plazo de repago de los bonos de 8 a 4 años aproximadamente, afectando negativamente la clasificación otorgada en un futuro. Del mismo modo, se considera el hecho de que tanto la generación como el flujo de caja operativo del Originador cubren moderadamente el servicio de deuda, dada la estructura de financiamiento actual. Es de mencionar que el *covenant* de cobertura asumido (EBITDA ajustado/Servicio de Deuda) por el Originador de acuerdo a la estructura de titulización, entrará en vigencia a partir del segundo semestre del 2013, debido a que el destino de los fondos de la

emisión de los bonos, será exclusivamente para el repago de la deuda con terceros, la misma cuyo actual servicio de deuda de corto plazo impide el cumplimiento de este *covenant*. A partir del segundo semestre del 2014, dicho *covenant* será igual o mayor a 1.3 veces.

Para la presente emisión se constituirá un Patrimonio Fideicometido denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A. -Negocio Inmobiliario-Primera Emisión”, mediante la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas y respaldadas por las letras de cambio, que servirán para atender el pago de las obligaciones a cargo de éste. Dichas letras de cambio están endosadas al PF.

Asimismo, se producirá en transmisión real y efectiva a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles (bajo la modalidad de una transferencia fiduciaria) de los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas que correspondan, mientras que en los casos en que no se haya finalizado el proceso de independización serán transferidos los predios matrices vinculados a los lotes.

El Fiduciario, en representación del Patrimonio Fideicometido, procederá a colocar mediante oferta pública los bonos titulizados que son respaldados por los activos del PF. Los recursos obtenidos serán utilizados para el prepagado de cuentas por pagar que tiene el Originador con terceros, las cuales a septiembre de 2012 ascienden a US\$76.3 millones.

Como parte del análisis realizado se ha considerado la generación de flujos del Fideicomiso compuesto por los ingresos de las cuentas por cobrar cedidas, los cuales permitirían cumplir con los dos resguardos financieros establecidos al PF de la siguiente manera: Ratio de Garantía (mayor o igual a 1.30 veces) y Ratio de Cobertura (mayor o igual a 1.30 veces). Ambos ratios generan la necesidad de incorporar a corto plazo nuevas cuentas por cobrar al PF, que dependen de la generación de nuevos proyectos de habilitación urbana y del *backlog* del Originador, el cual a la fecha alcanza US\$115 millones. Esto otorga un grado importante de predictibilidad a futuro a la estructura planteada. Asimismo, es de mencionar que el crecimiento ponderado anual de las cuentas por cobrar del negocio de habilitación urbana de Los Portales S.A. ha sido de 20% durante los últimos cinco años y actualmente cuenta con proyectos que serían suficientes para cumplir con el Ratio de Garantía.

Por el lado de los resguardos financieros atribuibles al Originador, Equilibrium observa que el ratio EBITDA Ajustado/ Servicio de Deuda no ha cubierto la porción corriente de la deuda financiera más los intereses debido a la estructura del financiamiento que mantiene buena parte de la deuda a corto plazo. Sin embargo, la emisión de los bonos titulizados permitiría reperfilear la deuda de Los Portales, con lo cual se estima que se cumpliría este ratio a partir del segundo semestre de 2014.

Los Portales S.A. se constituyó en Lima en 1996 bajo la razón social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., cambiando su razón social a Los Portales S.A. en febrero de 2000. A la fecha del presente análisis Los Portales S.A. mantiene como accionistas a LP Holding S.A., quien conjuntamente con Santa Aurelia S.A. (ambas del Grupo Raffo) poseen el 50% del accionariado y Constructora ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México, quien conjuntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. (también del Grupo ICA de México) posee el 50% de la participación restante.

Los Portales S.A. desarrolla sus actividades a través de varias líneas de negocio, entre las que se encuentran la inmobiliaria (habilitación urbana y desarrollo y venta de departamentos), administración de playas de estacionamiento, hoteles y rentas.

Durante el año 2011, los ingresos de Los Portales y Subsidiarias se incrementaron en 62%, de los cuales la principal partida correspondió a los ingresos por la unidad de negocio inmobiliario, lo cual generó una mayor utilidad neta del ejercicio sustentado también en un control de gastos operativos y de un menor impuesto a la renta. Sin embargo, a setiembre de 2012, las ventas aumentaron en 11% en relación al mismo mes del 2011. Mientras que los costos de venta se incrementaron en 30%, afectando de manera importante la utilidad bruta. Lo mencionado se explica por la aplicación de las NIIF's desde el cierre del año 2011, ya que no se reconocen los ingresos en el negocio inmobiliario hasta la entrega del bien (lote o inmueble), mientras que los gastos se deberán seguir registrando en la medida en que se incurran. Los costos siguen la misma lógica que el reconocimiento de las ventas. En consecuencia, a setiembre de 2012, la utilidad bruta fue menor a la del mismo periodo del 2011, pero gracias a un mayor nivel de ingresos financieros y a la diferencia por tipo de cambio, la utilidad neta fue 70% superior a la registrada a setiembre de 2011.

Esto último se ve igualmente plasmado en los niveles de generación que registró la Compañía y Subsidiarias, y también en sus niveles de cobertura los cuales disminuyeron al cierre de setiembre de 2012.

Finalmente, Equilibrium considera que la estructura de la titulización y la experiencia y capacidad de generación en el negocio de habilitación urbana del Originador, otorgan una buena perspectiva de cumplir con las obligaciones de los bonos titulizados en el plazo pactado. No obstante, el cumplimiento del plazo dependerá principalmente de la generación y transferencia futura de cuentas por cobrar respaldadas en letras de cambio, consecuencia de la materialización de nuevos proyectos de habilitación urbana por parte del Originador, así como del éxito en el alineamiento entre las áreas comercial y financiera para obtener un adecuado ritmo de reconocimiento de ingresos bajo las NIIF's, que permita el cumplimiento de los *covenants* de la presente emisión.

