

FUNDAMENTOS DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

Sesión de Comité N° 19/2013: 21 de junio del 2013
Información financiera consolidada al 31 de marzo del 2013

Analista: Jeannette Valdiviezo
jvaldiviezo@classrating.com

Los Portales S.A. ("Los Portales"), es una empresa que inició operaciones en 1996, en el sector inmobiliario, hotelero y de estacionamientos en diferentes ciudades del Perú. Los accionistas de la empresa son: el Grupo Raffo (grupo familiar con más de 100 años en el mercado peruano) y el Grupo ICA (uno de los conglomerados de constructores más grande de México que desarrolla además actividades en diversos países de Latinoamérica y Europa).

Al cierre del primer trimestre del 2013, Los Portales S.A. registró ingresos por S/. 90.10 millones, generando una utilidad neta de S/. 13.51 millones. Cuenta con activos por S/. 961.95 millones y un patrimonio de S/. 197.65 millones.

Clasificaciones Vigentes

Primera Emisión del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales
Perspectivas

**CLA-1-
Estables**

FUNDAMENTACION

La categoría de clasificación de riesgo otorgadas a Los Portales S.A. y Subsidiarias, se explican fundamentalmente por:

- El respaldo de sus accionistas y la experiencia de la plana gerencial.
- El crecimiento continuo de las ventas de la empresa (crecimiento promedio anual de 22.80% en los últimos 5 años).
- La positiva evolución de los ingresos provenientes de sus actividades del negocio inmobiliario, específicamente aquellos relacionados con las ventas por habilitación urbana de terrenos y por construcción de viviendas para los sectores socioeconómicos C y D.
- Las buenas perspectivas relativas al crecimiento del sector inmobiliario en el país.

La categoría de clasificación de riesgo asignada, también toma en cuenta factores adversos, como:

- La elevada correlación existente entre el comportamiento de los sectores en los que opera y el desarrollo de ciclos económicos, en la economía local.
- El nivel actual de apalancamiento de la empresa.
- La situación de posible iliquidez que se puede presentar ante la necesidad de liquidar inversiones inmobiliarias, en cualquier momento, debido a las necesidades del mercado.
- La creciente competencia existente tanto en el sector inmobiliario, como en el de construcción.

Al cierre del primer trimestre del 2013, Los Portales registró ingresos por S/. 90.10 millones, (+74.71%, respecto de marzo del 2012).

Los costos de ventas aumentaron 80.22%, determinando un margen bruto de S/. 24.67 millones a marzo del 2013, frente a S/. 15.27 millones a marzo del 2012. Los gastos de administración y de ventas aumentaron 24.64%, lo que junto a las ganancias por diferencia en cambio y a los mayores ingresos financieros netos, determinaron una

Indicadores Financieros

En miles de nuevos soles de marzo del 2013

	2011	2012	Mar-13
Total Activos	609,371	744,515	868,804
Deudores CP y LP	137,468	161,373	175,304
Existencias en Inm. y ETR.	294,168	391,496	417,912
Total Pasivos	544,296	647,342	764,292
Patrimonio	169,185	198,693	197,653
Ventas Netas	378,932	401,129	90,103
Resultado Operacional	54,598	35,526	2,548
Gastos Financieros Netos	-13,073	-10,852	-2,582
Utilidad neta	48,494	43,428	13,507
Res. Operacional / Ventas	14.41%	8.86%	2.83%
Utilidad / Ventas	12.80%	10.83%	14.99%
Rentabilidad patrimonial	31.55%	23.61%	27.26%
Rentabilidad / Activos	6.80%	5.13%	5.62%
Liquidez corriente	1.18	1.29	1.26
Liquidez ácida	0.30	0.30	0.39
Deuda / Patrimonio	3.22	3.26	3.87
% Deuda a corto plazo	63.12%	62.45%	65.08%
Índice de Cobertura Histórico	3.25	4.88	4.27
Ingresos Div. Inmobiliaria	76.29%	74.24%	71.39%
Ingresos Div. Estacionam.	12.29%	13.72%	16.52%
Ingresos Div. Hoteles	10.60%	11.01%	10.99%
Ingresos Div. Rentas	0.82%	1.03%	1.09%

