



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

Lima, Perú

23 de octubre de 2015

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

“La clasificación que se otorga al presente valor no implica recomendación para comprar, vender o mantenerlo en cartera”

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 2011, 2012, 2013 y 2014, así como estados financieros no auditados de junio de 2014 y de 2015.

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

La decisión se sustenta en la naturaleza de las cuentas por cobrar titulizadas, las mismas que están respaldadas por letras de cambio originadas en el negocio de habilitación urbana de Los Portales (en adelante Los Portales, el Originador o la Compañía), cuyo porcentaje de pago del total del lote está entre 30% y 40% -no siendo esto una obligación que figure en los documentos de titulización- y sobre los que se mantiene reserva de dominio, por lo cual la morosidad se mantiene en niveles adecuados. De igual forma, se tomaron en cuenta los mejoradores de la estructura de titulización, entre los que se encuentra la Cuenta Reserva -equivalente a la siguiente cuota a pagarse-, una Carta Fianza a favor del Fiduciario por el monto de la comisión anual del Servidor (renovable anualmente) y resguardos atribuibles tanto al Patrimonio Fideicometido (PF) como al Originador. Adicionalmente, es positiva la presencia del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, constituido en pro de aislar los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas de los riesgos propios de Los Portales S.A. y asegurar la conclu-

sión del proceso de inscripción de la recepción de obras de habilitación urbana e independización registral y municipal de los mismos. Además, la estabilidad del negocio inmobiliario desarrollado por la Compañía, cuyo posicionamiento, experiencia y *know how* permiten adecuadas proyecciones de crecimiento, favorece la clasificación.

Sin embargo, limita la categoría otorgada el descalce inicial entre el plazo de las cuentas por cobrar cedidas (cinco años en promedio) y el plazo de la emisión de los bonos (ocho años), descalce que se mantiene a la fecha, toda vez que el plazo restante de la emisión es de 5 años mientras que las cuentas por cobrar cedidas que actualmente respaldan la emisión tienen un plazo de vencimiento promedio entre 3.5 y 4.0 años, siendo éste uno de los principales aspectos que podrían -en caso de no aportarse cuentas por cobrar adicionales al PF- reducir el plazo de repago de los bonos de 8 a 4 años aproximadamente, lo que en un futuro podría afectar negativamente la clasificación. Otro limitante es el crecimiento de los indicadores de apalancamiento, producto del mayor endeudamiento, principalmente a través de préstamos con terceros. Dado que el crecimiento de las obligaciones financieras es mayor en el corto plazo, se observa un constante ajuste de los indicadores de liquidez del Originador. Además, durante el semestre analizado se observó que

el nivel alcanzado de la deuda financiera conllevó a un ajustado desempeño de dos de los tres resguardos atribuibles al originador (EBITDA Ajustado/Servicio de Deuda y Deuda Financiera Neta/Patrimonio), y se deberá prestar especial interés en hacer más holgado el cumplimiento de estos.

Se considera también el flujo de caja operativo negativo registrado en la fecha de análisis y la volatilidad que presenta durante los últimos ejercicios, lo que deriva de una mayor compra de terrenos y acumulación de cuentas por cobrar comerciales. Cabe mencionar que dicho déficit se venía reduciendo en los últimos periodos anuales analizados, pero al 30 de junio de 2015 se incrementó.

Asimismo, la clasificación atribuida recoge la exposición que tiene Los Portales a las fluctuaciones del tipo de cambio, las que impactaron los resultados y -por consiguiente- el patrimonio en el año 2014 y en el primer semestre del año 2015, mas no los flujos de caja (que se registran principalmente en moneda extranjera).

Los Portales S.A. (el Originador) 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. La Compañía desarrolla sus actividades a través de cuatro líneas de negocio: venta de desarrollos inmobiliarios, playas de estacionamiento, hoteles y rentas. Sus accionistas son GR Holding S.A. (Grupo Raffo) y Constructora ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México, con 50% de participación cada uno.

El propósito de la emisión de los bonos titulizados (febrero de 2013) fue utilizar los fondos para el repago de la deuda con terceros, que en ese entonces era de muy corto plazo (12 meses) y devengaba altas tasas de interés (13.0% aproximadamente). Para eso, se constituyó un Patrimonio Fideicometido (PF) denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Primera Emisión – Primer Programa”, mediante la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas y respaldadas por las letras de cambio (endosadas al PF), que servirán para atender el pago de las obligaciones a cargo de éste. Asimismo, se realizó la transferencia fiduciaria a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles de los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas, mientras que en los casos en que no se finalizó el proceso de independización, fueron transferidos los predios matrices vinculados a los lotes. La estructura de titulización considera *covenants* que aplican al Originador y al Patrimonio Fideicometido (Ratio de Garantía y Ratio de Cobertura mayor o igual a 1.30 veces), los mismos que a la fecha de análisis se cumplen y son detallados en la página 7 del presente informe. No obstante, resulta importante que la Compañía reemplace las cuentas por cobrar cedidas que vencen o son canceladas anticipadamente por los clientes y, por ende, retiradas del PF, a fin de lograr que las coberturas se ubiquen en niveles adecuados y mantener el calce entre el vencimiento de los bonos y dichas cuentas. Como se mencionó, a la fecha de análisis dos de los *covenants* atribuibles al Originador se cumplieron pero en niveles algo ajustados, lo que fue impulsado por altos niveles de deuda financiera.

El nivel de ingresos de la Compañía registrado al 30 de junio de 2015 asciende a S/.270.2 millones, y se explica por la Venta de Desarrollos Inmobiliarios -negocio que soporta

la presente titulización- en un 66.5% (S/.179.7 millones), Administración y Operación de Playas de Estacionamiento (14.1%), Servicios Hoteleros (9.2%) y Servicios de Renta Inmobiliaria (0.4%). Se debe mencionar que un 9.8% de los ingresos corresponden a intereses por letras, provenientes de la facultad que otorga Los Portales a sus clientes para diferir el pago de la compra de lotes de Habilitación Urbana en cuotas mensuales de hasta 72 meses. Respecto a junio de 2014, las ventas del primer semestre del año 2015 son 34.8% mayores, impulsadas por ventas del negocio inmobiliario, que crecieron 46.4%.

Es igualmente importante señalar que, por adopción de las NIIF, el reconocimiento de los ingresos por la venta de inmuebles se realiza al momento de la culminación de obras y entrega -simbólica- de los proyectos de habilitación urbana y de los proyectos de vivienda edificada, los cuales, a su vez, están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, mayormente de corto plazo. Mientras estos ingresos no puedan ser reconocidos como ingresos por ventas, son registrados como anticipos de clientes en el Estado de Situación.

Si bien los costos totales aumentaron 23.6% durante el primer semestre de 2015, dicho crecimiento fue menor al presentado por los ingresos, lo que resultó en un avance de 61.3% en el resultado bruto al cierre de junio de 2015, el mismo que se situó en S/.95.9 millones. La variación positiva en la utilidad bruta, sumada a la actualización del valor razonable de inversiones en terrenos, derivaron en un crecimiento de la utilidad operativa de S/.16.7 millones a S/.59.9 millones, así como en una mejora del margen operativo de 8.3% a 22.2% entre los semestres analizados. De no considerar el ingreso extraordinario por revalorización del terreno, el margen operativo se ubicaría en 14.2%, pero el EBITDA no variaría ya que la Compañía no considera en el cálculo de dicho indicador el monto por revalorización de terrenos. La pérdida por diferencia en cambio de S/.29.3 millones (pérdida de S/.1.3 millones al cierre del primer semestre de 2014) resulta en una utilidad antes de impuestos de S/.27.5 millones (S/.10.2 millones en el primer semestre de 2014). Si bien el margen neto mejora de 3.6% a 7.1% en relación al mismo periodo del año anterior, es de mencionar que éste incluye el ingreso por la actualización del valor razonable de inversiones (terrenos).

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

Fortalezas

1. *Expertise y know how* del negocio inmobiliario por parte del Originador.
2. Lotes incorporados al Fideicomiso de Inmuebles 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 Compra-venta 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 de deuda del Originador con alta exposición a corto plazo.
3. Resurgimiento de obligaciones con terceros, de alto costo y corto vencimiento que presionan las coberturas de servicio de deuda.
4. Ajustado cumplimiento de los resguardos financieros atribuibles al Originador.