Fortalezas

1. *Expertise* y *know-how* del negocio inmobiliario por parte del Originador.
2. Lotes incorporados al Fideicomiso de Inmuebles ya cuentan con resolución de habilitación urbana y conformidad de obra de servicios emitida por todas las entidades prestadoras de servicios públicos que certifica la culminación de las obras de habilitación urbana, así como la entrega del lote a cada uno de los Clientes.
3. Clientes asociados a las Cuentas por Cobrar Cedidas han pagado entre el 30% y 40% del precio del lote.
4. El Originador mantiene la reserva de dominio hasta que se hayan cancelado todas las letras de cambio pactadas en el Contrato de Compraventa Garantizada.
5. 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.

Debilidades

1. Descalce de plazos entre el plazo de la emisión y las cuentas por cobrar cedidas.
2. Perfil actual de deuda del Originador con alta exposición a corto plazo.
3. Resultados contables del año 2012 afectados por la aplicación de las NIIF.

Oportunidades

1. Fuerte dinamismo del sector inmobiliario.
2. Demanda de los segmentos B2 – C1 por proyectos de habilitación urbana.
3. Creciente brecha entre oferta y demanda de viviendas.

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 esta Titulización, siendo su principal fuente de ingreso 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) en urbanizaciones modernas.

Tipos de Contrato

Existen dos modalidades de venta de los lotes: pago al contado o financiados 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 Compraventa 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 Compraventa de Bien Futuro:** Se aplica cuando la venta es realizada al contado.

Financiamiento

Parte del desarrollo del negocio inmobiliario de Los Portales S.A. incluye el financiamiento directo a los compradores de los lotes de los proyectos de habilitación urbana.

La venta del lote se realiza inicialmente vía la suscripción de un compromiso de compraventa, 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, reemplaza dicho compromiso por un Contrato de Compraventa Garantizada – Pago a Plazos (que incluye la reserva de dominio a favor de Los Portales S.A.).

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

El contrato mencionado también contempla como condición la reserva de dominio, la cual garantiza la propiedad del bien a Los Portales S.A. e indica que sólo se transfiere la propiedad sobre dicho bien al cliente cuando éste ha cancelado el 100% del valor del lote.

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

Entidades Participantes

Las entidades participantes en el presente proceso de titulización son las siguientes:

1. Originador: Los Portales S.A., empresa dedicada a la promoción, desarrollo y comercialización de proyectos de habilitación urbana y viviendas. A la fecha del presente análisis, Los Portales S.A. desarrolla sus actividades a través de cuatro líneas de negocio: inmobiliario, administración de playas de estacionamiento, hoteles y rentas.
2. Fiduciario: Continental Sociedad Titulizadora S.A., sociedad titulizadora autorizada para funcionar como tal mediante Resolución CONASEV (ahora SMV) 028-99-EF/94.10.
3. Servidor: Los Portales S.A., quien estará encargado de realizar la cobranza de los ingresos al PF y de tener la custodia de la documentación pertinente, a excepción de las letras de cambio que estarán custodiadas por el Banco Continental.
4. Patrimonio Fideicometido (PF): Patrimonio en Fideicomiso-D.Leg.861, Título XI, Los Portales S.A.-Negocio Inmobiliario-Primera Emisión, establecido en virtud del acto constitutivo celebrado entre el Originador y el Fiduciario.
5. Patrimonio Fideicometido de Inmuebles: Patrimonio en Fideicomiso Bancario-Ley 26702, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Primera Emisión, en virtud del cual 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 MBA Lazard Sociedad Agente de Bolsa S.A.

Componentes de la Estructura

1. Activos del Patrimonio Fideicometido de Titulización: El PF estará conformado por un conjunto de cuentas por cobrar cedidas por el Originador y respaldadas por letras de cambio. Los activos del PF también comprenderán a los ingresos generados por dichas cuentas y los recursos de las cuentas abiertas en el Banco Continental a nombre del Patrimonio Fideicometido, así como los intereses que estas cuentas generen.
2. Activos del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles: Estará conformado por los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas en virtud de la reserva de dominio pactada en los Contratos de Compraventa Garantizada.
3. Carta Fianza: Emitida a favor del Fiduciario del PF, hasta por US\$ 1.6 millones, suma equivalente a la comisión del Servidor (en caso este no sea el Originador) a razón de US\$ 400 mil anuales. Dicha carta deberá renovarse anualmente y deberá ser irrevocable, incondicionada y de realización automática.
4. Cuenta de Excedentes: cuenta abierta en el Banco Con-

tinental a nombre del Originador, en el cual se depositarán los excedentes disponibles.

5. Cuenta de Profondeo: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, en la cual se depositará el importe recaudado como resultado de la colocación de la primera emisión del bono. 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, y iii) la transferencia de fondos a la Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles para la administración de los lotes.
6. Cuenta de Recaudación: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, en la cual los clientes depositarán los Ingresos (provenientes de las cuentas por cobrar cedidas) y desde la cual se atenderá el pago de las obligaciones a cargo del PF.
7. Cuenta de Reserva: cuenta abierta en el 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 o una y media cuota del bono en la próxima fecha de pago).
8. Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Titulización: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, destinada a atender los gastos en administración del fideicomiso de titulización con cargo a la Cuenta de Recaudación.
9. Cuenta Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, destinada a atender los gastos de mantenimiento y administración del fideicomiso de inmuebles con cargo a la Cuenta de Recaudación y a la Cuenta de Profondeo respectivamente.
10. Cuenta de Servicio de Deuda: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, en la cual el Fiduciario depositará, con cargo a la Cuenta de Recaudación, el Monto Requerido.
11. Cuenta de Retención: cuenta abierta en el Banco Continental a nombre del PF, a través de la cual el Fiduciario canalizará las retenciones que sean necesarias para cumplir con los *covenants*.
12. Cuenta de Provisión de Gastos – Servidor: cuenta que será abierta en el Banco Continental a nombre del PF siempre que el Originador no sea el Servidor, en la cual el Fiduciario depositará el pago de la Comisión del Ser-

vidor en efectivo y/o el monto proveniente de la ejecución de la Carta Fianza.

