



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

Lima, Perú

## Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 30 de mayo de 2017

### Contacto:

(511) 616 0400

Gabriela Bedregal

Analista

[gbedregal@equilibrium.com.pe](mailto:gbedregal@equilibrium.com.pe)

Hernán Regis

Analista Senior

[hregis@equilibrium.com.pe](mailto:hregis@equilibrium.com.pe)

\* Para ver resumen de la estructura remitirse al Anexo I.

\*\* Para definición de categoría y clasificación anterior remitirse al Anexo II.

La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pe>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2013, 2014, 2015 y 2016 así como Estados Financieros Intermedios al 31 de marzo de 2016 y de 2017 del Originador y del Patrimonio Fideicometido, además de información adicional proporcionada por el Originador. Cabe indicar que también se tuvo acceso a la información financiera individual de Los Portales S.A. y Subsidiarias. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de clasificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

**Fundamento:** Tras la respectiva evaluación, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la categoría AA-pe a la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Titulizados de Cuentas por Cobrar del Negocio Inmobiliario de Los Portales (en adelante Los Portales, el Originador o la Compañía).

Sustenta esta clasificación las características de los activos titulizados, los cuales consisten en cuentas por cobrar respaldadas por letras de cambio del negocio de habilitación urbana del Originador. Dichos activos implican bajos niveles de morosidad y mantienen la reserva de dominio sobre los lotes a los que están relacionadas hasta que los clientes concluyen los pagos. Además, se requiere del pago de entre el 30% y el 40% del total del inmueble para concretar la transferencia al Patrimonio Fideicometido (esto no constituye una obligación que figure en los documentos de titulización).

Del mismo modo, se incorpora en el análisis la estabilidad del negocio inmobiliario de Los Portales, favoreciendo la continua generación de cuentas por cobrar para respaldar las obligaciones derivadas de los instrumentos clasificados. Esta generación se mantendría gracias al posicionamiento y *know-how* del Originador en habilitación urbana.

## Instrumento\*

## Clasificación\*\*

Bonos Titulizados

AA-pe

Adicionalmente se toman en cuenta los mejoradores con los que cuenta la estructura de la Titulización, entre los que está la constitución del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, cuyo objetivo es aislar los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas de los riesgos propios del Originador. No menos importantes son la cuenta reserva -equivalente a la siguiente cuota semestral a pagarse-, una carta fianza a favor del Fiduciario por el monto de la comisión anual del Servidor y resguardos atribuibles tanto al Patrimonio Fideicometido (PF) como al Originador.

No obstante, impide a los Bonos Titulizados contar con una mayor clasificación las debilidades atribuibles a Los Portales, tales como su elevado endeudamiento y la volatilidad de sus indicadores de generación financiera, a lo cual se suma el limitado respaldo patrimonial que le confiere su accionista Empresas Ica S.A.B. de C.V. (participación de 50.00%). Respecto a los aspectos financieros de la Compañía, es importante resaltar que durante el año 2016 se aplicaron lineamientos corporativos para mantener el nivel de deuda y dar prioridad a la generación de caja, lo cual conllevó a una gestión más ordenada de las compras de terrenos, esencial para el negocio de la Compañía.

Asimismo, se incluyen como limitantes el descalce en monedas y de plazos que tiene Los Portales, estando ex-

puesto a las fluctuaciones del tipo de cambio (pues a nivel de flujos por moneda se encuentra calzada), y a la presentación de fuertes demandas de capital de trabajo ajustando aún más el plazo promedio de su deuda.

Cabe indicar que a la fecha de elaboración del presente informe se observa que los *covenants* que aplican al Originador y al Patrimonio Fideicometido se cumplen, aunque el ratio de garantía aplicable al PF presenta ajustes respecto al límite requerido (1.30 veces), como a diciembre de

2016 cuando se ubicó exactamente en el nivel mínimo, por lo que se debe mantener un continuo monitoreo del mismo. Por último, Equilibrium considera que los mejoradores de la titulización favorecen el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los valores mobiliarios, aunque mantendrá monitoreada la evolución de los resguardos y de los indicadores de solvencia del Originador.

**Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la clasificación:**

- Modificación de la cuenta reserva, de manera que esta muestre un mayor respaldo al pago de los bonos.
- Reducción del riesgo derivado del Originador.
- Mejora en el soporte patrimonial del Originador.

**Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la clasificación:**

- Deterioro del riesgo que implica el Originador.
- Incumplimiento de los resguardos de las titulizaciones.
- Modificación de las condiciones pactadas según los documentos del programa, implicando la eliminación de todo o parte del conjunto de mejoradores de las titulizaciones.
- Subordinación de los instrumentos clasificados ante la emisión de valores con mayores garantías.

**Limitaciones encontradas durante el proceso de evaluación:**

- Ninguna.

## DESCRIPCIÓN DE LA TITULIZACIÓN

### Antecedentes

Los Portales S.A. es el Originador de la presente titulización, cuya principal fuente de ingresos es el negocio inmobiliario, que incluye la venta y desarrollo de proyectos de habilitación urbana formados por lotes de terreno para vivienda con instalaciones de servicios básicos (agua, desagüe y electricidad).

Parte de estas ventas son financiadas a los clientes en cuotas respaldadas por letras de cambio hasta por 72 meses, y para esta modalidad se firman **contratos de compra-venta garantizada**. Según estos documentos la propiedad pasa a manos del comprador en el momento que termina de cancelar todas las cuotas pactadas, y hasta entonces la reserva de dominio se mantiene a favor de Los Portales.

Tras la firma de estos contratos los clientes deben realizar el pago de una cuota inicial de por lo menos 20.00% del valor de venta del lote, la misma que a solicitud del comprador puede ser financiada en cuotas mensuales iguales hasta por 4 meses, sin intereses y respaldadas por letras de cambio. El saldo de la venta del lote puede ser financiado hasta en 72 cuotas mensuales, respaldadas igualmente por letras de cambio y a una tasa de interés efectiva anual mínima de 16.00% aproximadamente. En los casos en que el cliente no pague cualesquiera tres cuotas, el comprador pierde el derecho de adquirir el terreno, aplicándose una penalidad del 30.00% 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.

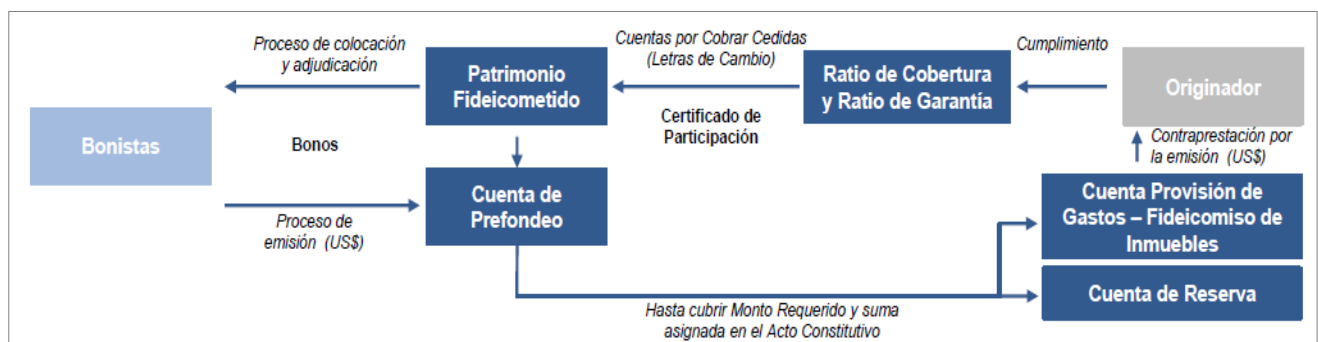
Así, los activos que sirven de respaldo de los bonos titulizados tienen las siguientes características:

- Tipo: Préstamo.
- Destino: Financiamiento para adquisición de primera y segunda vivienda.
- Moneda: Dólares estadounidenses.
- Periodicidad de Cuota: Pagos mensuales al día 30 de cada mes.
- Garantía: El Originador mantiene la reserva de dominio sobre los lotes asociados.
- 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.