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 adquirientes de los lotes.

ANTECEDENTES

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

Estas ventas de lotes se realizan bajo dos modalidades: El pago al contado y la Financiación en cuotas respaldadas por letras de cambio hasta por un plazo de 72 meses. Para cada modalidad de colocación existe un contrato definido:

1. **Contrato de Compra-Venta Garantizada – Pago a Plazos:** Se aplica en los casos que las ventas sean financiadas en cuotas respaldadas por letras de cambio. La propiedad pasa a manos del comprador en el momento que termina de cancelar todas las cuotas pactadas en el contrato.
2. **Contrato de Compra-Venta de Bien Futuro:** Se aplica cuando la venta es realizada al contado.

Financiamiento

Como parte del negocio inmobiliario, la Compañía otorga financiamiento directo a los compradores de lotes de los proyectos de habilitación urbana. La venta del lote se realiza inicialmente vía la suscripción de un compromiso de compra-venta, el cual refiere la transferencia de un bien futuro (lote habilitado) de Los Portales S.A. al cliente. Una vez que el proyecto obtiene la Resolución de Habilitación Urbana, se reemplaza dicho compromiso por un Contrato de Compraventa Garantizada – Pago a Plazos (que incluye la reserva de dominio a favor de Los Portales).

En tal sentido, con la firma del compromiso de compraventa, los clientes deben realizar el pago de una cuota inicial de por lo menos 20% del valor de venta del lote, la misma que a solicitud del comprador puede ser financiada en cuotas mensuales iguales hasta por 4 meses, sin intereses y respaldadas por letras de cambio. El saldo de la venta del lote puede ser financiado hasta en 72 cuotas mensuales, respaldadas igualmente por letras de cambio y a una tasa de interés efectiva anual mínima de 16% aproximadamente. En los casos en que el cliente no pague cualesquiera tres cuotas, el comprador pierde el derecho de adquirir el terreno, aplicándose una penalidad del 30% del valor de venta del lote. Las letras de cambio referidas contienen una cláusula de no protesto, lo que permite agilizar su ingreso en el registro de moras.

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

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

Entidades Participantes

Las entidades involucradas en el presente proceso de titulación son las siguientes:

1. Originador: Los Portales S.A., empresa dedicada a la promoción, desarrollo y comercialización de proyectos de habilitación urbana y viviendas. 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 custodiar la documentación pertinente, a excepción de las letras de cambio que serán 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 – Primer Programa, en virtud del cual el Originador transferirá en fideicomiso los lotes cuyas ventas han dado lugar a las cuentas por cobrar cedidas 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 Titulación: El PF está conformado por un conjunto de cuentas por cobrar cedidas por el Originador y respaldadas por letras de cambio. Los activos del PF también incluyen los ingresos generados por dichas cuentas y los recursos de las cuentas abiertas en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, así como los intereses que estas cuentas generen.
2. Activos del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles: Está 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 BBVA Banco Continental a nombre del Originador, en el cual se depositan los excedentes disponibles.
5. Cuenta de Profondeo: Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, en la cual se depositó el importe recaudado como resultado de la colocación de

la primera emisión del bono. La cuenta atendió:

- i. La contraprestación a favor del Originador por la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas.
 - ii. La transferencia de fondos a la cuenta reserva.
 - iii. La transferencia de fondos a la Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles para la administración de los lotes.
6. Cuenta de Recaudación: Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, en la cual los clientes depositarán los Ingresos (provenientes de las cuentas por cobrar cedidas) y desde la cual se atenderá el pago de las obligaciones a cargo del PF.
 7. Cuenta de Reserva: Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, en la cual el Fiduciario depositó, con cargo a la Cuenta de Profondeo, el Monto Requerido (suma de dinero necesaria para pagar una o dos cuotas del bono en la próxima fecha de pago).
 8. Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Titulización: Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, destinada a atender los gastos de administración del fideicomiso de titulización con cargo a la Cuenta de Recaudación.
 9. Cuenta Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles: Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, destinada a atender los gastos de mantenimiento y administración del Fideicomiso de Inmuebles con cargo a la Cuenta de Recaudación y a la Cuenta de Profondeo, respectivamente.
 10. Cuenta de Servicio de Deuda: Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, en la cual el Fiduciario deposita, con cargo a la Cuenta de Recaudación, el Monto Requerido.
 11. Cuenta de Retención: Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF, a través de la cual el Fiduciario canaliza las retenciones que sean necesarias para cumplir con los *covenants*.
 12. Cuenta de Provisión de Gastos – Servidor: Cuenta abierta en el BBVA Banco Continental a nombre del PF siempre que el Originador no sea el Servidor, en la cual el Fiduciario deposita el pago de la Comisión del Servidor 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 por cada una de las cuentas por cobrar cedidas y que son depositados en la Cuenta de Recaudación.

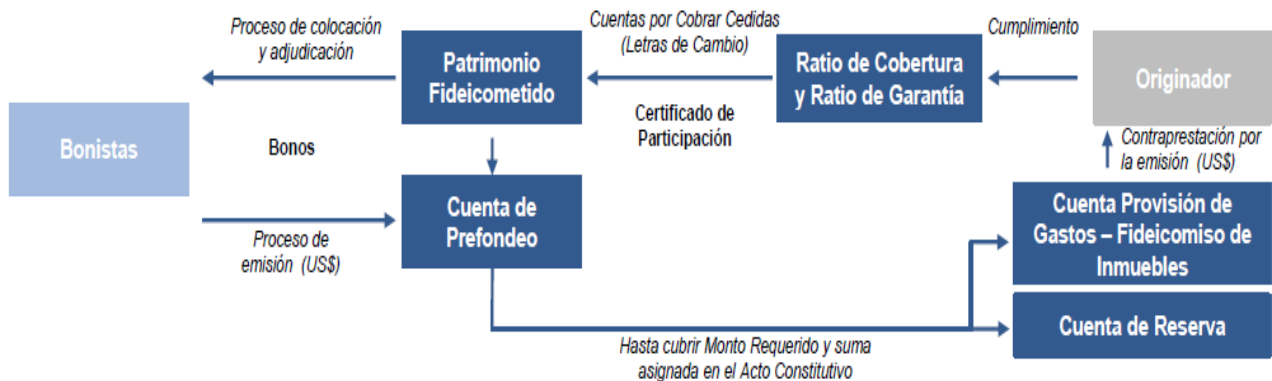
Proceso de Titulización

El Fiduciario y el Originador, según lo acordado en el Acto Constitutivo, constituyeron el Patrimonio Fideicometido denominado “Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg. 861, Título XI, Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario – Primera Emisión – Primer Programa” 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 produjo transferencia fiduciaria (trasmisión real y efectiva) a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles de los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas que corresponda, siendo que en los casos en que no se haya finalizado el proceso de independización serán transferidos los predios matrices vinculados a los lotes.

El Fiduciario, en representación del Patrimonio Fideicometido, procedió 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 procedió a realizar los siguientes pagos en este orden: i) el 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 procedió a cerrar la Cuenta de Profondeo.

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



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 Compra-Venta Garantizada. Dichas cuentas cumplen con las siguientes características:

1. Tipo: Préstamo.
2. Destino: Financiamiento, principalmente para adquisición de primera vivienda.
3. Moneda: Dólares estadounidenses.
4. Periodicidad de Cuota: Pagos mensuales al día 30 de cada mes.
5. Garantía: El Originador mantiene la reserva de dominio sobre los lotes asociados.
6. Mora: Todas las cuentas que ingresen están al día en el pago y nunca han estado en falta de pago de tres cuotas consecutivas o alternadas simultáneamente.
7. Número de Clientes: 2,477.
8. Número de Proyectos: 41 Proyectos.

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

En caso que el Originador opte por sustituir una o más Cuentas por Cobrar Cedidas, deberán modificar los anexos correspondientes 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.