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

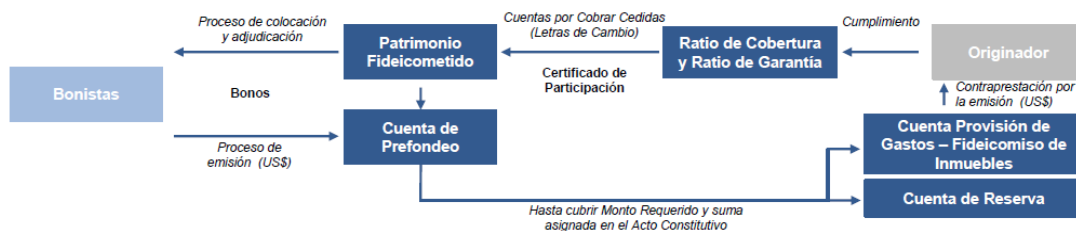
Proceso de Titulización

El Fiduciario y el Originador, según lo acordado en el Acto Constitutivo, constituirán el Patrimonio Fideicometido que se denomina “Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. 861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Primera Emisión” mediante la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas y las letras de cambio, que servirán para respaldar el pago de las obligaciones a cargo de éste. Dichas letras de cambio están endosadas al PF.

Asimismo, se producirá en transmisión real y efectiva a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles (bajo la modalidad de una transferencia fiduciaria) de los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas que corresponda, siendo que en los casos en que no se haya finalizado el proceso de independización serán transferidos los predios matrices vinculados a los lotes.

El Fiduciario, en representación del Patrimonio Fideicometido, procederá a colocar mediante oferta pública los bonos titulizados que son respaldados por los activos del PF. Con los fondos recaudados de la emisión disponibles en la Cuenta de Profondeo del PF, el Fiduciario procederá a realizar los siguientes pagos en este orden: i) del monto requerido a ser depositado en la Cuenta Reserva, ii) la suma a ser depositada en la Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles, y iii) al Originador por contraprestación por la transferencia fiduciaria de las cuentas por cobrar cedidas. Una vez culminada la asignación de los recursos obtenidos en la emisión, el Fiduciario procederá a cerrar la Cuenta de Profondeo.

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



Fuente: MBA Lazard y BBVA Banco Continental / Elaboración: MBA Lazard y Estudio Lazo, De Romaña & Gagliuffi Abogados

Cuentas por Cobrar Cedidas

Son los Activos del Patrimonio Fideicometido que respaldan la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario, conformados por las cuentas por cobrar derivadas de los Contratos de Compraventa Garantizada. Dichas cuentas cumplen con las siguientes características:

1. Tipo: Préstamo.
2. Destino: Financiamiento principalmente para adquisición de primera vivienda.
3. Moneda: Dólares.
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: 2,995.
8. Número de Proyectos: 31 Proyectos.

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

En caso que el Originador opte por sustituir una o más Cuentas por Cobrar Cedidas, deberán modificar los anexos correspondientes de manera coordinada con el fiduciario del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles a efecto de mantener la armonía entre las Cuentas por Cobrar Cedidas y los Lotes y/o Inmuebles que se deberán incorporar.

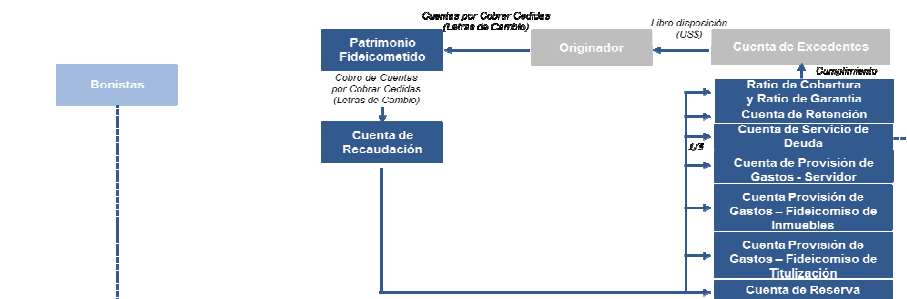
Mecanismo de Asignación de Flujos

El Servidor es el encargado de realizar las gestiones de cobranza y recaudación de los Ingresos de los Activos del Patrimonio Fideicometido, es decir de la cobranza de las Cuentas por Cobrar Cedidas. Dichos ingresos son depositados directamente en las Cuentas de Recaudación. Luego, en

la Fecha de Medición (a los 12 días de cada mes), el Fiduciario deberá proceder a distribuir los ingresos aplicando el siguiente mecanismo de asignación, en el orden de prelación siguiente:

1. A provisionar los gastos de administración del Fideicomiso de Titulización y los gastos de mantenimiento del Fideicomiso de Inmuebles.
2. El Fiduciario depositará en la Cuenta de Servicio de Deuda un importe equivalente a 1/5 del Monto Requerido.
3. En caso los flujos no hayan sido suficientes para depositar el monto respectivo (el indicado en el punto anterior) en la Cuenta de Servicio de Deuda, el Fiduciario transferirá a dicha cuenta el íntegro de los flujos que ingresen a la Cuenta de Recaudación hasta acumular dicho monto.
4. En caso aún no se hubiese completado el Monto Requerido en la Cuenta de Servicio de Deuda, el Fiduciario dispondrá de los recursos de la Cuenta Reserva para el pago correspondiente de la cuota. De suceder lo mencionado, el Fiduciario deberá asignar los flujos para reponer la Cuenta Reserva, siempre después de provisionar los gastos de administración y mantenimiento para ambos fideicomisos según corresponda.
5. Si el Originador desea retirar los excedentes, el Fiduciario calculará el Ratio de Garantía y el Ratio de Cobertura, que deberán ser mayores a 1.30 veces, en la Fecha de Medición. De ser así, los montos de la Cuenta de Recaudación y los montos de la Cuenta de Retención serán depositados en la Cuenta de Excedentes. Por el contrario, de no cumplirse con el nivel requerido para alguno de los ratios, se retendrán los flujos necesarios en la Cuenta de Retención. En caso no se cumplieran los *covenants* del Originador, se retendrán todos los excedentes en la Cuenta de Retención hasta alcanzar los niveles requeridos.