Nota: las cifras han sido ajustadas a valores constantes de marzo del 2013.

utilidad neta de S/. 13.51 millones a marzo del 2013, monto 4.75 veces mayor a lo obtenido a marzo del 2012 (S/. 2.85 millones), alcanzando un nivel de utilidad sobre ventas del 14.99% (5.52% a marzo del 2012).

Los Portales maneja cuatro divisiones de negocios: (i) la división inmobiliaria, dedicada a habilitar terrenos y a construir viviendas; (ii) la división hoteles, dirigido a segmentos de lujo y ejecutivo; (iii) la división estacionamientos, que cuenta con más de 170 playas de estacionamientos; y (iv) la división rentas, creada en el 2010, que gestiona los alquileres de los locales comerciales de la empresa.

En todas estas divisiones se cuenta con importantes proyectos de negocios, los que vienen siendo financiados con recursos propios y deuda financiera, además de los fondos a ser obtenidos con el Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales.

Recientemente, con el fin de mejorar la estructura de pasivos de la empresa, Los Portales y Continental Sociedad Fiduciaria, emitieron en febrero del 2013, el Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario, por un monto de US\$ 25 millones.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la categoría de clasificación de riesgo, asignadas a los instrumentos financieros bajo responsabilidad de Los Portales se presentan estables dentro de un entorno de condiciones favorables para las operaciones del emisor, en razón a la experiencia y la estabilidad de su equipo gerencial, así como, al respaldo de sus accionistas.

La capacidad histórica de cobertura de deuda se mantiene en un nivel relativamente bajo, esperando los accionistas que la tendencia se consolide en forma positiva en los próximos periodos, reflejando así el efecto favorable a generar por la emisión de los Bonos de Titulización y por los mejores términos obtenidos en las condiciones de sus pasivos.

Ello conlleva buenas perspectivas de operación de la empresa en sus diferentes divisiones, lo que sumado a la experiencia acumulada, apoyada por la positiva situación por la que atraviesa la economía nacional, vislumbrará perspectivas estable para la operación de Los Portales.

1. Descripción de la Empresa.

Consortio Inmobiliario Los Portales S.A. ("CILPSA") fue constituida en marzo de 1996, iniciando sus operaciones en junio del mismo año. CILPSA surge como consecuencia de la alianza estratégica de LP Holding S.A., empresa vinculada a la actividad inmobiliaria desde 1930, con Ingenieros Civiles Asociados (ICA) de México, la constructora más grande de México y una de las más importantes en Latinoamérica.

En setiembre de 1999, la Junta General de Accionistas (JGA) de CILPSA acordó la fusión por absorción con su subsidiaria Los Portales Consorcio Hotelero S.A., empresa creada para adquirir los hoteles de turistas de Piura y Tarma. Posteriormente, el 28 de febrero del 2000, se acordó cambiar la denominación social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A. a Los Portales S.A. ("LPSA"), nombre con el cual opera actualmente.

El 19 abril del 2010, la JGA acordó la escisión de un bloque patrimonial constituido por las acciones de Inversiones Centenario S.A.A., el mismo que fue aportado a una sociedad pre-existente, y el 29 de abril del mismo año se aprobó la fusión por absorción de la subsidiaria Constructora Los Portales S.A. y las empresas vinculadas Inversiones en Inmuebles S.A. ("INISA") e Inversiones: de Estacionamientos S.A. ("IESA").