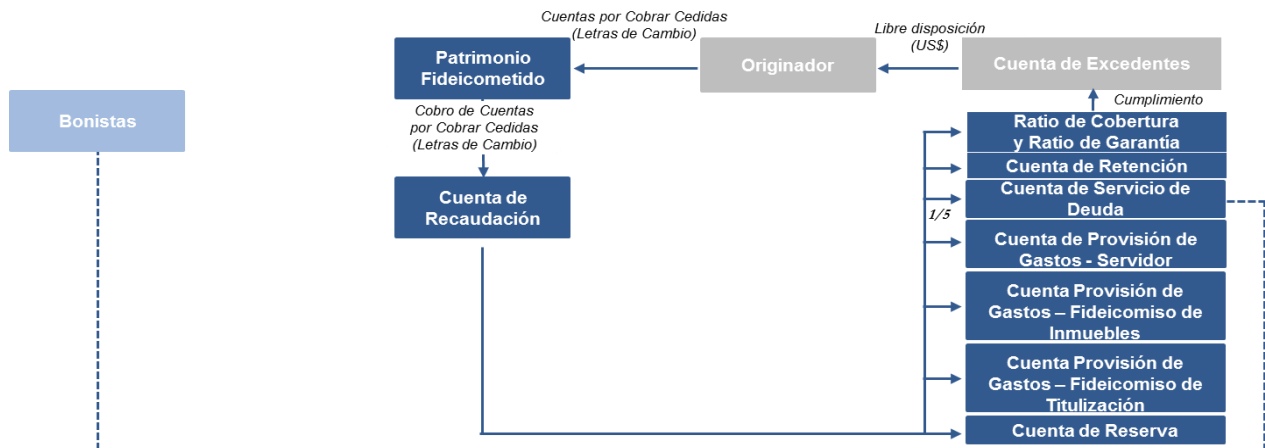
Mecanismo de Asignación de Flujos

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 procede 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 & Gagluffi 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 con los Ratios de Cobertura y/o Ratio de Garantía del Patrimonio Fideicometido, se retendrán los recursos necesarios hasta que dichos ratios alcancen el mínimo acordado:

Covenants atribuibles al Patrimonio Fideicometido	
Ratio de Garantía \geq 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. A junio de 2015 fue de 1.30, 1.33 veces a diciembre de 2014.
Ratio de Cobertura \geq 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. A junio de 2015 fue de 1.79 veces, 1.72 veces a diciembre de 2014.

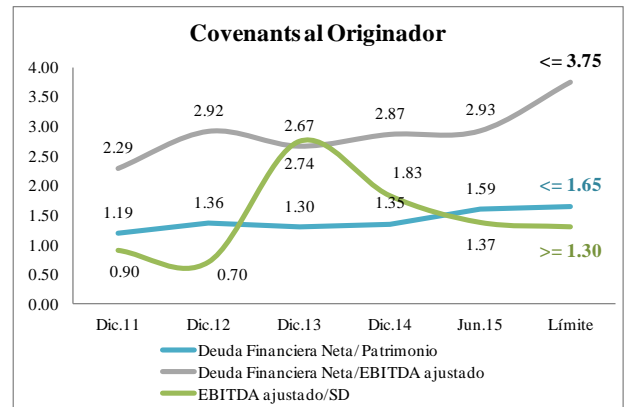
A la fecha de análisis, se cumple con ambos *covenants* satisfactoriamente.

2. En caso que transcurrido el periodo de cura equivalente a un semestre y 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.

Covenants atribuibles al Originador	
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado	- Menor o igual a 3.75 veces. A junio de 2015 fue de 2.93 veces, 2.87 veces a diciembre de 2014.
EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda	- Del segundo semestre de 2014 en adelante: mayor o igual a 1.30 veces. A junio de 2015 fue de 1.37 veces, a diciembre del 2014 fue de 1.83 veces.
Deuda Financiera Neta / Patrimonio Neto	-Menor o igual a 1.65 veces. A junio de 2015 fue de 1.59 veces, a diciembre del 2014 fue de 1.35 veces.

A la fecha de análisis, el cumplimiento de los dos últimos *covenants* por parte del Originador es restringido, viéndose éstos afectados por un mayor nivel de endeu-

damiento financiero. Como se puede observar en el siguiente gráfico, los *covenants* en mención se acercan cada vez más a sus respectivos límites, por lo que se deberá mantener un monitoreo constante de su desempeño.



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

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 detallan 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\$1.00 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 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.

PATRIMONIO FIDEICOMETIDO

El Patrimonio en Fideicomiso, D. Leg. N°861, Instrumentos de Titulización Hipotecaria se constituyó el 11 de octubre de 2007, mediante la inscripción del Acto Constitutivo de Fideicomiso de Titulización celebrado entre Continental Sociedad Titulizadora S.A. y el BBVA Banco Continental (el Originador).

Al 30 de junio de 2015, los activos en titulización ascendieron a S/.91.3 millones. Dichas operaciones de crédito hipotecario se derivan de financiamientos otorgados por el Originador, manteniendo una tasa de interés entre 7% y 16.5%. Asimismo, su saldo pendiente de pago en promedio no es mayor al 22% del valor actual de la propiedad hipotecada, sus cuotas mensuales no son mayores al 30% del ingreso mensual del deudor y tampoco se encuentra sujeto a ningún procedimiento concursal.

Es de mencionar que el seguro de desgravamen correspondiente al deudor cubre por lo menos el 100% del monto pendiente de pago del préstamo hipotecario.

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: US\$25.0 millones.

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

Series: La presente Emisión tiene una serie única.

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

Tasa: 7.34% anual.

Fecha de Emisión: 14 de febrero de 2013.

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 fueron utilizados para el prepagado de cuentas por pagar con terceros que mantenía el Originador, las cuales a la fecha de colocación de la emisión ascendían a US\$76.3 millones.

DESCRIPCIÓN DEL ORIGINADOR

Los Portales S.A. fue constituida en Lima el 06 de marzo de 1996 bajo la razón social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., cambiando a Los Portales S.A. en febrero de 2000. La actividad económica de la Compañía se centra en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, venta de departamentos, administración y operación de playas de estacionamiento, hoteles y renta inmobiliaria.

Reorganización Empresarial

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

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

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

Accionistas

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

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

Así, GR Holding S.A. , (empresa del Grupo Raffo), mantiene el 50% del accionariado de la Compañía, mientras que Constructoras ICA S.A. de CV del Grupo ICA de México, juntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. posee el 50% restante.

Directorio y Gerencia

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

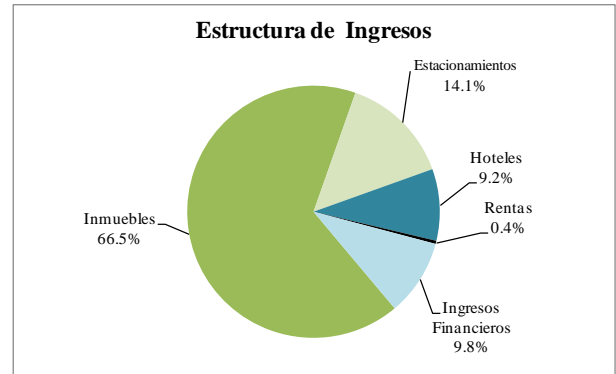
Directorio	
Ernesto Raffo Paine	Presidente del Directorio
Bernardo Quintana Isaac	Director
Guillermo Velaochaga Raffo	Director
Diego Quintana Kawage	Director
Ernesto Fernandini Raffo	Director
Alonso Quintana Kawage	Director
Alberto Pescetto Raffo	Director
Rodrigo Quintana Kawage	Director
Rubén Gerardo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

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

Gerencias	
Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Ramón García Quintana	Gerente Central de Administración y Finanzas
Wilfredo De Souza Ferreyra Ugarte	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Negocios de Estacionamientos
Luis Gómez Corthom	Gerente de Negocios Hoteleros
Patricia Mendoza Franco	Gerente Legal
Juan Carlos Izaguirre Alegre	Gerente de Contabilidad
Arturo Camarra Guzmán	Gerente de Administración
Juan García Apac	Gerente de Planeamiento

Estrategia de Negocios

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



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

➤ Unidad Vivienda

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

Al cierre del ejercicio 2014 el negocio inmobiliario participó con el 74.7% de los ingresos totales de la Compañía, y 66.5% a junio de 2015, siendo 46.4% mayor al de junio de 2014.