A continuación se grafica el proceso de asignación de flujos:



Fuente: MBA Lazard y BBVA Banco Continental / Elaboración: MBA Lazard y Estudio Lazo, De Romaña & Gagliuffi Abogados

Mecanismos de Aceleración

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

1. En caso en la fecha de medición no se cumpla los Ratios de Cobertura y/o Ratio de Garantía del Patrimonio Fideicometido, se retendrá los recursos necesarios hasta que dichos ratios alcancen el mínimo acordado:

Ratio de Garantía >=1.30 veces	Divide: i) Cuenta de Servicio de Deuda + Cuenta de Retención + Valor nominal de las Cuentas por Cobrar Cedidas, entre ii) Saldo del principal de los bonos.
Ratio de Cobertura >=1.30 veces	Divide: i) Cuenta de Servicio de Deuda + Valor nominal de los flujos de las Cuentas por Cobrar Cedidas hasta el pago de la próxima cuota, entre ii) Monto Requerido cuyo pago corresponda al próximo semestre.

2. En caso que transcurrido el periodo de cura equivalente a un semestre, el Ratio de Cobertura y/o el Ratio de Garantía del PF no hubiesen alcanzado el mínimo requerido, se producirá pleno derecho a la Aceleración de los Bonos, con convocatoria a la Asamblea Especial.
3. En caso que no se cumplan los *covenants* atribuibles al Originador, se modificará el Mecanismo de Asignación, de tal forma que luego de depositar lo correspondiente en la Cuenta de Servicio de Deuda, el Fiduciario retendrá el 50% de los flujos restantes hasta acumular en la Cuenta Reserva un monto equivalente a una cuota adicional. Las modificaciones quedarán sin efecto una vez que los *covenants* alcancen los niveles requeridos.

Deuda Financiera Neta/EBITDA Ajustado	-Menor o igual a 3.75 veces.
EBITDA Ajustado /Servicio de Deuda	-No se medirá para el 2012. -A partir del segundo semestre de 2013: mayor o igual a 1.15 veces. -Del segundo semestre de 2014 en adelante: mayor o igual a 1.30 veces.
Deuda Financiera Neta /Patrimonio Neto	-Menor o igual a 1.65 veces.

4. Dada la situación descrita en el párrafo anterior, se dará un periodo de cura de dos semestres, y de no cumplir los *covenants* del Originador con los niveles mínimos, la Asamblea Especial de Bonistas podrá optar por: i) prolongar el periodo de cura, o ii) declarar la Aceleración de los Bonos.
5. En caso el Originador renuncie a su cargo de Servidor y no lleve a cabo la ampliación del monto de la carta fianza a razón de US\$ 400 mil anuales, la Asamblea Especial de Bonistas podrá optar por declarar la Aceleración de los Bonos.

Como consecuencia de la Aceleración de los Bonos, el Fiduciario retendrá el íntegro de los excedentes disponibles en la Cuenta de Recaudación y luego convocará a la Asamblea Especial. La asamblea instruirá al Fiduciario a disponer del íntegro de los recursos depositados en las cuentas bancarias del PF (todo consolidado en la Cuenta de Recaudación) para realizar la amortización del principal de los bonos y la cancelación de los intereses correspondientes de forma mensual, luego de pagados los gastos de administración de ambos fideicomisos.

Eventos de Incumplimiento

A continuación se detallarán los principales eventos de incumplimiento con aceleración inmediata:

1. En caso el Ratio de Garantía estuviese por debajo de 1.05 veces.
2. En caso, los recursos en la Cuenta de Servicio de Deuda y en la Cuenta Reserva no alcancen para cubrir el monto requerido, y por lo tanto, no se hubiere podido realizar el pago del íntegro de la cuota de pago de los bonos.
3. Si el Originador se acoge a un convenio concursal, proceso de insolvencia o convenio de liquidación y, en general, a cualquiera de los procesos concursales previstos en la Ley 27809, o cuando el Originador suspenda el pago corriente de sus obligaciones debidas y exigibles.
4. En caso el Servidor hubiese recibido de forma directa pagos de dinero por parte de los clientes por más del 10% del valor nominal de las cuentas por cobrar cedidas cuya cobranza fuera realizada en un periodo de recaudación (un mes).
5. En caso el monto acumulado en la Cuenta de Retención por la retención de excedentes disponibles supere el 15% del saldo de capital de los bonos y/o que los fondos en dicha cuenta superen US\$1.0 millones, el mayor.
6. En caso se declare la nulidad de los Documentos del Programa.
7. Utilización de los recursos captados para otros fines distintos a los informados.
8. No entregar estados financieros trimestrales.
9. En caso la clasificación de riesgo anual sea menor o igual a A-.

Como consecuencia de los eventos mencionados, el Fiduciario retendrá el íntegro de los excedentes disponibles en la Cuenta de Retención. El Fiduciario procederá a realizar la amortización anticipada del principal de los bonos y la cancelación de los intereses correspondientes de forma mensual, sin que sea necesaria ninguna instrucción por parte de la Asamblea Especial.

Desde la fecha en el que el Fiduciario comunique formalmente al Originador de la aceleración de los bonos, el Originador tendrá tres meses para realizar la venta en efectivo de los lotes asociados a cuentas por cobrar cedidas que tuvieran más de tres cuotas cualesquiera en incumplimiento. El dinero obtenido será depositado por el Originador en la Cuenta de Recaudación.

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

Denominación: Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario.

Emisor / Fiduciario: Continental Sociedad Titulizadora S.A.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto: Hasta por un valor total de US\$25.0 millones.

Valor Nominal: US\$5,000 cada uno.

Serie: La presente Emisión tendrá una serie única.

Precio de Colocación: Los bonos serán colocados a la par de su valor nominal.

Plazo: El plazo de la Primera Emisión será de máximo 8 años.

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

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

Destino de los Recursos: Los fondos captados con la Emisión serán utilizados para el prepago de cuentas por pagar que tiene el Originador, las cuales a la fecha ascienden a US\$76.3 millones.

**DESCRIPCIÓN Y ANÁLISIS FINANCIERO DE
LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS**

Los Portales S.A. se constituyó en Lima el 06 de marzo de 1996 bajo la razón social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., cambiando su razón social a Los Portales S.A. en febrero del 2000. La actividad económica de la Compañía se centra en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, venta de departamentos, administración de playas de estacionamiento y hoteles. Asimismo, se encuentra desarrollando nuevas unidades de negocio, entre los que figura la renta inmobiliaria dentro de los estacionamientos.