El objeto social de LPSA es dedicarse, directamente o por medio de subsidiarias, a toda clase de inversiones y negocios de promoción y desarrollo inmobiliario; de habilitación urbana; administración, desarrollo y operación de playas de estacionamiento, sistemas de peaje y actividades conexas; así como a la prestación de servicios turísticos, hoteleros y de hospedaje, al igual que las operaciones de carácter comercial y financiero que sean necesarias para los fines de la empresa.

a. Propiedad

Al 31 de marzo de 2013, el capital social de la Compañía está representado por 119,634 mil acciones comunes de S/.1.00 de valor nominal cada una, suscritas y pagadas, las cuales se encuentran equitativamente distribuidas entre el Grupo Raffo y el Grupo ICA.

Accionistas	%
Grupo Raffo	50.00
Grupo ICA	50.00
Total	100.00

El Grupo Raffo cuenta con más de treinta años de experiencia en los sectores inmobiliario, hotelero, minero y de estacionamientos. Las principales entidades que conforman actualmente el Grupo Raffo son: (i) LP Holding S.A., empresa holding que gestiona una importante cartera de inversiones; (ii) Los Portales S.A., dedicada a negocios

inmobiliarios de vivienda multifamiliar y habilitación urbana, hotelería y estacionamientos, entre otros; (iii) Compañía Minera Caudalosa S.A., dedicada a actividades mineras, principalmente a la producción de concentrados de plomo, zinc y cobre.

El Grupo ICA, por su parte, es el conglomerado de empresas constructoras más grande de México, con más de 60 años de presencia en el mercado mexicano, cuyas principales líneas de negocio son construcción, ingeniería, infraestructura y vivienda. Ha desarrollado megaproyectos de infraestructura, construcción civil, urbana e industrial, aeropuertos, entre otros, lo que desarrolla en diversos países de Latinoamérica y Europa. Su matriz (Empresas ICA S.A.B. de C.V) cotiza sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores y en el New York Stock Exchange (NYSE) y tiene una clasificación de riesgo de BB- en el mercado internacional (mxBBB+ en la escala de México) otorgada por Standard & Poor's.

b. Empresas Subsidiarias

A marzo del 2013, LPSA cuenta con las siguientes subsidiarias:

- (i) **Inversiones Nueva Etapa S.A.C.**, subsidiaria al 99.8% de LPSA, constituida en marzo de 2003, dedicada a toda clase de inversiones y negocios inmobiliarios, de habilitación urbana, de denuncia agrícolas y urbanos, de construcción, de compra y venta de bienes muebles e inmuebles, así como a prestar servicios de administración y asesoría gerencial. Se encarga de desarrollar proyectos de vivienda de interés social, bajo el programa gubernamental Techo Propio y Mivivienda
- (ii) **Consortio Los Portales S.A.**, subsidiaria al 99.99% de LPSA, mantiene una participación en el capital social de Inversiones Real Once, conjuntamente con Inversiones Centenario S.A.A., Graña y Montero S.A. y Negocios e Inmuebles S.A., propietaria del edificio de estacionamientos Real Once, ubicado en el Centro Empresarial Camino Real, el mismo que cuenta con 535 estacionamientos y 8 locales comerciales, recientemente remodelados y puestos en operación comercial.
- (iii) **Inversiones Real Once S.A.**, subsidiaria de LPSA, empresa dedicada a toda clase de negocios inmobiliarios, de construcción, de compra y venta de bienes muebles e inmuebles, así como a prestar servicios de administración y asesoría gerencial.
- (iv) **Strip Centers del Perú S.A.**, Los Portales e Inmuebles Comerciales del Perú S.A., subsidiaria del grupo chileno Parque Arauco, mediante una alianza estratégica para la construcción, desarrollo y operación

de centros comerciales y *strip malls* en el país, se han asociado mediante un acuerdo para constituir la empresa Strip Centers del Perú S.A., a través de la cual se realizarán los negocios conjuntos en el Perú. LPSA ya adquirió el primer terreno en el Cercado de Lima y se planea adquirir otros a lo largo del 2013 para el inicio de obras en futuros *strip malls*.