➤ Negocio de Estacionamientos

Con un aporte de 11.2% en los ingresos totales a diciembre de 2014 y de 14.1% a junio de 2015 (menor al 17.6% de junio de 2014), el negocio de estacionamientos considera la construcción, administración, operación y concesión de éstos, tanto propios como de terceros, además de la gestión de negocios asociados como valet parking, publicidad *indoor* y lavado de autos. A junio de 2015, la Compañía tuvo 214 playas de estacionamiento en operación, por encima de las 209 que administraba a junio de 2014.

➤ Negocio Hotelero

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

Al 30 de junio de 2015, el negocio de hoteles representó el 9.2% de los ingresos totales de Los Portales, similar a la participación de junio de 2014 (10.8%).

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

➤ **Negocio de Rentas**

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

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

Con respecto a este local, el mismo fue segregado del patrimonio de los Portales el 31 de marzo de 2013 y aportado a la sociedad realizada con Strip Centers del Perú S.A., la cual tiene la concesión y el derecho a usufructo del mencionado centro comercial. Los Portales S.A. no consolida los ingresos operativos provenientes de las operaciones de Strip Centers del Perú S.A.

El negocio de rentas aportó el 0.4% de los ingresos totales de la Compañía a junio de 2015, sin cambios materiales respecto a junio de 2014 (0.4%).

Adopción de Normas Internacionales de Información Financiera - NIIF

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

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

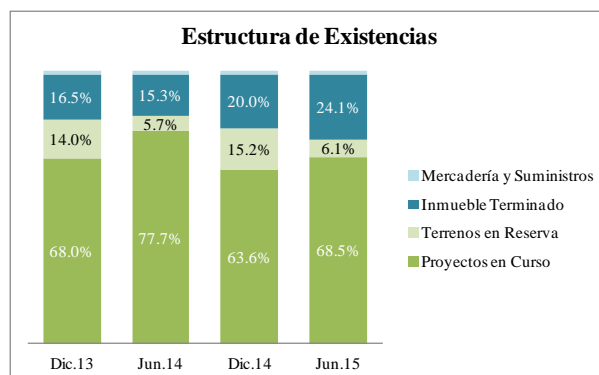
ANÁLISIS FINANCIERO

Activos

Al 31 de diciembre de 2014, los activos de Los Portales y Subsidiarias S.A. totalizaron S/1,260.0 millones, tras crecer en 15.8% frente al cierre del ejercicio 2013, mientras que a junio de 2015 los activos totalizaron S/1,389.2 millones, con un incremento de 10.3% respecto a diciembre de 2014. La evolución de esta cuenta en el último semestre se debe al crecimiento de 11.6% de los activos no corrientes, lo que a su vez se sustentó en (i) el aumento de 18.0% en las cuentas por cobrar comerciales no corrientes, las que pasaron de S/163.3 millones a S/192.8 millones, (ii) el aumento de 9.7% en inversiones inmobiliarias, por registrarse una Actualización del Valor Razonable por S/21.6 millones y (iii) el aumento de 18.0% en las inversiones financieras permanentes, (participación de menos de 50% del capital en Inversiones Real Once S.A., Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A. y Strip Centers del Perú S.A.) que se vieron favorecidas por un cambio en el valor patrimonial proporcional de Strip Centers del Perú S.A.

Cabe mencionar que dentro de la cuenta Inversiones Inmobiliarias, el 96.0% corresponde a terrenos adquiridos por la Compañía como “reserva territorial”, sobre los cuales a la fecha de análisis no se tiene definido ningún desarrollo y en el corto plazo no serán vendidos ni desarrollados. Estos terrenos comprenden un área total de 130.2 hectáreas (129.2 hectáreas a diciembre de 2014) en los distritos de La Molina, Chosica – Lurigancho y Carabaylo en Lima, además de las ciudades de Piura, Ica y Chimbote.

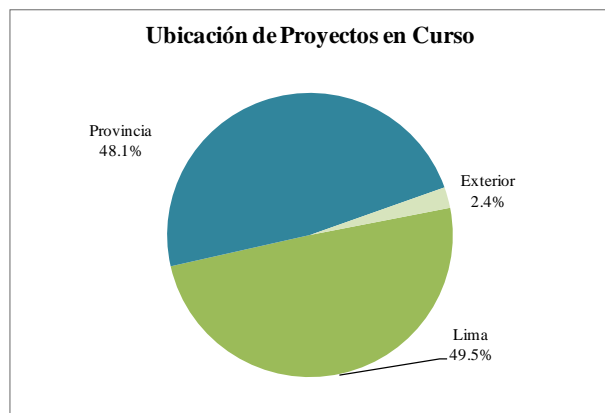
Con un crecimiento de 9.1% del año 2013 al año 2014, y de 9.2% de diciembre de 2014 a junio de 2015, el activo corriente aporta en menor medida al aumento en el total de activos y se ubica en S/706.7 millones al cierre del ejercicio anual 2014 y en S/771.6 millones en junio de 2015, impulsado por mayores existencias (+6.9%) y mayores cuentas por cobrar comerciales corrientes (+9.6%).



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

La composición de las existencias de la Compañía revela proyectos en curso equivalentes a 68.5% del total existencias, registrando un incremento de S/50.7 millones en proyectos de desarrollo inmobiliario distribuidos en Lima, Ica, Chimbote, Pimentel, Piura, Trujillo, Tumbes, Huancayo, Arequipa, Cusco y Tacna. Estos proyectos son de habilita-

ción urbana, urbanizaciones de viviendas bajo programas gubernamentales (Techo Propio y Mi Vivienda) y edificios de viviendas multifamiliar. Cabe mencionar que la Compañía tiene proyectos en curso por S/9.1 millones (2.4% del total de proyectos) en Houston, Texas.



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

Los otros componentes de las existencias son los inmuebles terminados (participación de 24.1% en junio de 2015), los que adquirieron importancia en el año 2014 tras representar el 16.5% del total de existencias en diciembre de 2013, y los terrenos en reserva (sobre los que se desarrollarían proyectos inmobiliarios en el curso corriente de las operaciones), los que totalizaron S/34.2 millones en junio de 2015 y corresponden a 15 inmuebles matrices, con una extensión de 93.9 hectáreas ubicadas en las provincias de Lima, Ica, Chiclayo y Áncash.

Derivadas de la venta de inmuebles y servicios, así como de los alquileres, las cuentas por cobrar comerciales ascienden a S/295.5 millones en junio de 2015 (S/257.0 millones al cierre de 2014) y corresponden esencialmente a letras por cobrar e intereses devengados, derivados de las ventas diferidas por la Compañía a clientes por hasta 72 meses (según Contrato de Venta Garantizado del negocio inmobiliario). A junio de 2015, el 34.7% de éstas son a corto plazo.

Pasivos y Patrimonio

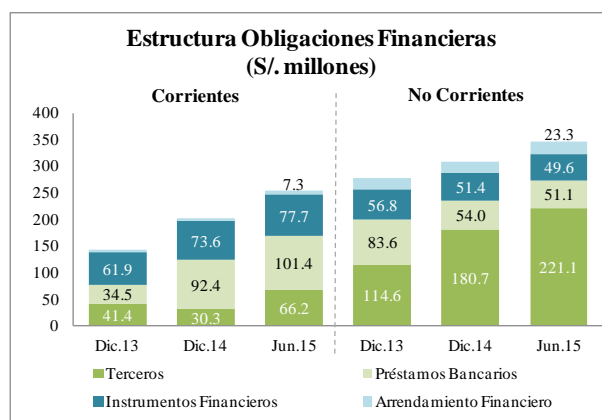
Los Pasivos son la mayor fuente de financiamiento de activos, representando más del 70.0% de los activos. Los Pasivos No Corrientes totalizaron S/349.2 millones al cierre de diciembre 2014 y S/383.9 millones en junio de 2015. De los años 2013 a 2014, y de diciembre de 2014 a junio de 2015, los Pasivos incrementaron en 15.5% y 13.6% respectivamente, impulsados por mayores pasivos a corto plazo, creciendo 21.2% del año 2013 al año 2014, y 15.8% durante el último semestre. Por su parte, los pasivos no corrientes registraron un incremento de 9.9% en el primer semestre de 2015.