### Estructura

Según lo acordado en el Acto Constitutivo, el Fiduciario y el Originador constituyeron el “Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg. 861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Primer Programa – Primera Emisión” mediante la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas y las letras de cambio, que sirven para respaldar el pago de las obligaciones a cargo de éste. Asimismo, se produjo la transferencia fiduciaria a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles de los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas correspondientes. En los casos en que no se finalizó el proceso de independización se transfieren los predios matrices vinculados a los lotes.

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

### Componentes

Entre los activos cedidos al patrimonio fideicometido se encuentran:

- Las cuentas por cobrar cedidas por el Originador y respaldadas por letras de cambio.
- Los ingresos generados por dichas cuentas y los recursos de las cuentas del PF.
- Los intereses que se generen.

Entre los activos cedidos al Patrimonio Fideicometido de Inmuebles se encuentran:

- Los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas en virtud de la reserva de dominio pactada en los Contratos de Compraventa Garantizada.

### Administración de los Flujos

Con la finalidad de contar con una adecuada gestión y cobertura sobre el pago de la deuda, la estructura de tituli-

zación contempla la constitución de las siguientes cuentas en el BBVA a nombre del PF:

- Cuenta de Excedentes.
- Cuenta de Profondeo: En la cual se depositó el importe recaudado como resultado de la colocación de la primera emisión del bono.
- Cuenta de Recaudación.
- Cuenta de Reserva.
- Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Titulización.
- Cuenta Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles.
- Cuenta de Servicio de Deuda.
- Cuenta de Retención.
- Cuenta de Provisión de Gastos – Servidor.

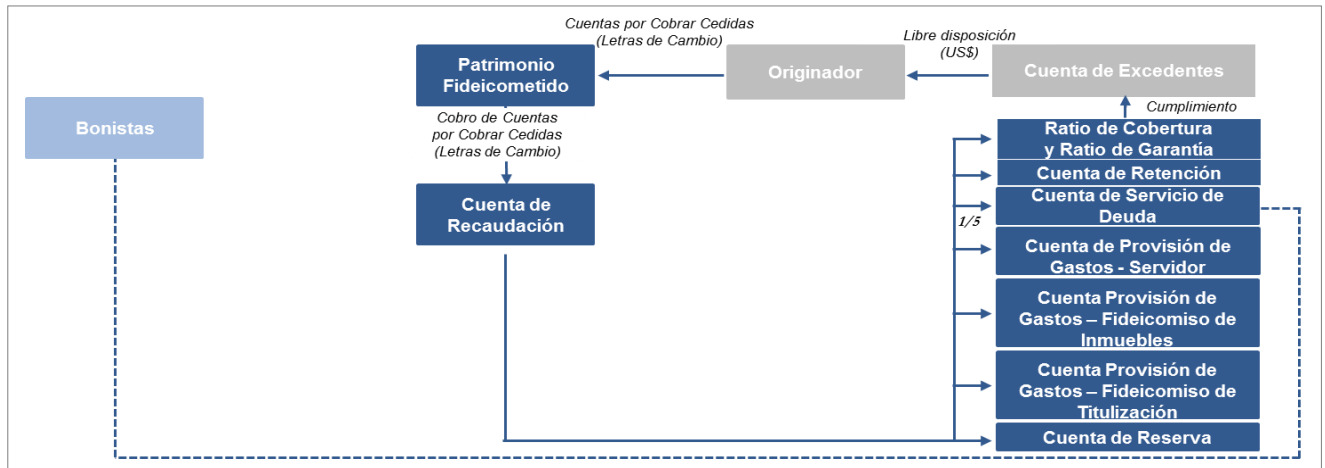
### Mecanismo de Asignación de Flujos

En base a las gestiones de cobranza de las cuentas cedidas, en cada fecha de medición el Fiduciario distribuye los ingresos según el siguiente mecanismo de asignación:

- Provisiona los gastos de administración del Fideicomiso de Titulización y los gastos de mantenimiento del Fideicomiso de Inmuebles.
- Deposita en la Cuenta de Servicio de Deuda un importe equivalente a 1/5 del Monto Requerido.

- Los fondos de la cuenta retención y recaudación pasan a cuenta de excedentes en caso se cumplan los ratios aplicables al PF y el Originador desea retirar los excedentes.

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

### Destino de los Recursos

El Originador utilizó los recursos captados exclusivamente para el prepagado de cuentas por pagar con personas naturales y jurídicas.

### Garantías

Los activos del PF garantizan las obligaciones que se emitan en el marco del Programa. Además, se cuenta con el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles como garantía específica.

### Resguardos

El Patrimonio Fideicometido deberá cumplir con los siguientes resguardos:

- Ratio de Garantía ( $\geq 1.30$  veces), este indicador divide: i) Cuenta SD + Cuenta de Retención + Valor nominal de las Cuentas por Cobrar Cedidas, entre ii) Saldo del principal de los bonos.
- Ratio de Cobertura ( $\geq 1.30$  veces), este indicador divide: i) Cuenta SD + 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.

Por su parte, el Originador deberá cumplir con los siguientes resguardos:

- Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado ( $\leq 3.75$  veces).
- EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda (del segundo semestre de 2014 en adelante:  $\geq 1.30$  veces).
- Deuda Financiera Neta / Patrimonio Neto ( $\leq 1.65$  veces).

A la fecha de análisis, se cumple con los *covenants* aplicables al Originador y al Patrimonio Fideicometido.

### Eventos de Incumplimiento

Estos incluyen, entre otros, los eventos citados a continuación:

- En caso los recursos en la Cuenta de Servicio de Deuda y en la Cuenta Reserva no alcancen para cubrir el monto requerido.
- En caso el Ratio de Garantía estuviese por debajo de 1.05 veces.
- Si el Originador se acoge a un convenio concursal, proceso de insolvencia o convenio de liquidación, o cuando suspenda el pago corriente de sus obligaciones.
- En caso el Servidor hubiese recibido de forma directa pagos de dinero por parte de los clientes por más del 10% del valor nominal de las cuentas por cobrar cedidas cuya cobranza fuera realizada en un periodo de recaudación (un mes).
- En caso el monto acumulado en la Cuenta de Retención por la retención de excedentes disponibles supere el 15.00% del saldo de capital de los bonos y/o que los fondos en dicha cuenta superen US\$1.00 millón, el mayor.
- En caso se declare la nulidad de los Documentos del Programa.
- En caso se incumplan los resguardos aplicables al Originador o al Patrimonio Fideicometido.
- No entregar estados financieros trimestrales.
- En caso la clasificación de riesgo anual sea menor o igual a A-.