- (v) **Consortio Estacionamientos Miraflores S.A.**, empresa encargada de la construcción, desarrollo y operación del futuro estacionamiento subterráneo bajo las calles Lima y Virgen Milagrosa del distrito de Miraflores.

c. Estructura administrativa

El Directorio de LPSA está integrado por siete miembros, los que representan al Grupo Raffo y al Grupo ICA. La conformación actual del Directorio fue aprobada en Junta General de Accionistas del 21 de marzo del 2013 para el ejercicio 2013.

Directorio

Presidente:	Ernesto Raffo Paine
Directores:	Diego Quintana Kawage (*) Alonso Quintana Kawage (*) Ernesto Fernandini Raffo Bernardo Quintana Isaac (*) Guillermo Velaochaga Raffo Alberto Pescetto Raffo
Director Suplente:	Rubén López Barrera (*) Rodrigo Quintana Kawage (*)

(*) Representantes Grupo ICA.

Luego del Directorio, el principal órgano de decisión de la empresa que vela por la operatividad y gestión de la misma, es el Comité Ejecutivo, el cual está conformado por siete directores entre miembros titulares, suplentes y alternos.

Comité Ejecutivo

Miembros Titulares:	Guillermo Velaochaga Raffo Diego Quintana Kagawe Alejandro Vargas Reyes(*)
Miembros Suplentes:	Alberto Pescetto Raffo Ernesto Fernandini Raffo(*) Rodrigo Quintana Kagawe Alonso Quintana Kawage (*)

(*) Representantes Grupo ICA.

Plana Gerencial

Gerente General	Guillermo Velaochaga Raffo
Gerente de Neg. Hoteleros	Luis Gómez Corthorn
Gerente Central de Neg. Vivienda	Wilfredo De Souza Ferreyra
Gerente de Central Adm. y Fin.:	Ramón García Quintana
Gerente de Inversión y Tesorería:	Eugenio Dunezat Urbina
Gerente de Neg. Estacionamiento	Eduardo Ibarra Rooth
Gerente de Neg. De Rentas:	Juan Carlos Orrillo
Gerente de Planeamiento	Juan García Apac
Gerente de Contabilidad	Juan Izaguirre Alegre
Gerente Legal	María Mendoza Franco

Cada una de las divisiones de LPSA es operativamente independiente de las otras, pero es apoyada por una estructura matricial que centraliza las áreas de Administración, Créditos y Cobranzas, Capital Humano, Contabilidad, Finanzas, Legal, Marketing y Tecnología de la Información, permitiendo consolidar las sinergias que se presentan entre las 4 divisiones operativas de la empresa.

d. Contratos de Fideicomiso

Con el fin de asegurar el cumplimiento de los compromisos asumidos con diferentes entidades bancarias, LPSA ha suscrito contratos de fideicomiso sobre diversos inmuebles de su propiedad:

- (i) Cesión fiduciaria de las parcelas en las que se han desarrollado los Proyectos Sol de Huampaní I-IV. Este fideicomiso garantiza el pago de la deuda contraída con el BCP y con La Fiduciaria S.A. El proyecto se encuentra íntegramente culminado, en todas sus etapas y totalmente vendido (con autofinanciamiento otorgado por Los Portales a sus clientes) y entregado a sus adquirentes. El contrato estará vigente hasta que se cancele la deuda total garantizada con el fideicomiso (equivalente a la cobrabilidad de las letras aceptadas por los clientes adquirentes).
- (ii) Fideicomiso en Administración de Flujos y Garantía del Proyecto Techo Propio Sol de Piura, suscrito en agosto de 2012 entre LPSA, La Fiduciaria S.A., el BBVA Banco Continental, el Fondo MIVIVIENDA S.A. y JVL Ingenieros Consultores, constituyendo un fideicomiso de administración y garantía, con el objeto de llevar a cabo el desarrollo de este Proyecto. El patrimonio fideicometido se encuentra conformado por los derechos de cobro compuestos por el íntegro de los pagos que efectúen los clientes adquirentes. El Contrato de Fideicomiso culminará cuando se verifiquen los siguientes eventos: (i) que se concluya íntegramente con el Proyecto Inmobiliario; (ii) que la independización de todas las unidades inmobiliarias se encuentren debidamente inscritas, y, se hayan inscrito las garantías hipotecarias derivadas de los créditos hipotecarios de los clientes del Proyecto en las partidas registrales que correspondan a favor de las respectivas entidades financieras, de ser el caso; (iii) que se hayan atendido todas las obligaciones garantizadas; y (iv) que el Fondo MIVIVIENDA S.A. haya recibido todos los documentos que sean necesarios para culminar con el Contrato de Fideicomiso de acuerdo a las leyes aplicables.
- (iii) Fideicomiso Fiduciaria GBC S.A. (Fiduperú), suscrito en diciembre del 2010 mediante Escritura Pública de Constitución de Fideicomiso de Administración de