Debido a que la Compañía registra los pagos recibidos de clientes como anticipos durante el periodo de habilitación hasta la entrega del bien (programada usualmente para finales de año) y que una vez que se realiza ésta, se procede a registrar la venta como un ingreso, el saldo corriente de anticipos de clientes en los cortes de junio de los años 2014

y 2015 (S/183.9 millones y S/238.3 millones, respectivamente) son mayores a los presentados en los cierres de años 2013 y 2014 (S/179.1 millones y S/129.9 millones respectivamente). Cabe mencionar que S/52.2 millones de anticipos de clientes fueron abonados a ingresos durante el último semestre analizado.

Adicionalmente, destaca el retroceso de las cuentas por pagar comerciales a corto plazo de diciembre de 2014 a junio de 2015 (-7.8%), las que representaron el 13.2% del total pasivo y patrimonio al cierre del primer semestre de 2015, toda vez que la Compañía presentó un menor saldo de facturas por pagar originadas por la adquisición de terrenos, materiales y suministros de construcción, además de servicios prestados por empresas relacionadas al desarrollo de obras. Sin embargo, la participación relativa de dichas cuentas se mantiene alta respecto al total pasivo y patrimonio.

Por su parte, las obligaciones financieras corrientes incrementaron 41.7% del ejercicio 2013 al 2014, mientras que en junio de 2015, este rubro ascendió a S/252.7 millones, 25.2% mayor que en diciembre de 2014 (S/201.9 millones). En el detalle de las obligaciones financieras de Los Portales se encuentran préstamos de terceros, préstamos bancarios, saldos por instrumentos financieros y por arrendamiento financiero, observándose entre diciembre de 2014 y junio de 2015 un aumento de S/35.9 millones en los préstamos con terceros y de S/9.0 millones en los préstamos bancarios.



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

En línea con lo mencionado anteriormente, los instrumentos financieros corrientes incluyen i) papeles comerciales por US\$17 millones y S/13.0 millones a diciembre de 2014 y US\$12 millones y S/13.0 millones a junio de 2015, así como ii) la parte corriente de los bonos titulizados. Cabe mencionar que la Serie D (US\$5.0 millones) de la Primera Emisión de Papeles Comerciales de Los Portales redimió el 08 de junio de 2015.

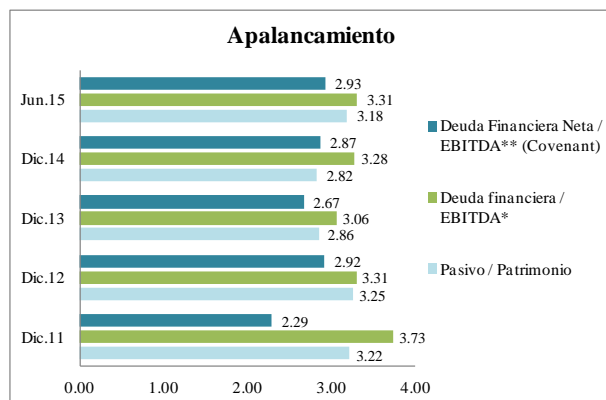
Las obligaciones financieras no corrientes ascendieron a S/345.1 millones en el primer semestre de 2015, 11.8% mayores que en diciembre de 2014, respondiendo al crecimiento de los préstamos por pagar a terceros (+22.4%), los cuales pasaron de S/180.7 millones a S/221.1 millones durante el periodo de análisis. Los préstamos con terceros conforman una fuente de financiamiento relativamente más

cara, por lo que cabe recordar que uno de los propósitos de la emisión de los bonos titulizados por US\$25.0 millones, realizada en febrero de 2013 y que vencen en 2021, fue utilizar los fondos para el repago de la deuda con terceros que era de muy corto plazo (12 meses) y devengaba altas tasas de interés (13.0% aproximadamente) en ese entonces.

Según lo señalado por la Compañía, los préstamos con terceros que mantiene presentan mejores plazos (hasta 24 meses) y devengan una menor tasa (9.59% en el primer semestre de 2015) en comparación a periodos anteriores. No obstante, la porción relativa de esta fuente de financiamiento continúa siendo elevada, así que para lograr abaratar más el costo promedio de fondeo y extender la duración promedio de su deuda, Los Portales podría reducir aún más este tipo de fondeo.

Durante el año 2014 se amortizó capital de los bonos titulizados, lo que generó un retroceso de 9.5% en el saldo de los instrumentos financieros de largo plazo respecto a diciembre de 2013, totalizando S/.51.4 millones. Al cierre de junio de 2015 se observa también una disminución de instrumentos financieros a largo plazo, los que pasan de S/.54.0 millones a S/.51.1 millones en el periodo analizado.

El patrimonio representó el 26.1% al cierre del ejercicio 2014, y ascendió a S/.329.5 millones, siendo 16.8% mayor que en diciembre de 2013, mientras que en junio de 2013 totalizó S/.331.9 millones, ligeramente mayor que el registrado en diciembre de 2014. La variación observada entre los años 2013 y 2014 se debe a mayores resultados acumulados registrados (S/.48.1 millones a diciembre de 2013 y S/.89.6 millones a diciembre de 2014), de los cuales se transfirieron S/.4.8 millones a la Reserva Legal y se repartieron dividendos por S/.18.6 millones a inicios del presente año. Se debe resaltar que la última vez que se realizaron aportes al capital social de la Compañía fue en marzo de 2013, cuando en Junta General de Accionistas se aprobaron aportes en efectivo por S/.51.6 millones.



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

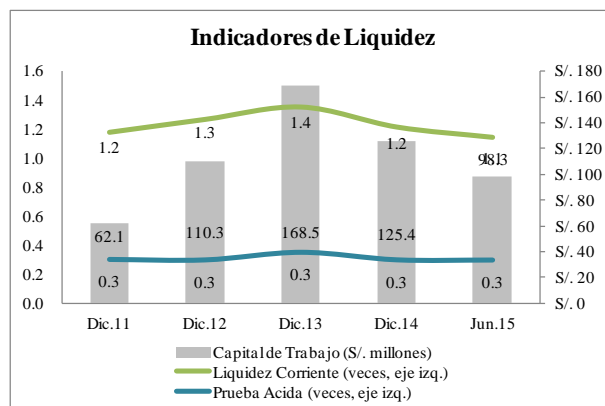
Como se mencionó, el crecimiento en el total de pasivos durante el primer semestre del presente año fue de 13.6%, mientras que el patrimonio se mantuvo en un nivel similar al de diciembre de 2014 (+0.8%), lo que originó un mayor ratio de apalancamiento, el que se ubicó en 3.18 veces (2.82

veces al cierre de 2014). Siguiendo el patrón del apalancamiento, el ratio deuda financiera sobre EBITDA Ajustado aumentó de 3.28 veces a 3.31 veces entre diciembre de 2014 y junio de 2015, y el ratio deuda financiera neta sobre EBITDA Ajustado siguió la misma tendencia, avanzando de 2.87 veces a 2.93 veces en el semestre analizado. En tal sentido, se observa un incremento de los niveles de apalancamiento de la Empresa, acercándose a niveles previos a la primera emisión de Bonos Titulizados.

Liquidez

Como se mencionó, en el último semestre los activos corrientes aumentaron 9.2% (S/+.64.9 millones) impulsados por el crecimiento de 6.9% de las existencias (éstas representaron al semestre analizado el 40.5% del total de activos, y correspondieron principalmente a proyectos en curso), así como por las mayores cuentas por cobrar comerciales corrientes (+9.6%). Por otro lado, los pasivos corrientes crecieron 15.8% (S/+.92.0 millones) debido a mayores anticipos de clientes (+41.6%) y a un aumento en los préstamos bancarios (+10.9%) para financiar las operaciones de la Compañía.

Considerando el mayor crecimiento de los pasivos corrientes por sobre los activos corrientes, la liquidez de la Compañía pasó de 1.22 veces a 1.15 veces entre diciembre de 2014 y junio de 2015, por lo que además se ratifica la tendencia decreciente del superávit de capital de trabajo, el que pasa de S/.125.4 millones a S/.98.3 millones. Se espera que hacia finales de año se reverta este efecto producto de la entrega de Proyectos y el correspondiente registro de ventas que se deduciría del Anticipo de Clientes, de acuerdo a NIIF.