## ENTIDADES PARTICIPANTES

### Fiduciario

Continental Sociedad Titulizadora S.A., Subsidiaria del BBVA Banco Continental, fue constituida en febrero de 1999. Actualmente se dedica de manera exclusiva a ejercer la función de fiduciario en procesos de titulización, así como a la adquisición de activos para constituir patrimonios fideicometidos en respaldo de la emisión de valores de contenido crediticio. A continuación se presenta la principal información financiera de la titulizadora:

( \$/000)	2013	2014	2015	2016	1Q.17
Activos	2,020	2,129	2,373	2,925	3,118
Pasivo	148	110	123	256	335
Patrimonio	1,872	2,019	2,251	2,669	2,783
Utilidad	206	222	232	418	114
ROAA		5.35%	5.16%	7.89%	8.32%
ROAE		5.44%	8.50%	9.33%	5.44%

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

### Originador

Los Portales S.A. es una empresa que fue constituida en Lima el 06 de marzo de 1996. Sus actividades son desarrolladas en base a una matriz diversificada que combina el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, venta de departamentos, administración y operación de playas de estacionamiento, hoteles y renta inmobiliaria.

### Grupo económico

GR Holding S.A. (empresa del Grupo Raffo), mantiene el 50% del accionariado de Los Portales, mientras que Constructoras ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México (e Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V.) poseen el 50% restante. Cabe mencionar que Grupo ICA tiene una clasificación internacional de Caa3 asignada por *Moody's Investors Service* con outlook negativo y está aún en proceso de reestructuración financiera, aunque a la fecha este proceso ya no implicaría la salida de dicho accionista de la posición con la que cuenta en la Compañía.

### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El accionariado, directorio y plana gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo III.

Cabe indicar que Guadalupe Phillips Margain forma parte de la plana de directores desde el 23 de marzo de este año. En cuanto a los ejecutivos que componen la plana gerencial, resalta que Arturo Gamarra ocupa a la fecha la Gerencia de Tesorería y Finanzas en lugar de Fernando Gómez Ñato, y este último encabeza actualmente la Gerencia de Estacionamientos en lugar de Eduardo Ibarra Rooth (cambios internos), mientras que el Sr. Ibarra ocupa la Gerencia de Hoteles. Por su parte, Bruno Alarcón ocupa la Gerencia de Administración y Logística desde enero de 2017 y Yaneth Zelada ocupa la Gerencia de Contabilidad desde abril del presente ejercicio.

## ANÁLISIS DE RIESGO DE LA ESTRUCTURA

Los activos que sirven de respaldo y de garantía de los bonos titulizados están expuestos a los siguientes riesgos:

**Incrementos sostenidos en el incumplimiento de los clientes:** Se asume el riesgo crediticio de los clientes del negocio de habilitación urbana de Los Portales, aunque se debe mencionar que el Originador cuenta con personal encargado de la evaluación crediticia de sus clientes y que mantiene la reserva de dominio sobre los lotes hasta el pago final de éstos, factores que mitigan este riesgo.

**Desastres naturales que afecten las zonas habilitadas:** Los lotes habilitados se encuentran expuestos a desastres naturales como sismos, inundaciones y caídas de huaycos, lo que podría eventualmente afectar el pago de las letras adeudadas por los clientes de Los Portales. No obstante, cabe mencionar que estos lotes cuentan con seguros que cubren estas eventualidades.

**Demoras en los trámites registrales necesarios para mantener la correspondencia entre las cuentas por cobrar cedidas y los inmuebles del PFI:** En ocasiones los trámites para registrar los inmuebles que garantizan la titulización y que están relacionados a cada cuenta por cobrar toma plazos que impiden una adecuada cobertura de la cartera cedida. Este factor destaca cuando el Originador debe sustituir los grupos de letras que sean recaudados al 100%, que sean cancelados anticipadamente o que pasen a respaldar los lotes afectados por otros acreedores.

**Deterioro de la capacidad del Originador para generar más cuentas por cobrar:** Este factor es importante para que los resguardos financieros aplicables al PF se cumplan y se mantenga el calce de los bonos y los activos titulizados, la Compañía reemplaza las cuentas por cobrar cedidas que vencen o son canceladas anticipadamente por los clientes y, por ende, retiradas del PF.

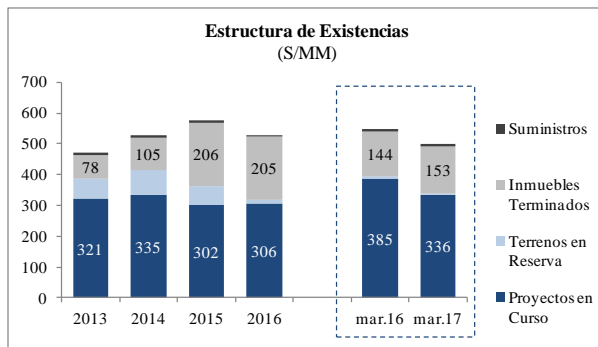
## ANÁLISIS FINANCIERO DE LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

### Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2016 los activos de Los Portales totalizan S/1,612.68 millones, exhibiendo un ligero incremento de 1.00% frente al año 2015 y continuando con una tendencia creciente que representa un aumento anual promedio de 10.45%.

Entre sus principales cuentas se ubican las existencias (32.81% del total de activos), importantes para la Compañía dada la alta participación del negocio inmobiliario que implica el registro de terrenos en reserva, obras en curso, inmuebles terminados y suministros diversos. En total, las existencias disminuyeron en 8.21% entre el 2015 y el 2016 (-8.82% interanualmente a marzo de 2017) debido a la reducción de terrenos en reserva. Por su parte, se observa que se detuvo el crecimiento que mostraron los inmuebles terminados hasta diciembre de 2015, factor que acompaña el menor dinamismo de los ingresos del sector inmobiliario. Resalta la importancia del desarrollo de las existencias para el crecimiento de la Compañía, por lo que se espera que hacia los siguientes periodos Los Portales aproveche el *land bank* con el que cuenta.





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

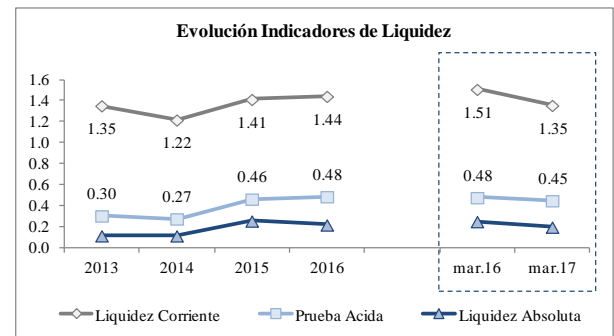
El saldo de efectivo y equivalentes disminuyó en 23.38% de año a año, tras utilizar parte de la caja en inversiones inmobiliarias. Según lo indicado por la Compañía, el nivel de efectivo que presenta a marzo de este periodo sería el nivel que la Gerencia espera mantener.