Reorganización Empresarial

En el último trimestre de 2009 y primer semestre del 2010, se dieron varios cambios en la estructura organizacional de Los Portales S.A., los cuales no solo incluyen la fusión por absorción de Los Portales S.A. con varias de sus subsidiarias y empresas relacionadas, sino también la transferencia de una de sus inversiones a LP Valores S.A., un acuerdo de incremento de capital por nuevos aportes en efectivo ascendentes a S/.25.5 millones, así como la capitalización de resultados acumulados del ejercicio 2009.

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 de la Compañía producto de dicha transferencia a S/.62.0 millones. Estos últimos acuerdos se formalizaron el 08 de junio de 2010. Por otro lado, en Junta General de Accionistas realizada el 29 de abril del 2010, se acuerda la fusión por absorción de Los Portales S.A. con Inversiones en Inmuebles S.A., Inversiones en Estacionamientos S.A. (estas dos últimas empresas relacionadas) y con su subsidiaria Constructora Los Portales S.A.

La consolidación de los negocios, le permitirá a la Compañía lograr mayores eficiencias, lo cual se ve traducido en un importante incremento de su generación (medido de forma individual), lo cual si bien le permite mejorar sus indicadores de gestión, el nivel de apalancamiento que registra todavía es considerado moderado en relación a compañías comparables del sector.

Accionistas

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

Accionariado	
LP Holding S.A.	50%
Constructoras ICA S.A. de CV	50%

Así, LP Holding S.A., conjuntamente con Santa Aurelia S.A. (ambas empresas del Grupo Raffo) mantiene el 50% de la Compañía, mientras que Constructoras ICA S.A. de CV del Grupo ICA de México, conjuntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. posee el 50% restante, compartiendo ambos grupos el control de la Compañía.

Directorio y Gerencia

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

Directorio	
Ernesto Raffo Paine	Presidente
Guillermo Velaochaga Raffo	Director
Ernesto Fernandini Raffo	Director
Alberto Pescetto Raffo	Director
Bernardo Quintana Isaac	Director
Diego Quintana Kawage	Director
Alonso Quintana Kawage	Director
Rodrigo Antonio Quintana	Director

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

Gerencias	
Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Ramón García Quintana	Gerente Central de Adm. y Finanzas
Wilfredo de Souza Ferreyra	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Neg. Estacionamientos
Luis Gómez Corthorn	Gerente de Negocios Hoteleros
Juan Carlos Orrillo	Gerente de Negocios de Rentas
Patricia Mendoza	Gerente de Legal
Eugenio Dunezat	Gerente Financiero

Estrategia de Negocios

Los Portales S.A. mantiene como estrategia el buscar una mayor diversificación en sus negocios (siempre enfocado en el sector inmobiliario). Es así que los negocios que actualmente viene manejando son los siguientes: habilitación urbana, desarrollo y venta de departamentos, administración de playas de estacionamiento, hoteles y rentas.

Desarrollo de Negocios por Unidades

➤ Unidad Inmobiliaria

Se enfoca tanto en la promoción y desarrollo del negocio inmobiliario, así como en el negocio financiero a través del financiamiento directo que realiza a los compradores de lotes en sus proyectos de habilitación urbana. Actualmente desarrolla proyectos de habilitación urbana, viviendas de interés social, proyectos multifamiliares de vivienda a través de programas gubernamentales como Mi Vivienda, Techo Propio y viviendas de campo.

Al 31 de diciembre de 2011, el negocio inmobiliario representó el 76% de los ingresos individuales totales, mientras que a setiembre de 2012, totalizó el 67%.

➤ Negocio Hotelero

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros bajo dos marcas: una de lujo y otra de carácter corporativo. La Compañía opera cinco hoteles: en Lima el Country Club Lima Hotel, en Tarma Los Portales Hotel Tarma, en Piura Los Portales Hotel Piura, en Chiclayo Los Portales Hotel Chiclayo y en Cuzco Los Portales Hotel Cuzco.

Al 31 de diciembre de 2011, el negocio de hoteles representó el 11% de los ingresos individuales totales, mientras que al 30 de setiembre de 2012 totalizó el 14%.

➤ Negocio de Estacionamientos

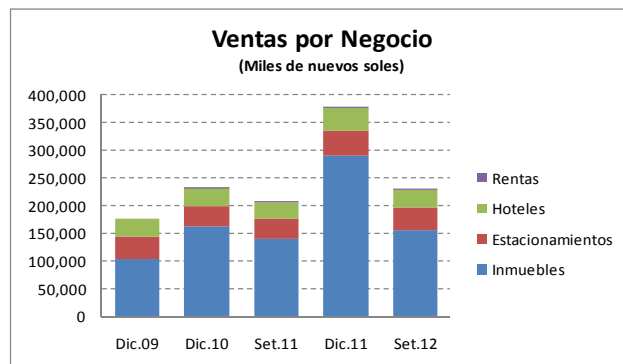
Se dedica a la construcción, administración, operación y concesión de estacionamientos, tanto propios como de terceros, así como a la gestión de negocios asociados como valet parking, publicidad *indoor* y lavado de autos. Al 31 de diciembre de 2011, la Compañía operó 137 playas de estacionamientos, y al 31 de marzo de 2012 ya opera 145 playas.

Al 31 de diciembre de 2011, el negocio de estacionamiento representó el 12% de los ingresos individuales totales, mientras que al 30 de setiembre de 2012 totalizó el 18%.

➤ Negocio de Rentas

Inició sus actividades en 2010 y se dedica a la habilitación de centros comerciales y *stripmalls*, así como a la gestión de arrendamientos de locales comerciales de propiedad de la Compañía. En julio de 2010 se inició la operación del centro comercial Lima Outlet Center ubicado en la Av. Elmer Faucett.

Al 31 de diciembre de 2011 y setiembre de 2012, este negocio representó 1% sobre el total de ventas aproximadamente.



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

Adopción de Normas Internacionales de Información Financiera - NIIF

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

- La Compañía y Subsidiarias optó por valorizar los inmuebles, maquinaria y equipo a valor razonable, tomando en cuenta la valuación realizada por un perito independiente. De esta manera el mencionado rubro registró un incremento con abono en la cuenta "Resultados acumulados" en el patrimonio neto, neto del impuesto a la renta diferido.
- De acuerdo a los NIIF, el reconocimiento de ingresos se da cuando se produce la entrega física de los terrenos habilitados. El ajuste requerido implicó revertir ventas por S/.261.0 millones reconocidas al 1 de enero del 2010 de acuerdo a PCGA en Perú.
- De acuerdo al punto anterior, las cuentas por cobrar canceladas por clientes, antes de la entrega física, se reconocen como anticipo de clientes en el pasivo. Las cuentas por cobrar aceptadas por clientes pendientes de cobro se muestran en cuentas de orden, que alcanzan US\$51.6 millones al 31 de setiembre de 2012.