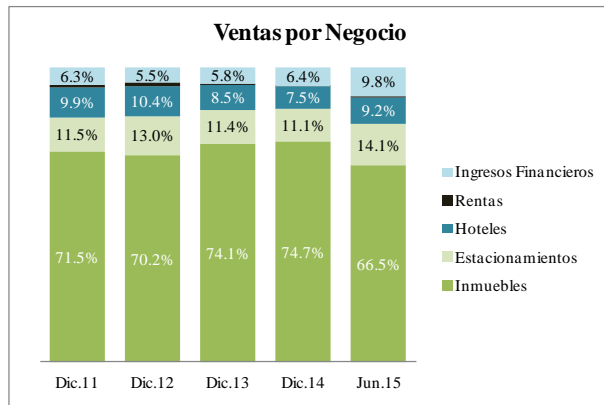


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Resultados

Al cierre de 2014, los ingresos totalizaron S/.667.8 millones y S/.270.2 millones en junio de 2015, 20.2% superiores respecto al año anterior y 34.8% mayores que en junio de 2014 (S/+.69.8 millones), respectivamente. La variación interanual fue impulsada principalmente por el negocio inmobiliario, el que registró ventas 46.4% mayores (S/+.57.0 millones) y por el aumento de 38.9% en ingresos financieros por letras (S/+.7.4 millones) generados por el financiamiento directo que otorga la Compañía a sus clientes para la compra de lotes y/o departamentos. En menor

medida aportaron al incremento de ingresos los negocios de estacionamientos y de rentas, que acumulan ambos un monto superior en S/.6.2 millones al del primer semestre del año 2014.

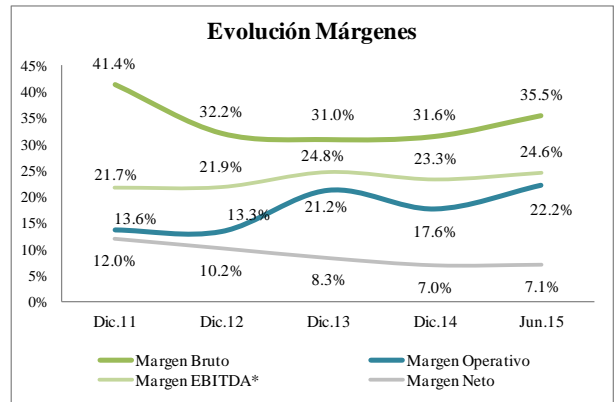


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Cabe resaltar que el negocio inmobiliario de la Compañía (66.5% del total de ingresos a junio de 2015) presenta una tendencia positiva a lo largo de cada periodo anual, pues la entrega de una porción significativa de los inmuebles vendidos -según los cronogramas de la Compañía- se programa en mayor medida durante el último trimestre de cada año, lo que va de la mano con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) que rigen la contabilidad de la Compañía, por el cual las ventas de esta unidad de negocio se reconocen en el estado de resultados una vez que se realice la entrega física del bien.

Reflejando la evolución positiva de los ingresos por el negocio inmobiliario, los costos relacionados a ese segmento de Los Portales crecieron 30.9% del primer semestre del año 2014 al primer semestre del año 2015, ascendiendo a S/.129.3 millones y representando el 47.9% del total de ventas en el periodo analizado, pero siendo relativamente menor que a junio de 2014, cuando representaban el 49.3%. Tomando en cuenta que el incremento anual de los costos totales ascendió a S/.33.3 millones, la utilidad bruta en el periodo de análisis aumentó 61.3% y se situó en S/.96.0 millones (S/.59.5 millones a junio de 2014).

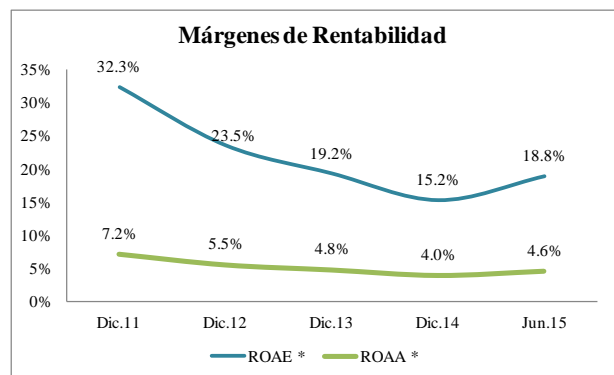
Continuando con el análisis de resultados, se observa un incremento de 21.2% en gastos administrativos (S/+.6.8 millones) y de 23.9% en gastos de ventas (S/+.4.1 millones), así como mayores ingresos y gastos extraordinarios netos, los que registran S/.21.6 millones generados por actualización del valor razonable de terrenos incluidos en la cuenta inversiones inmobiliarias. La utilidad operativa a junio de 2015 equivale a 22.2% del total de ventas, luego de incrementar S/.43.2 millones. No obstante, de no considerar este ingreso extraordinario, la utilidad operativa a junio de 2015 retrocedería 56.4%, y el margen operativo sería de 14.2% (8.3% en junio de 2014).



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

En cuanto a la utilidad neta, ésta pasa de S/.7.1 millones a mediados de 2014 a S/.19.1 millones a mediados de 2015, lo que deriva de la disminución de los gastos financieros, que retrocedieron 17.1% en el periodo de análisis (se pagaron intereses sobre activos calificables y totalizaron S/.4.7 millones), así como por el cambio en valor razonable de terrenos incluidos en las inversiones inmobiliarias (S/.21.6 millones), lo que disminuye el efecto por pérdida por diferencia de cambio, que se agudizó desde el segundo semestre del 2014 y que asciende a S/.29.3 millones en junio de 2015. En términos relativos, el margen neto se incrementó, pasando de 3.6% a 7.1% en los doce meses analizados.

El EBITDA ajustado anualizado se vio beneficiado por la evolución positiva en los márgenes brutos, por lo que la generación de la Compañía, según este indicador, se situó en S/.180.8 millones, después que en junio de 2014 fuera S/.125.4 millones y S/.155.8 millones en diciembre de 2014. Para el cálculo de este indicador, Los Portales no toma en cuenta el ingreso extraordinario de S/.21.6 millones por cambio en valor razonable de inversiones inmobiliarias.



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

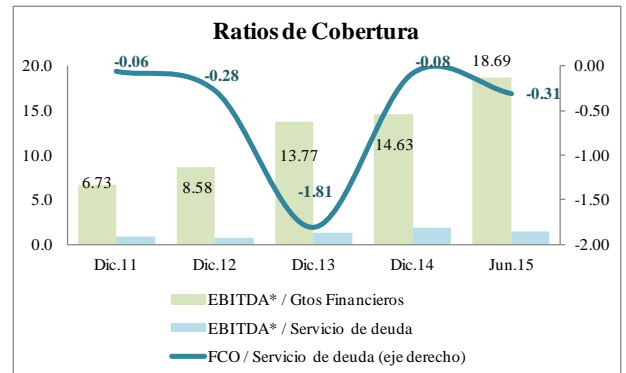
Los indicadores de rentabilidad promedio sobre activos ROAA (4.6%) y sobre patrimonio ROAE (18.8%) fueron menores que en junio de 2014 (5.1% y 23.3%, respectivamente) debido a que las variaciones positivas en activos (S/+.237.4 millones) y patrimonio (S/+.42.8 millones) son mayores a las de la mejora anual en la utilidad neta (S/+.12.0 millones).