Las cuentas por cobrar a empresas relacionadas tuvieron un crecimiento anual de S/11.55 millones al incluir el aporte a Consorcio Estacionamiento Miraflores S.A. – CEMSA, mientras que las cuentas por cobrar comerciales circulantes contaron con un aumento de S/9.88 millones. No obstante, estos incrementos no superaron la reducción de la caja y de las existencias a diciembre de 2016, generando una disminución de 8.17% del activo corriente.

Respecto a las cuentas por cobrar comerciales, éstas se concentran en el tramo no corriente (72.07% del total de cuentas por cobrar comerciales a marzo de 2017), pues son originadas en las ventas de la sub unidad de habilitación urbana, para las que Los Portales difiere el pago de sus clientes hasta en 72 cuotas mensuales.

Las inversiones inmobiliarias -que son parte del activo no circulante- representan el 13.50% del total de activos y ascienden a S/217.69 millones al cierre del año pasado, presentando un crecimiento anual de S/28.31 millones y de S/49.24 millones durante el primer trimestre de este periodo. Este rubro registra la reserva territorial de la Compañía, sobre la que no ha definido un uso y en el corto plazo no serán vendidos ni desarrollados. Es así que a diciembre de 2016 su *land bank* comprende un área total de 243.30 has (141.3 has. a diciembre de 2015) y 271.70 has. a marzo de este año, y los terrenos están distribuidos en los distritos de La Molina, Chosica-Lurigancho y Carabaylo en Lima, además de las ciudades de Piura, Ica y Chimbote.

En línea con la evolución de las cuentas del activo circulante, los ratios de liquidez se redujeron, de manera que la liquidez corriente pasó de 1.41 veces al 2015 a 1.44 veces al 2016, mientras que el capital de trabajo pasó de S/265.48 millones a S/255.79 millones durante el mismo periodo.



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

### Estructura Financiera y Solvencia

Los Portales cuenta con pasivos por un total de S/1,184.49 millones a diciembre de 2016 (S/1,189.78 millones a marzo de 2017), los cuales muestran un ligero incremento del tramo no corriente respecto al corriente durante el año 2016.

Entre las cuentas del pasivo se encuentran anticipos de clientes, que corresponden a los pagos recibidos de clientes durante el periodo de habilitación antes de la entrega del bien (programada usualmente para finales de cada año). Una vez que se entrega el inmueble se procede a reconocer los anticipos como venta. Así, a diciembre de 2016 este rubro ascendió a S/76.75 millones y a S/90.52 millones a marzo de este año (S/141.9 millones al 2015), con una participación de 4.76% y 5.59% respectivamente.

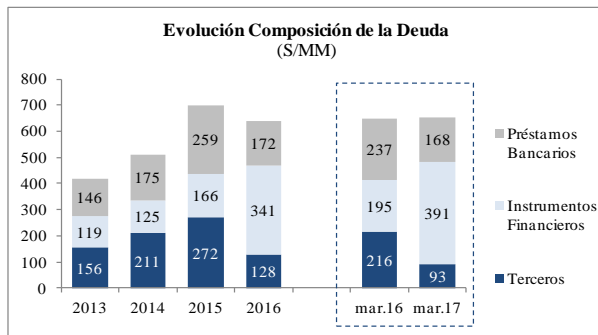
Por su parte, las cuentas por pagar comerciales ascienden a S/365.853 millones a diciembre de 2016 (S/330.18 millones a marzo de 2017) y registran incrementos en el tramo no corriente originados en un mayor saldo de facturas por la adquisición de terrenos, materiales y suministros de construcción, además de servicios prestados por empresas para el desarrollo de obras.

Cabe recordar que a finales del ejercicio 2015 la Compañía planteó lineamientos corporativos según los que procuraría que el saldo de obligaciones financieras se mantenga o se reduzca. Además, indicó que buscaría aumentar la duración de sus créditos.

Así, la deuda se ubica en S/641.39 millones a diciembre de 2016 y presenta una reducción de S/38.98 millones de año a año que parte de la amortización de obligaciones con terceros. Esos últimos son préstamos de alto costo financiero otorgados por personas naturales y fondos de inversión. Del mismo modo, la deuda bancaria disminuyó de cara a la pre-cancelación de un crédito de largo plazo otorgado por *Amicorp Bank and Trust Limited* (S/70.71 millones).

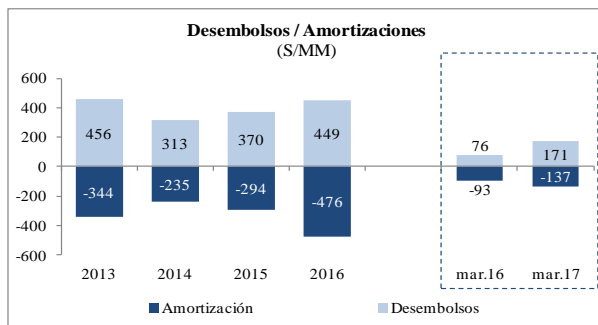
Dichas amortizaciones se realizaron contra la segunda emisión de bonos titulizados contemplada dentro del segundo Programa por US\$20.00 millones en setiembre de 2016. Adicionalmente, hasta diciembre del año pasado la Compañía llevó a cabo la Primera Emisión de bonos corporativos privados por S/100.65 millones. La aplicación de estos lineamientos implicó que el plazo promedio de la deuda de Los Portales se incrementara en un año aproxi-

madamente, favoreciendo parcialmente al calce de sus operaciones.



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

Se debe indicar que el informe del auditor de los estados financieros del 2016 consideró el *confirming* que realiza la Compañía como parte de los desembolsos de deuda, con lo que los desembolsos de obligaciones de Los Portales crecerían en S/549.87 millones y las amortizaciones se ubicarían en S/579.27 millones a dicho cierre anual.

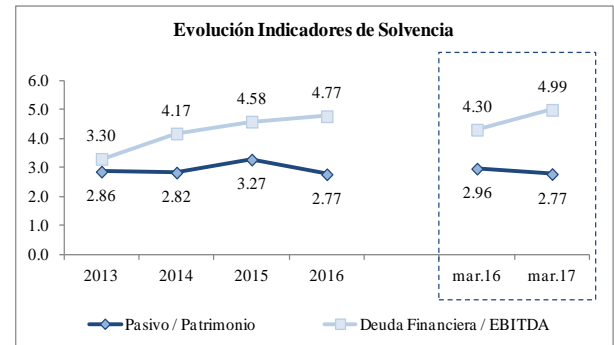


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

\*No incluye *confirming*.

A marzo de este año la deuda asciende a S/651.48 millones, observándose un crecimiento trimestral de S/10.09 millones originado en una Segunda Emisión de bonos corporativos privados (S/69.50 millones).