Análisis de la Información Financiera

Activos

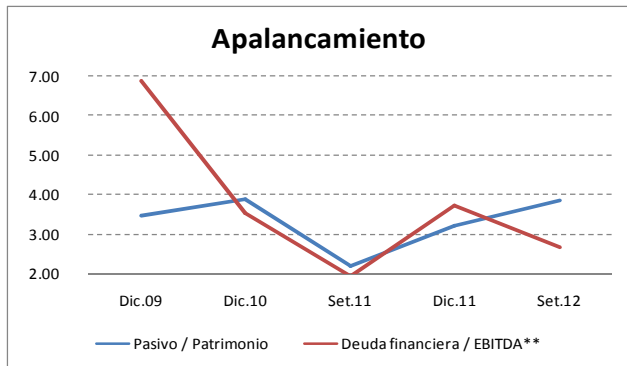
Al 30 de setiembre de 2012, los activos totales de Los Portales S.A. y Subsidiarias ascendieron a S/.863.9 millones, los cuales muestran un incremento de 21% respecto a los registrados al cierre de 2011, sustentados en el crecimiento de la cuenta de existencias que incluye mayores inmuebles terminados por los proyectos Huampaní, Cieneguilla, entre otros, y por un mayor nivel del saldo en caja y bancos. Asimismo, los inmuebles, maquinaria y equipo crecieron en 10%, dado el incremento en obras en cursos que corresponde a obras en

proceso de construcción que se estima culminen durante el 2012.

Pasivos y Patrimonio

Al cierre de setiembre de 2012, los pasivos representaron el 79% de las fuentes de financiamiento de la Compañía y sus Subsidiarias, registrando una variación de +25% respecto al 31 de diciembre de 2011 producto de mayores anticipos de clientes y de mayor deuda financiera. La deuda está compuesta por préstamos con terceros (55%), préstamos bancarios (43%) y arrendamiento financiero (2%).

A continuación se presenta los niveles de apalancamiento desde diciembre 2009 al 30 de setiembre de 2012:



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

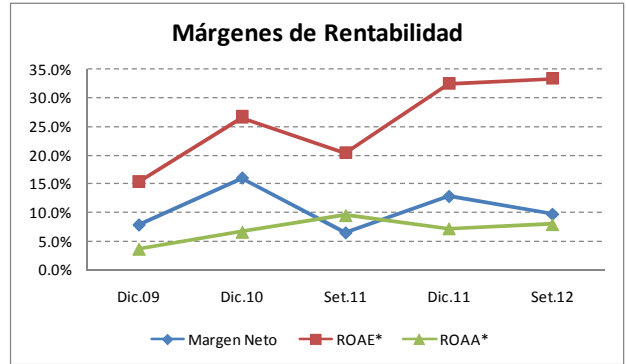
Al mismo período de análisis, el patrimonio ascendió a S/.178.6 millones, el cual aumentó en 5%, comparado con el mismo mes del 2011.

Resultados

A setiembre del 2012, las ventas han aumentado en 11% mientras que los costos de venta se incrementaron en 25%, afectando de manera importante la utilidad bruta que disminuyó en 14% con un margen de 29% (respecto a setiembre del 2011). Lo mencionado se explica por el efecto de las NIIF, ya que no se reconoce los ingresos en el negocio inmobiliario hasta la entrega del bien (lote o inmueble), mientras que los costos se deberán seguir registrando en la medida en que se incurran.

De acuerdo a lo mencionado por la Gerencia, las ventas se deberían recuperar en el cuarto trimestre debido a que 80% de los proyectos serán entregados en ese trimestre y, a partir del año 2013, las ventas de cada trimestre serán más uniformes comparativamente.

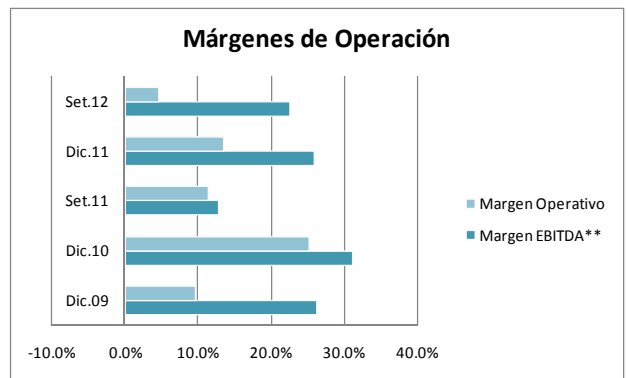
En consecuencia, en setiembre de 2012, la utilidad bruta fue menor a la del mismo mes del 2011, pero gracias a un mayor nivel de ingresos financieros y a la diferencia por tipo de cambio, la utilidad neta fue superior a la de setiembre de 2011 (70% superior respecto a setiembre de 2011).



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

Esto último se ve igualmente plasmado en los márgenes operativos que registra la Compañía y Subsidiarias (14% a diciembre 2011 vs. 5% a setiembre de 2012). No obstante, al calcular el EBITDA ajustado, tomando los últimos 12 meses, se observa que el resultado se torna positivo sumando S/.115.56 millones.

A continuación se presenta la evolución de ambos márgenes:

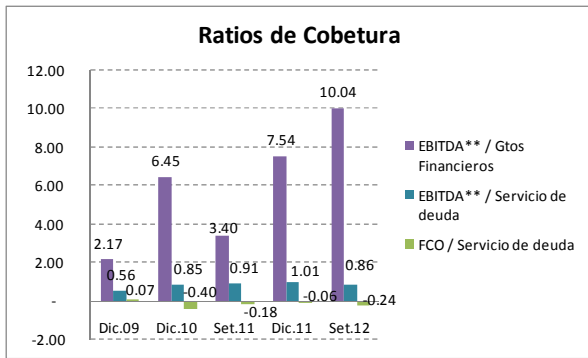


**EBITDA incluye ingresos financieros por letras generadas.
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium.

Indicadores Financieros de Cobertura

Al realizar el análisis de cobertura, se considera los siguientes indicadores:

- EBITDA ajustado/Gastos Financieros: para evaluar la cobertura de los intereses por la generación propia del negocio. Los Portales S.A. y Subsidiarias han mantenido este indicador holgadamente desde diciembre 2010 a la fecha.