Indicadores Financieros de Cobertura

Para este análisis, se consideran los siguientes indicadores:

- EBITDA ajustado / Gastos Financieros: revela el nivel de cobertura de los intereses por la generación propia del negocio. Los Portales S.A. y Subsidiarias ha mantenido este indicador holgadamente desde diciembre de 2011, y en una tendencia positiva. En junio de 2015, el indicador se ubicó en 18.7 veces.
- EBITDA ajustado / Servicio de Deuda: revela la capacidad de generación en relación a las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. En este caso, el indicador en 2011 y 2012 estuvo por debajo de 1.0 veces, y en diciembre de 2013 fue de 1.35 veces, lo cual se explicó por la estructura del financiamiento, que hasta antes de la emisión de los bonos titulizados mantenía altas porciones corrientes de la deuda a largo plazo, pero que demuestra señales de mejora en cuanto a la cobertura de la misma. A junio de 2015 el indicador fue de 1.37 veces, muy cercano al nivel establecido de 1.30 veces como resguardo financiero
- Flujo de Caja Operativo (FCO) / Servicio de Deuda: revela la caja derivada de las actividades de operación del negocio vs. las amortizaciones e intereses a pagar a

corto plazo. Al igual que en el indicador anterior, este ratio se ve estresado por el perfil de la deuda. En junio de 2015, el indicador equivale a -0.31 veces, viéndose afectado por el flujo de caja operativo, que se ubicó en terreno negativo, toda vez que el ingreso extraordinario correspondiente a los ajustes en valor razonable de inversiones inmobiliarias, el incremento en existencias y en cuentas por cobrar comerciales afectaron la generación calculada en base a la utilidad neta percibida.



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

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Estado de Situación Financiera

En miles de Nuevos Soles

	Dic.11	%	Dic.12	%	Dic.13	%	Jun.14	%	Dic.14	%	Jun.15	%	Var % Jun.15 / Dic.14	Var % Dic.14 / Dic.13
ACTIVOS														
Activo Corriente														
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	30,834	4.3%	36,120	4.3%	53,429	4.9%	56,732	4.9%	64,408	5.1%	68,915	5.0%	7.0%	20.5%
Cuentas por Cobrar Comerciales	50,669	7.1%	53,810	6.3%	68,469	6.3%	66,706	5.8%	93,628	7.4%	102,655	7.4%	9.6%	36.7%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	786	0.1%	20,148	2.4%	22,417	2.1%	406	0.0%	435	0.0%	310	0.0%	-28.7%	-98.1%
Otras Cuentas por Cobrar	21,545	3.0%	12,682	1.5%	23,442	2.2%	19,120	1.7%	15,011	1.2%	28,183	2.0%	87.7%	-36.0%
Total Existencias	295,196	41.2%	393,151	46.3%	471,417	43.3%	560,269	48.6%	526,145	41.8%	562,497	40.5%	6.9%	11.6%
Gastos Pagados por Anticipado	7,771	1.1%	6,283	0.7%	8,747	0.8%	10,560	0.9%	7,091	0.6%	9,028	0.6%	27.3%	-18.9%
Total Activo Corriente	406,801	56.8%	522,194	61.5%	647,921	59.5%	713,793	62.0%	706,718	56.1%	771,588	55.5%	9.2%	9.1%
Activo No Corriente														
Cuentas por Cobrar Comerciales a L/P	65,734	9.2%	74,475	8.8%	119,108	10.9%	107,191	9.3%	163,354	13.0%	192,833	13.9%	18.0%	37.1%
Inversiones Financieras Permanentes	2,892	0.4%	3,931	0.5%	40,944	3.8%	47,058	4.1%	56,143	4.5%	69,217	5.0%	23.3%	37.1%
Inversiones Inmobiliarias	104,473	14.6%	101,949	12.0%	112,012	10.3%	109,177	9.5%	150,703	12.0%	165,330	11.9%	9.7%	34.5%
Inm., Mob. y Equipo, Neto	96,816	13.5%	114,525	13.5%	134,465	12.4%	136,177	11.8%	141,970	11.3%	147,833	10.6%	4.1%	5.6%
Intangibles, Neto	39,258	5.5%	31,410	3.7%	33,660	3.1%	38,413	3.3%	41,123	3.3%	42,369	3.0%	3.0%	22.2%
Total Activo No Corriente	309,173	43.2%	326,290	38.5%	440,189	40.5%	438,016	38.0%	553,293	43.9%	617,582	44.5%	11.6%	25.7%
TOTAL ACTIVOS	715,974	100.0%	848,484	100.0%	1,088,110	100.0%	1,151,809	100.0%	1,260,011	100.0%	1,389,170	100.0%	10.3%	15.8%
PASIVOS														
Pasivo Corriente														
Cuentas por Pagar Comerciales	37,275	5.2%	70,952	8.4%	124,494	11.4%	120,641	10.5%	198,460	15.8%	182,919	13.2%	-7.8%	59.4%
Anticipo de Clientes	163,306	22.8%	185,335	21.8%	179,061	16.5%	238,330	20.7%	129,856	10.3%	183,914	13.2%	41.6%	-27.5%
Cuentas por Pagar Relacionadas	14	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	6,193	0.5%	3,674	0.3%	-40.7%	N.A.
Otras Cuentas por Pagar	59,446	8.3%	34,425	4.1%	33,422	3.1%	31,696	2.8%	44,853	3.6%	50,082	3.6%	11.7%	34.2%
Parte Corriente Obligaciones con Terceros	63,715	8.9%	95,454	11.2%	41,436	3.8%	33,456	2.9%	30,289	2.4%	66,245	4.8%	118.7%	-26.9%
Papeles Comerciales	0	0.0%	0	0.0%	51,149	4.7%	55,089	4.8%	62,407	5.0%	66,192	4.8%	6.1%	22.0%
Parte Corriente de Bonos de Titulización	0	0.0%	0	0.0%	10,721	1.0%	9,753	0.8%	11,180	0.9%	11,542	0.8%	3.2%	4.3%
Parte Corriente de la Deuda Bancaria L/P	20,977	2.9%	25,772	3.0%	39,160	3.6%	80,248	7.0%	98,065	7.8%	108,753	7.8%	10.9%	150.4%
Total Pasivo Corriente	344,733	48.1%	411,938	48.5%	479,442	44.1%	569,213	49.4%	581,303	46.1%	673,321	48.5%	15.8%	21.2%
Pasivo No Corriente														
Cuentas por Pagar Comerciales a L/P	26,520	3.7%	29,341	3.5%	16,245	1.5%	15,981	1.4%	14,491	1.2%	6,490	0.5%	-55.2%	-10.8%
Préstamos de Terceros a L/P	71,219	11.1%	108,934	12.8%	114,612	10.5%	129,961	11.3%	180,712	14.3%	221,137	15.9%	22.4%	57.7%
Instrumentos Financieros - Emisiones	0	0.0%	0	0.0%	56,793	5.2%	52,519	4.6%	51,391	4.1%	49,578	3.6%	-3.5%	-9.5%
Deuda Bancaria a L/P	77,041	10.8%	77,583	9.1%	106,344	9.8%	63,075	5.5%	76,699	6.1%	74,399	5.4%	-3.0%	-27.9%
IR Diferido	23,708	3.3%	20,570	2.4%	21,653	2.0%	20,904	1.8%	15,025	1.2%	21,370	1.5%	42.2%	-30.6%
Otras Cuentas por Pagar	2,977	0.4%	585	0.1%	10,920	1.0%	10,997	1.0%	10,920	0.9%	10,920	0.8%	0.0%	0.0%
Total Pasivo No Corriente	201,465	28.1%	237,013	27.9%	326,567	30.0%	293,437	25.5%	349,238	27.7%	383,894	27.6%	9.9%	6.9%
TOTAL PASIVO	546,198	76.3%	648,951	76.5%	806,010	74.1%	862,650	74.9%	930,541	73.9%	1,057,215	76.1%	13.6%	15.5%
PATRIMONIO														
Capital Social	119,634	16.7%	119,634	14.1%	171,254	15.7%	171,254	14.9%	171,254	13.6%	171,254	12.3%	0.0%	0.0%
Reserva Legal	8,031	1.1%	12,535	1.5%	16,445	1.5%	21,243	1.8%	21,243	1.7%	26,565	1.9%	25.1%	29.2%
Resultados de Conversión	0	0.0%	0	0.0%	-71	0.0%	0	0.0%	889	0.1%	1,964	0.1%	120.9%	N.A.
Resultados Acumulados	-6,552	-0.9%	23,983	2.8%	48,064	4.4%	89,588	7.8%	89,603	7.1%	113,052	8.1%	26.2%	86.4%
Resultados del Ejercicio	48,663	6.8%	43,381	5.1%	46,337	4.3%	7,145	0.6%	46,481	3.7%	19,120	1.4%	-58.9%	0.3%
TOTAL PATRIMONIO NETO	169,776	23.7%	199,533	23.5%	282,100	25.9%	289,159	25.1%	329,470	26.1%	331,955	23.9%	0.8%	16.8%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	715,974	100.0%	848,484	100.0%	1,088,110	100.0%	1,151,809	100.0%	1,260,011	100.0%	1,389,170	100.0%	10.3%	15.8%