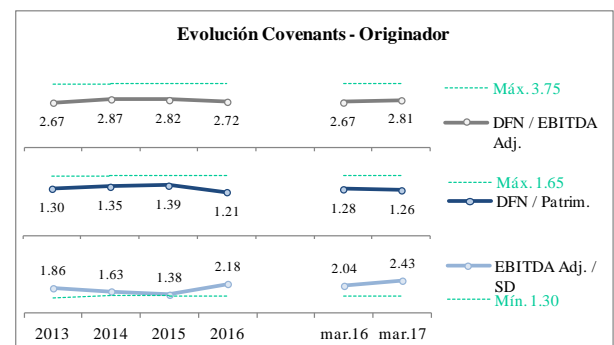
Respecto a los indicadores de apalancamiento de la Compañía, se observa que el ratio deuda / EBITDA pasó de 4.58 veces en el 2015 a 4.77 veces en el 2016 (4.99 veces al primer trimestre del periodo en curso); mientras que el indicador pasivo / patrimonio pasó de 3.27 veces en diciembre de 2015 a 2.77 veces en diciembre de 2016 (2.77 veces también a marzo de este año). El deterioro del apalancamiento financiero responde a la reducción del EBITDA entre los años 2015 y 2016, que incorpora mayores gastos operativos.



\*EBITDA anualizado = EBITDA - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos.

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

Al realizar la medición de los resguardos aplicables a Los Portales según lo establecido en los documentos de los programas de bonos titulizados, se encuentra que estos se cumplen: el ratio de deuda financiera neta / EBITDA ajustado se sitúa en 2.72 veces a diciembre de 2016 y en 2.81 veces a marzo de 2017 (límite máximo de 3.75 veces). El indicador de deuda financiera neta / patrimonio pasó de 1.21 veces a diciembre de 2016 a 1.26 veces a marzo de 2017 (límite máximo de 1.65 veces); mientras que el EBITDA Ajustado / servicio de deuda se ubica en 2.18 veces a diciembre de 2016 y en 2.43 veces a marzo de este año (límite mínimo de 1.30 veces). Respecto a los dos últimos indicadores, cabe indicar que a diciembre de 2015 éstos se consideraban ajustados, siendo positivo que a la fecha se hayan alejado de sus respectivos límites.



\*EBITDA Ajustado y anualizado = EBITDA - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos + intereses capitalizables por activos calificables (reconocidos en el Costo de Ventas).

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

### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

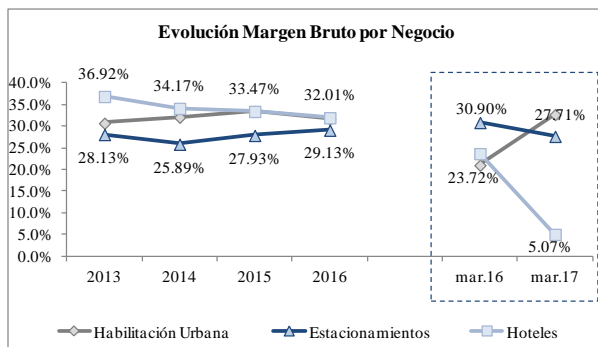
Al finalizar el año 2016 Los Portales contó con ingresos por S/847.78 millones (S/768.88 millones a diciembre de 2015), los que exhiben un incremento anual de 10.26% originado en el crecimiento de las unidades inmobiliaria<sup>1</sup> y de estacionamientos, las que en conjunto participan con el 93.74% del total de ingresos a diciembre del año pasado.

Por su parte, el negocio de hoteles de la Compañía mostró una reducción de 5.59% al término del 2016 (y de 9.43% entre marzo de 2016 y marzo de 2017), debido a una menor ocupación del Country Club Hotel, el mismo que se encuentra en proceso de remodelación y que constituye uno de los principales hoteles de la unidad.

<sup>1</sup> La unidad inmobiliaria incluye los intereses generados por el financiamiento que la Compañía otorga a sus clientes.

Dicha menor ocupación también se reflejó en el margen bruto del negocio hotelero, que pasó de 33.47% a diciembre de 2015 a 32.01% a diciembre de 2016 y a 5.07% a marzo de este año. De este análisis se observa también que las unidades inmobiliaria y de estacionamientos cuentan con el margen de mayor estabilidad.

A pesar de que el resultado bruto de todas las unidades de la Compañía cuenta con crecimientos de 2.66% entre año y año, el margen bruto presenta una tendencia a la baja. Esta tendencia se origina en el incremento de 14.00% del costo de ventas entre el 2015 y el 2016 en línea con el aumento de depreciación y de intereses capitalizables por activos calificables.

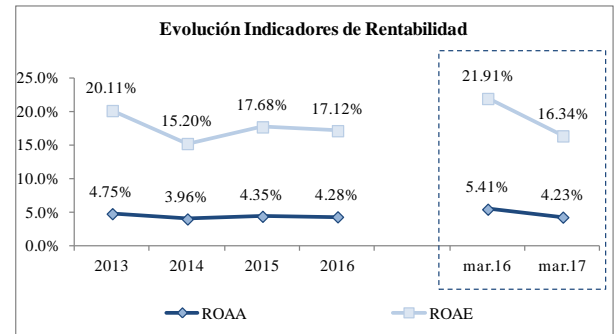


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

El resultado operativo de Los Portales se ubica en S/113.49 millones al término del año pasado (S/160.49 millones al 2015), presentando una reducción anual de 29.29% lo que responde principalmente a la ausencia del resultado por revalorización de terrenos mantenidos como inversión inmobiliaria, rubro que favoreció de manera significativa a los resultados de la Compañía hasta diciembre de 2015 (S/31.32 millones). Adicionalmente, afecta el resultado operativo la mayor carga generada por servicios públicos y depreciación.

Incorporando la menor utilidad operativa pero al mismo tiempo el menor impacto de la diferencia cambiaria, el resultado de Los Portales se ubica en S/68.62 millones a diciembre de 2016 (S/62.16 millones a diciembre de 2015), con un incremento de 10.40%. Se debe precisar que de marzo de 2016 a marzo de 2017 el resultado neto de la Compañía presenta una disminución de 7.81%.

De este modo, los indicadores de rentabilidad a diciembre de 2016 se ubican en 17.12% frente al patrimonio y en 4.28% frente a los activos, con un ligero ajuste respecto al 2015. Es de indicar que los ratios de marzo de 2017 incorporan la mayor carga operativa, así como la ausencia del resultado por revalorización de terrenos, factores que no son compensados por la presencia de un resultado positivo de diferencia cambiaria.

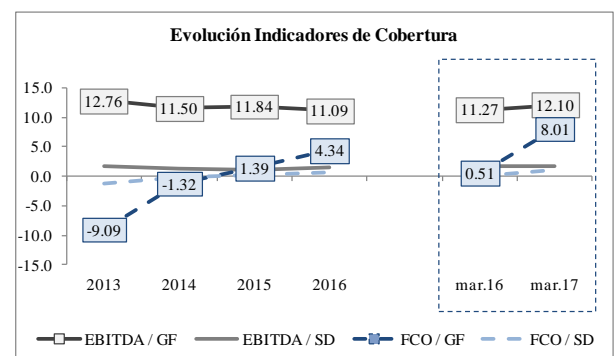


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

\* Indicadores anualizados al primer trimestre de 2016 y de 2017.