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

- EBITDA ajustado /Servicio de Deuda: para evaluar la generación vs las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. En este caso, el indicador siempre ha estado por debajo de 1.0 vez, siendo el máximo resultado de 0.86 a setiembre de 2012, lo cual se explica por la estructura del financiamiento que mantiene buena parte de la deuda a corto plazo.
- Flujo de Caja Operativo (FCO)/Servicio de Deuda: para evaluar la caja derivada de las actividades de operación del negocio vs las amortizaciones. Al igual que en el indicador anterior, este ratio se ve estresado por el perfil de la deuda.

LOS PORTALES Y SUBSIDIARIAS

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA En miles de Nuevos Soles	IFRS		IFRS		IFRS		IFRS				Var % Set.12/Dic.11
	dic-09	%	dic-10	%	sep-11	%	dic-11	%	set-12	%	
ACTIVOS											
Activo Corriente											
Caja y Bancos	30,969	7%	32,185	5%	33,343	6%	30,834	4%	56,107	6%	82%
Cuentas por Cobrar Comerciales	7,657	2%	34,977	5%	77,010	13%	50,669	7%	53,331	6%	5%
Otras Cuentas por Cobrar	15,904	3%	12,611	2%	14,015	2%	21,545	3%	46,628	5%	116%
Cuentas por cobrar a relacionadas	152	0%	1,049	0%			786	0%	26	0%	-97%
Total Existencias	187,795	40%	276,627	43%	168,053	28%	295,196	41%	370,997	43%	26%
Otros activos	31,354	7%	0	0%			0	0%	12,513	0%	0%
Gatos Pagados por Anticipado	16,180	3%	25,269	4%	10,828	2%	7,771	1%	12,900	1%	66%
Total Activo Corriente	290,011	62%	382,718	60%	303,249	50%	406,801	57%	552,502	64%	36%
Cuentas por Cobrar Comerciales a L/P	2,145	0%	45,027	7%	126,798	21%	65,734	9%	56,679	7%	-14%
Otras cuentas por cobrar	4,696	0%	7,587	0%			0	0%	0	0%	0%
Inversiones financieras permanentes	2,903	1%	2,894	0%	20,923	3%	2,892	0%	2,834	0%	-2%
Inversiones Inmobiliarias	61,051	13%	96,927	15%	50,154	8%	104,473	15%	105,926	12%	1%
Im., Mob. y Equipo, Neto	65,390	14%	68,228	11%	60,811	10%	96,816	14%	106,203	12%	10%
Intangibles, Neto	40,451	9%	39,831	6%	39,112	7%	39,258	5%	39,758	5%	1%
Total Activo No Corriente	176,636	38%	260,494	40%	297,798	50%	309,173	43%	311,400	36%	1%
TOTAL ACTIVOS	466,647	100%	643,212	100%	601,047	100%	715,974	100%	863,902	100%	21%
PASIVOS											
Pasivo Corriente											
Cuentas por Pagar Comerciales	29,733	6%	48,330	8%	36,494	7%	37,275	5%	45,585	5%	0%
Anticipo de clientes	122,876	26%	194,773	30%			163,306	23%	234,370	27%	22%
Cuentas por pagar relacionadas	16,762	4%	8,023	1%			14	0%	0	0%	44%
Otras Cuentas por Pagar	17,858	4%	32,917	5%	59,376	11%	59,446	8%	29,800	3%	-100%
Parte Corriente obligaciones con Terceros	37,856	8%	46,771	7%	77,253	0%	63,715	9%	93,051	11%	-50%
Parte Corriente de la Deuda a L/P	23,915	5%	27,731	4%	24,774	5%	20,977	3%	30,354	4%	46%
Total Pasivo Corriente	249,000	53%	358,545	56%	197,897	37%	344,733	48%	433,160	50%	45%
Pasivo No Corriente											
Cuentas por Pagar Comerciales a L/P	23,157	5%	22,491	3%	27,982	5%	26,520	4%	39,787	5%	0%
Préstamos de Terceros a L/P	13,295	3%	48,729	8%	45,243	7%	71,219	11%	105,290	12%	50%
Deuda a L/P	70,669	15%	53,396	8%	60,544	11%	77,041	11%	80,708	9%	48%
IR Diferido	1,253	0%	24,749	4%	29,848	6%	23,708	3%	25,729	3%	5%
Ingresos Diferidos	0	0%	0	0%	3,858	1%	0	0%	0	0%	9%
Tributos a Largo Plazo	4,650	1%	3,860	1%	3,188	1%	2,977	0%	585	0%	0%
Total Pasivo No Corriente	113,024	24%	153,225	24%	170,663	32%	201,465	28%	252,099	29%	-80%
TOTAL PASIVO	362,024	78%	511,770	80%	368,560	69%	546,198	76%	685,259	79%	25%
PATRIMONIO											
Capital Social	106,156	23%	119,634	19%	119,634	22%	119,634	17%	119,634	14%	0%
Reserva Legal	1,811	0%	4,410	1%	8,031	1%	8,031	1%	12,535	1%	0%
Resultados No Realizados	6,969	1%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	56%
Resultados Acumulados	-24,048	-5%	-30,100	-5%	26,996	5%	-6,552	-1%	24,107	3%	0%
Resultados del Ejercicio	13,736	3%	37,498	6%	13,448	2%	48,663	7%	22,367	3%	-468%
TOTAL PATRIMONIO NETO	104,624	22%	131,442	20%	168,109	31%	169,776	24%	178,643	21%	-54%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	466,647	100%	643,212	100%	536,669	100%	715,974	100%	863,902	100%	5%