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Estado de Resultados

En miles de Nuevos Soles

	Dic.11	%	Dic.12	%	Dic.13	%	Jun.14	%	Dic.14	%	Jun.15	%	Var % Jun.15 / Jun.14	Var % Dic.14 / Dic.13
Ingreso por Venta de Inmuebles	290,101	71.5%	299,040	70.2%	411,640	74.1%	122,708	61.2%	498,737	74.7%	179,686	66.5%	46.4%	21.2%
Ingreso por Servicios de Playas de Estacionamiento	46,716	11.5%	55,283	13.0%	63,215	11.4%	35,285	17.6%	74,433	11.1%	38,177	14.1%	8.2%	17.7%
Ingresos por Servicios Hoteleros	40,325	9.9%	44,151	10.4%	47,151	8.5%	22,519	11.2%	50,049	7.5%	24,835	9.2%	10.3%	6.1%
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	3,114	0.8%	4,164	1.0%	1,608	0.3%	901	0.4%	1,905	0.3%	1,078	0.4%	19.6%	18.5%
Ingresos Financieros	25,644	6.3%	23,338	5.5%	32,007	5.8%	19,025	9.5%	42,722	6.4%	26,428	9.8%	38.9%	33.5%
Ingresos Totales	405,900	100.0%	425,976	100.0%	555,621	100.0%	200,438	100.0%	667,846	100.0%	270,204	100.0%	34.8%	20.2%
Costo de Venta de Inmuebles	-180,831	-44.6%	-219,820	-51.6%	-307,205	-55.3%	-98,825	-49.3%	-367,479	-55.0%	-129,318	-47.9%	30.9%	19.6%
Costo por Servicios de Playa de Estacionamiento	-32,141	-7.9%	-39,166	-9.2%	-45,432	-8.2%	-25,836	-12.9%	-55,162	-8.3%	-27,001	-10.0%	4.5%	21.4%
Costo por Servicios Hoteleros	-23,464	-5.8%	-28,062	-6.6%	-29,741	-5.4%	-15,523	-7.7%	-32,945	-4.9%	-17,327	-6.4%	11.6%	10.8%
Costo por Servicios de Renta Inmobiliaria	-1,500	-0.4%	-1,844	-0.4%	-1,033	-0.2%	-767	-0.4%	-1,333	-0.2%	-608	-0.2%	-20.7%	29.0%
Costos Totales	-237,936	-58.6%	-288,892	-67.8%	-383,411	-69.0%	-140,951	-70.3%	-456,919	-68.4%	-174,254	-64.5%	23.6%	19.2%
Utilidad Bruta	167,964	41.4%	137,084	32.2%	172,210	31.0%	59,487	29.7%	210,927	31.6%	95,950	35.5%	61.3%	22.5%
Gastos de Administración	-49,918	-12.3%	-56,129	-13.2%	-64,498	-11.6%	-32,122	-16.0%	-72,473	-10.9%	-38,935	-14.4%	21.2%	12.4%
Gastos de Ventas	-37,613	-9.3%	-22,127	-5.2%	-27,910	-5.0%	-17,131	-8.5%	-36,289	-5.4%	-21,218	-7.9%	23.9%	30.0%
Otros Ingresos / Gastos, Neto	-2,981	-0.7%	-2,082	-0.5%	37,994	6.8%	6,449	3.2%	15,610	2.3%	24,100	8.9%	273.7%	-58.9%
Utilidad de Operación	77,452	19.1%	56,746	13.3%	117,796	21.2%	16,683	8.3%	117,775	17.6%	59,897	22.2%	259.0%	0.0%
Gastos Financieros	-13,119	-3.2%	-10,852	-2.5%	-9,984	-1.8%	-5,680	-2.8%	-10,645	-1.6%	-4,709	-1.7%	-17.1%	6.6%
Utilidad Antes de Diferencia en Cambio	64,333	15.8%	45,894	10.8%	107,812	19.4%	11,003	5.5%	107,130	16.0%	55,188	20.4%	401.6%	-0.6%
Diferencia en Cambio	1,474	0.4%	21,350	5.0%	-41,345	-7.4%	-1,298	-0.6%	-34,623	-5.2%	-29,279	-10.8%	2155.7%	-16.3%
Participación en inversiones	0	0.0%	0	0.0%	1,228	0.2%	512	0.3%	-3,084	-0.5%	1,591	0.6%	210.7%	-351.1%
Utilidad Antes de Partic. e IR	65,807	16.2%	67,244	15.8%	67,695	12.2%	10,217	5.1%	69,423	10.4%	27,500	10.2%	169.2%	2.6%
Impuesto a la Renta	-17,144	-4.2%	-23,863	-5.6%	-21,358	-3.8%	-3,072	-1.5%	-22,942	-3.4%	-8,380	-3.1%	172.8%	7.4%
Utilidad / Pérdida Neta	48,663	12.0%	43,381	10.2%	46,337	8.3%	7,145	3.6%	46,481	7.0%	19,120	7.1%	167.6%	0.3%

Los Portales S.A. y Subsidiarias

Indicadores

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Jun.14	Dic.14	Jun.15
Solvencia						
Pasivo / Patrimonio	3.22	3.25	2.86	2.98	2.82	3.18
Total Pasivo / Total Activo	0.76	0.76	0.74	0.75	0.74	0.76
Deuda L/P / Patrimonio	0.87	0.93	0.98	0.85	0.94	1.04
Pasivo Corriente / Total Pasivos	0.63	0.63	0.59	0.66	0.62	0.64
Deuda Financiera Neta / EBITDA**	2.29	2.92	2.67	2.94	2.87	2.93
Deuda Financiera Neta / Patrimonio	1.19	1.36	1.30	1.27	1.35	1.59
Liquidez						
Liquidez Corriente	1.18	1.27	1.35	1.25	1.22	1.15
Prueba Acida	0.30	0.30	0.35	0.25	0.30	0.30
Capital de Trabajo	62,068	110,256	168,479	144,580	125,415	98,267
Gestión						
Gastos Adm y Vtas / Ingresos	21.6%	18.4%	16.6%	24.6%	16.3%	22.3%
Gastos Financieros / Ingresos	3.2%	2.5%	1.8%	2.8%	1.6%	1.7%
Rotación de Cobranzas	45	45	44	60	50	68
Rotación de Cuentas por Pagar	52	66	97	123	183	174
Rotación de Inventarios	447	490	443	715	415	581
Ciclo de conversión de efectivo	439	469	390	653	282	475
Rentabilidad						
Margen Bruto	41.4%	32.2%	31.0%	29.7%	31.6%	35.5%
Margen Neto	12.0%	10.2%	8.3%	3.6%	7.0%	7.1%
Margen Operativo	19.1%	13.3%	21.2%	8.3%	17.6%	22.2%
ROAE *	32.3%	23.5%	19.2%	23.3%	15.2%	18.8%
ROAA *	7.2%	5.5%	4.8%	5.1%	4.0%	4.6%
Generación						
EBIT del Periodo (en miles de Nuevos Soles)	80,572	84,834	127,879	118,582	142,889	172,005
EBITDA** del Periodo (en miles de Nuevos Soles)	88,253	93,076	137,521	124,834	155,753	180,819
Margen EBITDA**	21.7%	21.9%	24.8%	3.0%	23.3%	24.6%
FCO del Periodo (en miles de Nuevos Soles)	-5,762	-36,393	-90,749	2,327	-6,967	-40,759
Cobertura						
EBITDA** / Servicio de deuda (veces)	0.90	0.70	2.74	1.69	1.83	1.37
EBITDA** / Gastos Financieros (veces)	6.73	8.58	13.77	11.87	14.63	18.69
FCO / Servicio de Deuda (veces)	-0.06	-0.28	-1.81	0.03	-0.08	-0.31

*Anualizados

**EBITDA Ajustado incluye ingresos financieros por letras generadas