En cuanto a la generación financiera de la Compañía, se debe indicar que los proyectos de habilitación urbana y de vivienda edificada están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, lo que generó en periodos anteriores el registro de un Flujo de Caja Operativo negativo, el cual fue revertido hacia finales del año 2015 producto de los menores egresos operativos y por menores compras de terrenos. Así, al finalizar el ejercicio anterior el FCO ascendió a S/52.61 millones, y el dato anualizado de marzo de 2017 se ubica en S/86.44 millones. Por su parte, el EBITDA pasa de S/148.44 millones (diciembre de 2015) a S/134.50 millones (a diciembre de 2016) y a S/130.57 millones (a marzo de 2017), con disminuciones que responden al crecimiento de los gastos de administración y de ventas durante el año 2016.

Se encuentra que los indicadores de cobertura vía flujo de caja operativo corrigen su tendencia y pasan de cubrir el servicio de deuda en 0.13 veces (diciembre de 2015) a 0.60 veces (diciembre de 2016) y a 1.09 veces (a marzo de 2017). Por su parte, la cobertura que otorga el EBITDA al servicio de deuda mejora ligeramente y se ubica en 1.55 veces al cierre de 2016 (1.11 veces al final del 2015). Cabe mencionar que en periodos anteriores estos ratios se encontraron estresados por la posición negativa del FCO.



FCO anualizado a marzo de 2016 y marzo de 2017.

\*EBITDA Ajustado y anualizado = EBITDA - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos + intereses capitalizables por activos calificables (reconocidos en el Costo de Ventas).

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

### PATRIMONIO EN FIDEICOMISO-D.L.861, INSTRUMENTOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

Se constituyó el 11 de octubre de 2007, mediante la inscripción del Acto Constitutivo de Fideicomiso de Tituliza-

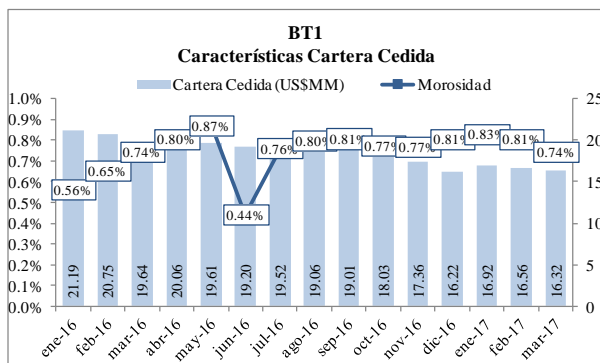


ción celebrado entre Continental Sociedad Titulizadora S.A. y Los Portales S.A.

### Primera Emisión

Al 31 de diciembre de 2016, los activos en titulación ascendieron a S/60.01 millones, correspondiendo éstos a operaciones de crédito hipotecario que derivan de financiamientos otorgados por el Originador. Entre las principales características de las cuentas por cobrar se encuentra el que su saldo pendiente de pago en promedio no es mayor al 22.00% del valor actual de la propiedad hipotecada, que sus cuotas mensuales no son mayores al 30.00% del ingreso mensual del deudor y que no se encuentren sujetas a ningún procedimiento concursal. Así, a la fecha de análisis se observa:

- Nivel de morosidad promedio: 0.73% de enero a diciembre de 2016 y 0.79% de enero a marzo de 2017.
- Número de Clientes: 1,542 a diciembre de 2016 (1,433 al primer trimestre de este año).
- Número de Proyectos: 45 al 2016 y a marzo de 2017.

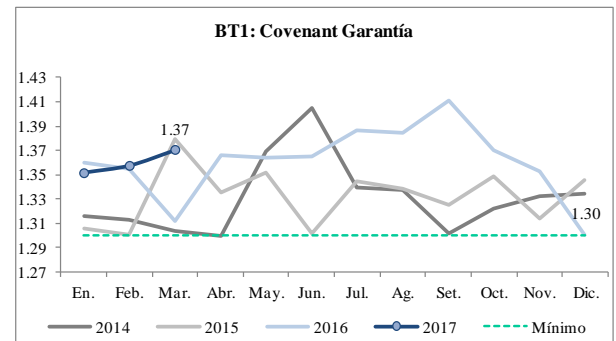


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Como se mencionó, el Primer Programa de Bonos Titulizados debe cumplir con *covenant*s al Patrimonio Fideicometido y al Originador, siendo ambos grupos medidos semestralmente. En cuanto a los ratios aplicables al Patri-

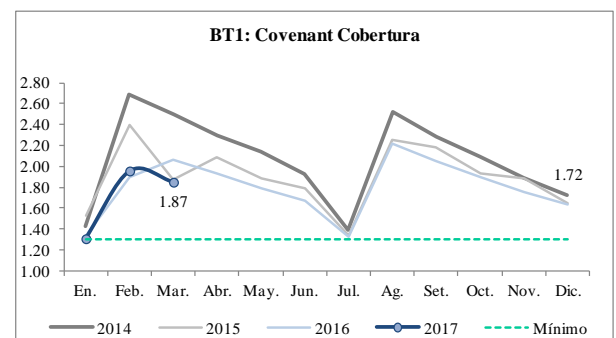
monio, se observa que estos se cumplen en todos los periodos:

**Ratio de Garantía:** Al 31 de diciembre de 2016 este ratio fue de 1.30 veces y a marzo de 2017 fue de 1.37 veces ( $\geq 1.30$  veces). Se debe aclarar que durante algunos periodos mensuales el cumplimiento del ratio de garantía es ajustado (como a diciembre del año pasado).



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

**Ratio de Cobertura:** Al 31 de diciembre de 2016 este ratio fue de 1.72 veces y a marzo de 2017 fue de 1.87 veces ( $\geq 1.30$  veces).



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

**Los Portales S.A. y Subsidiarias**

## ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

En Miles de Soles

ACTIVOS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	53,429	64,408	162,621	143,854	124,599	112,525
Cuentas por Cobrar Comerciales	68,469	93,628	134,383	132,867	144,262	132,679
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	22,417	435	444	561	11,993	13,316
Otras Cuentas por Cobrar	23,442	15,011	26,321	39,530	24,324	25,213
Total Existencias	471,417	526,145	576,410	546,529	529,063	498,336
Gastos Pagados por Anticipado	8,747	7,091	10,037	15,844	1,630	3,278
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>647,921</b>	<b>706,718</b>	<b>910,216</b>	<b>879,185</b>	<b>835,871</b>	<b>785,347</b>
Cuentas por Cobrar Comerciales a L/P	119,108	163,354	278,715	278,818	328,512	342,338
Inversiones Financieras Permanentes	40,944	56,143	15,781	14,209	14,350	14,067
Inversiones Inmobiliarias	112,012	150,703	189,372	189,107	217,686	266,930
Inm., Mob. y Equipo, Neto	134,465	141,970	150,011	151,345	157,534	152,574
Intangibles, Neto	33,660	41,123	45,184	42,551	43,403	42,452
Otras Activos	0	0	7,437	0	15,319	14,912
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>440,189</b>	<b>553,293</b>	<b>686,500</b>	<b>676,030</b>	<b>776,804</b>	<b>833,273</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1,088,110</b>	<b>1,260,011</b>	<b>1,596,716</b>	<b>1,555,215</b>	<b>1,612,675</b>	<b>1,618,620</b>