LOS PORTALES Y SUBSIDIARIAS

ESTADO DE RESULTADOS En Miles de Nuevos Soles	IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		Var % Set.12/Set.11
	dic-09	%	dic-10	%	sep-11	%	dic-11	%	set-12	%	
Ingreso por Venta de Inmuebles	101,788	58%	161,181	69%	140,384	68%	290,101	76%	155,699	67%	11%
Ingreso por Servicios de Playas de Estacionamiento	43,190	25%	37,462	16%	35,641	17%	46,716	12%	40,387	18%	13%
Ingresos por Servicios Hoteleros	29,973	17%	34,641	15%	29,600	14%	40,325	11%	31,716	14%	7%
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	0	0%	924	0%	2,169	0%	3,114	1%	2,935	1%	35%
Ingresos Totales	174,951	100%	234,208	100%	207,794	100%	380,256	100%	230,737	100%	11%
Costo de Venta de Inmuebles	-71,775	-41%	-98,329	-42%	-88,246	-42%	-180,831	-48%	-113,973	-49%	29%
Costo por Servicios de Playa de Estacionamiento	-30,622	-18%	-24,584	-10%	-24,921	-12%	-32,141	-8%	-29,000	-13%	16%
Costo por Servicios Hoteleros	-11,595	-7%	-16,388	-7%	-17,180	-8%	-23,464	-6%	-20,470	-9%	19%
Costo por Servicios de Renta Inmobiliaria	0	0%	-619	0%	-1,132	0%	-1,500	0%	-1,381	-1%	22%
Costos Totales	-113,992	-65%	-139,920	-60%	-131,479	-63%	-237,936	-63%	-164,825	-71%	25%
Utilidad Bruta	60,959	35%	94,288	40%	76,315	37%	142,320	37%	65,912	29%	-14%
Gastos de Administración	-36,074	-21%	-42,050	-18%	-35,714	-17%	-49,918	-13%	-40,440	-18%	13%
Gastos de Ventas	-9,380	-5%	-8,895	-4%	-14,130	-7%	-37,613	-10%	-14,711	-6%	4%
Otros Ingresos / Gastos, Neto	1,418	1%	15,934	7%	-2,476	-1%	-2,981	-1%	42	0%	-102%
Utilidad de Operación	16,923	10%	59,277	25%	23,995	12%	51,808	14%	10,804	5%	-55%
Ingresos Financieros	24,909	14%	21,770	9%	4,839	2%	25,644	7%	16,612	7%	243%
Gastos Financieros	-21,213	-12%	-11,331	-5%	-9,139	-4%	-13,119	-3%	-7,527	-3%	-18%
Utilidad Antes de Diferencia en Cambio	20,619	12%	69,716	30%	19,695	9%	64,333	17%	19,889	9%	1%
Diferencia en Cambio	1,891	1%	1,009	0%	448	0%	1,474	0%	13,897	6%	3002%
Utilidad Antes de Partic. e IR	22,510	13%	70,725	30%	20,143	10%	65,807	17%	33,786	15%	68%
Participaciones	-2,628	-2%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0%
Impuesto a la Renta	-6,146	-4%	-33,227	-14%	-6,695	-3%	-17,144	-5%	-11,419	-5%	71%
Utilidad / Pérdida Neta	13,736	8%	37,498	16%	13,448	6%	48,663	13%	22,367	10%	66%

INDICADORES FINANCIEROS	dic-09	dic-10	sep-11	dic-11	set-12
Solvencia					
Pasivo / Patrimonio	3.46	3.89	2.19	3.22	3.84
Total Pasivo / Total Activo	0.78	0.80	0.61	0.76	0.79
Deuda L/P / Patrimonio	0.80	0.78	0.36	0.87	1.04
Pasivo Corriente / Total Pasivos	0.69	0.70	0.54	0.63	0.63
Liquidez					
Liquidez Corriente	1.16	1.07	1.53	1.18	1.28
Prueba Acida	0.35	0.23	0.63	0.30	0.39
Capital de Trabajo	41,011	24,173	105,352	62,068	119,342
Gestión					
Gastos Adm y Vtas / Ingresos	26.0%	21.8%	24.0%	23.0%	23.9%
Gastos Financieros / Ingresos	12.1%	4.8%	4.4%	3.5%	3.3%
Rotación de Cobranzas	16	54	100	48	62
Rotación de Cuentas por Pagar	40	76	75	52	51
Rotación de Inventarios	593	712	345	447	608
Ciclo de conversión de efectivo	569	689		442	619
Rentabilidad					
Margen EBITDA**	26.3%	31.2%	14.1%	26.0%	22.8%
Margen Neto	7.9%	16.0%	6.5%	12.8%	9.7%
Margen Operativo	9.7%	25.3%	11.5%	13.6%	4.7%
ROAE*	15.3%	26.5%	20.4%	32.3%	33.2%
ROAA*	3.5%	6.5%	9.5%	7.2%	7.9%

*Anualizados

**EBITDA Ajustado incluye ingresos financieros por letras generadas

OTROS PARA CALCULOS	dic-09	dic-10	set-11	dic-11	set-12
Depreciación	2,355	3,553	1,434	4,674	5,819
Amortización	3,316	3,194	1,347	3,007	1,301
EBITDA	21,176	50,090	29,252	62,470	17,882
MARGEN EBITDA	26.3%	31.2%	14.1%	26.0%	22.8%
EBITDA ANUALIZADO	21,176	50,090	46,706	62,470	51,100
Gastos Financieros Anualizados	21,213	11,331	17,711	13,119	11,507
Deuda Financiera	145,735	176,627	85,318	232,952	309,403
EBITDA AJUSTADO / GASTOS FINANCIEROS	2.17	6.45	2.64	7.54	10.04
DEUDA FINANCIERA / EBITDA**	3.16	2.42	1.83	2.35	2.68
EBITDA AJUSTADO / SERVICIO DE DEUDA	0.56	0.85	0.91	1.01	0.86
FCO / Servicio Deuda	7.2%	-40.4%	-18.4%	-5.9%	-24.3%

Compras	268,269	228,752	135,505	256,505	240,626
EBITDA Ajustado**	46,078	73,050	35,906	98,956	52,514
EBITDA Ajustado anualizado	46,078	73,050	108,956	98,956	115,564
FCO	6,005	-34,696	-20,483	-5,762	-31,802
FCO anualizado	6,005	-34,696	-55,179	-5,762	-17,081