PASIVOS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Cuentas por Pagar Comerciales	124,494	198,460	268,632	197,376	286,250	242,197
Anticipo de Clientes	179,061	129,856	141,940	168,268	76,752	90,516
Cuentas por Pagar Relacionadas	0	6,193	10	6	9	6
Otras Cuentas por Pagar	33,422	44,853	34,028	38,223	51,628	69,505
<b>Deuda Financiera C/P</b>	<b>78,685</b>	<b>140,941</b>	<b>100,426</b>	<b>100,293</b>	<b>90,556</b>	<b>109,404</b>
<b>Parte Corriente Deuda Financiera L/P</b>	<b>63,781</b>	<b>61,000</b>	<b>99,696</b>	<b>78,959</b>	<b>74,884</b>	<b>68,190</b>
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>479,442</b>	<b>581,303</b>	<b>644,732</b>	<b>583,125</b>	<b>580,079</b>	<b>579,818</b>
Cuentas por Pagar Comerciales	16,245	14,491	57,205	69,347	79,583	87,980
IR Diferido	21,653	15,025	27,757	27,757	37,311	37,311
Otras Cuentas por Pagar	10,920	10,920	13,115	13,335	11,566	10,784
<b>Obligaciones Financieras</b>	<b>277,750</b>	<b>308,802</b>	<b>480,247</b>	<b>469,014</b>	<b>475,949</b>	<b>473,884</b>
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>326,568</b>	<b>349,238</b>	<b>578,324</b>	<b>579,453</b>	<b>604,409</b>	<b>609,959</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>806,010</b>	<b>930,541</b>	<b>1,223,056</b>	<b>1,162,578</b>	<b>1,184,488</b>	<b>1,189,777</b>
Capital Social	171,254	171,254	171,254	171,254	171,254	171,254
Reserva Legal	16,445	21,243	26,565	26,565	31,876	34,154
Resultados de Conversión	0	889	3,461	3,109	3,262	2,599
Resultados Acumulados	48,064	89,603	110,219	172,380	153,171	203,016
Resultados del Ejercicio	46,337	46,481	62,161	19,329	68,624	17,820
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>282,100</b>	<b>329,470</b>	<b>373,660</b>	<b>392,637</b>	<b>428,187</b>	<b>428,843</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>1,088,110</b>	<b>1,260,011</b>	<b>1,596,716</b>	<b>1,555,215</b>	<b>1,612,675</b>	<b>1,618,620</b>

## ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

En Miles de Soles

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
<b>Total ingresos</b>	<b>555,621</b>	<b>667,846</b>	<b>768,876</b>	<b>166,050</b>	<b>847,783</b>	<b>169,836</b>
<b>Total costos</b>	<b>-383,411</b>	<b>-454,456</b>	<b>-515,690</b>	<b>-114,438</b>	<b>-587,861</b>	<b>-117,937</b>
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>172,210</b>	<b>213,390</b>	<b>253,186</b>	<b>51,612</b>	<b>259,922</b>	<b>51,899</b>
Gastos de Administración	-64,498	-73,301	-79,976	-19,265	-90,424	-23,999
Gastos de Ventas	-27,910	-37,924	-46,693	-13,456	-58,641	-16,414
Otros Ingresos / Gastos, Neto	37,994	15,610	33,970	438	2,630	190
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>117,796</b>	<b>117,775</b>	<b>160,487</b>	<b>19,329</b>	<b>113,487</b>	<b>11,676</b>
Gastos Financieros	-9,984	-10,645	-12,538	-3,043	-12,130	-1,703
Diferencia en Cambio	-41,345	-34,623	-71,253	11,542	4,240	14,230
Participación en inversiones	1,228	-3,084	4,085	0	63	-283
Ganancia por venta de asociada	0	0	7,303	0	0	0
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>67,695</b>	<b>69,423</b>	<b>88,084</b>	<b>27,828</b>	<b>105,660</b>	<b>23,920</b>
Impuesto a las ganancias	-21,358	-22,942	-25,923	-8,499	-37,036	-6,100
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>46,337</b>	<b>46,481</b>	<b>62,161</b>	<b>19,329</b>	<b>68,624</b>	<b>17,820</b>
Diferencia en Cambio Op. en el Exterior	0	889	2,572	-352	-199	-663
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>46,337</b>	<b>47,370</b>	<b>64,733</b>	<b>18,977</b>	<b>68,425</b>	<b>17,157</b>

## Los Portales S.A. y Subsidiarias

## PRINCIPALES INDICADORES

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Activo	0.74	0.74	0.77	0.75	0.73	0.74
Pasivo / Patrimonio	2.86	2.82	3.27	2.96	2.77	2.77
Deuda Financiera / Pasivo	0.52	0.55	0.56	0.56	0.54	0.55
Deuda Financiera / EBITDA	3.30	4.17	4.58	4.30	4.77	4.99
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente	1.35	1.22	1.41	1.51	1.44	1.35
Prueba Ácida	0.30	0.27	0.46	0.48	0.48	0.45
Liquidez Absoluta	0.11	0.11	0.25	0.25	0.21	0.19
Capital de Trabajo (S/000)	168,479	125,415	265,484	296,060	255,792	205,529
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos operativos / Ingresos	16.63%	16.65%	16.47%	19.71%	17.58%	23.80%
Gastos financieros / Ingresos	1.80%	1.59%	1.63%	1.83%	1.43%	1.00%
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen bruto	30.99%	31.95%	32.93%	31.08%	30.66%	30.56%
Margen operativo	21.20%	17.64%	20.87%	11.64%	13.39%	6.87%
Margen neto	8.34%	6.96%	8.08%	11.64%	8.09%	10.49%
ROAA * **	4.75%	3.96%	4.35%	5.41%	4.28%	4.23%
ROAE * **	20.11%	15.20%	17.68%	21.91%	17.12%	16.34%
<b>GENERACIÓN (S/000)</b>						
EBITDA del periodo	127,438	122,407	148,445	24,874	134,503	20,939
EBITDA Anualizado	127,438	122,407	148,445	150,643	134,503	130,568
EBITDA Ajustado	137,521	155,753	183,546	188,644	190,079	191,803
FCO del periodo	-90,749	-14,073	17,408	1,700	52,614	21,610
FCO Anualizado ***	-90,749	-14,073	17,408	6,800	52,614	86,440
<b>COBERTURA *</b>						
EBITDA / Gastos Financieros	12.76	11.50	11.84	11.27	11.09	12.10
EBITDA / Servicio de Deuda	1.73	1.28	1.11	1.63	1.55	1.65
FCO / Gastos Financieros	-9.09	-1.32	1.39	0.51	4.34	8.01
FCO / Servicio de Deuda	-1.23	-0.15	0.13	0.07	0.60	1.09

Al EBITDA utilizado se le dedujeron los montos de revalorización de terrenos en los periodos aplicables.

EBITDA Ajustado = EBITDA - resultado por revalorización + intereses capitalizables por activos calificables.

\* Indicadores anualizados

\*\* Datos de marzo de 2016 se calcularon sobre la utilidad anualizada siguiente: [ Resultado neto / 3 \* 12 ]

\*\*\* Datos de marzo de 2016 y marzo de 2017 se calcularon con la fórmula [ FCO del trimestre / 3 \* 12 ] para evitar distorsiones.

COVENANTS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado ( $\leq 3.75x$ )	2.67	2.87	2.82	2.67	2.72	2.81
Deuda Financiera Neta / Patrimonio ( $\leq 1.65x$ )	1.30	1.35	1.39	1.28	1.21	1.26
EBITDA Ajustado / SD (2013 $\geq 1.15x$ 2014 $\geq 1.30x$ )	1.86	1.63	1.38	2.04	2.18	2.43

El EBITDA Ajustado y el Servicio de Deuda incorporan los intereses capitalizables por activos calificables.

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

## ESTADO DE SITUACION FINANCIERA

En miles de Soles

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Caja y bancos	15,976	18,008	18,788	13,653	18,070	12,697
Otros	1	11	61	204	0	95
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>15,977</b>	<b>18,019</b>	<b>18,849</b>	<b>13,857</b>	<b>18,070</b>	<b>12,792</b>
Activos en titulación	76,748	73,395	70,514	65,191	60,014	53,363
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>92,725</b>	<b>91,414</b>	<b>89,363</b>	<b>79,048</b>	<b>78,083</b>	<b>66,155</b>
Cuentas por pagar	0	9	0	0	0	0
Obligaciones por titulación	10,565	11,023	12,262	466	11,797	380
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>10,565</b>	<b>11,032</b>	<b>12,262</b>	<b>466</b>	<b>11,797</b>	<b>380</b>
Bonos por titulación	56,773	51,305	47,959	51,961	36,706	40,594
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>56,773</b>	<b>51,305</b>	<b>47,959</b>	<b>51,961</b>	<b>36,706</b>	<b>40,594</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>67,339</b>	<b>62,337</b>	<b>60,220</b>	<b>52,427</b>	<b>48,503</b>	<b>40,974</b>
Título de participación	27,737	34,965	36,857	45,357	42,126	39,506
Resultados acumulados	0	-2,351	-5,888	-18,116	-7,714	-12,546
Resultado del ejercicio	-2,351	-3,538	-1,826	-620	-4,832	-1,779
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>25,386</b>	<b>29,077</b>	<b>29,143</b>	<b>26,621</b>	<b>29,580</b>	<b>25,181</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>92,725</b>	<b>91,414</b>	<b>89,363</b>	<b>79,048</b>	<b>78,083</b>	<b>66,155</b>

## ESTADO DE RESULTADOS

En miles de Soles

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Intereses por bonos de titulación	-4,309	-4,482	-4,256	-1,024	-3,794	-795
Gastos administrativos	-830	-1,052	-580	-102	-557	-108
<b>Total Costos Operaciones</b>	<b>-5,139</b>	<b>-5,535</b>	<b>-4,835</b>	<b>-1,126</b>	<b>-4,351</b>	<b>-903</b>
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>-5,139</b>	<b>-5,535</b>	<b>-4,835</b>	<b>-1,126</b>	<b>-4,351</b>	<b>-903</b>
Diferencia en cambio	2,760	1,960	2,968	496	-519	-885
Ingresos financieros	28	37	41	10	38	9
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>-2,351</b>	<b>-3,538</b>	<b>-1,826</b>	<b>-620</b>	<b>-4,832</b>	<b>-1,779</b>

## ANEXO I

## RESUMEN DE LA ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

<b>Activos titulizados:</b>	Cuentas por cobrar asociadas a proyectos de habilitación urbana, respaldadas por letras de cambio.
<b>Originador y servidor:</b>	Los Portales S.A.
<b>Emisor y Deudor:</b>	Patrimonio en Fideicomiso–D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A. - Negocio Inmobiliario - Primer Programa - Primera Emisión
<b>Garantías:</b>	Patrimonio en Fideicomiso de Inmuebles
<b>Resguardos Financieros:</b>	Aplicables al Originador y al Patrimonio Fideicometido
<b>Fiduciario de titulación:</b>	Continental Sociedad Tituladora S.A.
<b>Monto del Programa:</b>	Hasta un monto máximo de US\$60 millones o su equivalente en Soles.

## DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CLASIFICADOS

	Primera Emisión
<b>Monto colocado:</b>	US\$25.00 MM.
<b>Saldo en circulación:</b>	US\$12.50 MM.
<b>Plazo:</b>	El vencimiento del último cupón es el 14/02/2021.
<b>Tasa:</b>	7.34% anual.
<b>Fecha de colocación:</b>	14 de febrero de 2013.
<b>Amortización:</b>	Semestral.



## ANEXO II

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

Instrumento	Clasificación Anterior (Al 30.06.16) *	Clasificación Actual	Definición de Categoría Actual
Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario	AA-.pe	AA-.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta clasificación y la inmediata superior son mínimas.

\* Sesión de Comité del 25 de octubre de 2016.

\*\*El historial de las clasificaciones otorgadas en las últimas 05 evaluaciones se encuentra disponible en: <http://www.equilibrium.com.pe/clasificacionhistorica.pdf>.

**ANEXO III****Accionistas al 30.05.2017**

<b>Accionistas</b>	<b>Participación</b>
GR Holding S.A.	50.00%
Constructoras ICA S.A.B. de C.V.	49.99%
Ingenieros Civiles Asociados	0.01%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: Los Portales S.A. / *Elaboración: Equilibrium***Directores al 30.05.2017**

<b>Plana de Directores</b>	
Ernesto Raffo Paine	Presidente del Directorio
Bernardo Quintana Isaac	Director
Guillermo Veloacha Raffo	Director
Pablo García Aguilar	Director
Ernesto Fernandini Raffo	Director
Alberto Pescetto Raffo	Director
Rodrigo Quintana Kawage	Director
Guadalupe Phillips Margain	Director
Antonio Ortega Castro	Director (suplente)
Eduardo Ibarra Diaz	Director (suplente)

Fuente: Los Portales S.A. / *Elaboración: Equilibrium***Plana Gerencial al 30.05.2017**

<b>Plana Gerencial</b>	
Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Juan Carlos Rubio Limón	Gerente Central de Administración y Finanzas
Wilfredo De Souza Ferreyra Ugarte	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios
Fernando Gomez Ñato	Gerente de Negocios de Estacionamientos
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Negocios Hoteleros
Arturo Gamarra Guzmán	Gerente de Tesorería y Finanzas
Patricia Mendoza Franco	Gerente Legal Corporativo
Janeth Zelada Rodríguez	Gerente de Contabilidad
Bruno Alarcón Casafranca	Gerente de Administración y Logística
Juan Garcia Apac	Gerente de Planeamiento
Javier Vildosola Carpio	Gerente de Relación con Inversionistas
Lucienne Freundt-Thurne	Gerente de Capital Humano

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

© 2017 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

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

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

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

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