Fondos y Garantía entre Los Portales S.A., Fiduciaria GBC S.A. y Banco Santander Perú S.A., en virtud del cual Los Portales S.A. transfirió a Fiduciaria GBC S.A. el dominio fiduciario sobre los derechos, flujos y demás bienes que conforman el patrimonio fideicometido, constituido por los flujos de las Playas de Estacionamiento Cáceres y Derteano para garantizar las obligaciones mantenidas con el fideicomisario. El contrato estará vigente hasta que se cancele la deuda total garantizada con el fideicomiso

- (iv) Contrato de Fideicomiso para la ejecución del proyecto “Los Viñedos de Chincha”, que se desarrollan a través del Fideicomiso Inmobiliario de Administración suscrito con el Fondo MiVivienda y COFIDE. La ejecución comprende la construcción, titulación y entrega de las viviendas a sus adquirentes. El proyecto “Los Viñedos de Chincha II Etapa”, se ejecuta en virtud al Fideicomiso suscrito con Financiera TFC e Interbank. Su finalidad es la administración de los flujos aportados al patrimonio fideicometido, el pago de la línea de financiamiento proporcionada por Financiera TFC S.A. y el desarrollo del proyecto, distribuido en 6 etapas.
- (v) Fideicomiso de Titulización y Emisión de Bonos, suscrito el 22 de marzo de 2013 con Continental Sociedad Titulizadora S.A. en calidad de Fiduciaria y Los Portales S.A. en calidad de Servidor y Originador, en virtud del cual se acordaron los términos y condiciones generales de acuerdo a los cuales el Originador, en una o más oportunidades, transferirá fiduciariamente: (i) cuentas por cobrar respaldadas por letras de cambio derivadas de Contratos de Compraventa Garantizada originados por la venta al crédito de lotes de terreno de habilitación urbana, con la finalidad que se incorporen a uno o más patrimonios fideicometidos que servirán de respaldo de una o más emisiones, hasta por un total en circulación de US\$ 60'000,000.00 o su equivalente en Nuevos Soles; y (ii) los lotes en los cuales se han desarrollado los referidos negocios de habilitación urbana y cuyas ventas han originado dichas cuentas por cobrar, con la finalidad que se incorporen a uno o más patrimonios fideicometidos de inmuebles.
- (vi) El Proyecto “Sol de Ica II Etapa” se desarrolla a través de un Fideicomiso en Administración con Financiera TFC S.A. e Interbank. El contrato de fideicomiso ha sido estructurado teniendo como finalidad la administración de los flujos aportados al patrimonio fideicometido, el pago de la línea de financiamiento proporcionada por Financiera TFC S.A. y el desarrollo del Proyecto. En este sentido, se han aportado al fideicomiso los flujos del proyecto, incluyendo éstos los ingresos por las ventas de las viviendas y la línea de financiamiento proporcionada,

los cuales son administrados por Interbank y son desembolsados de acuerdo a la prelación de pagos acordada por las partes en el contrato.

- (vii) El contrato de arrendamiento del Hotel Country suscrito en marzo de 1997, entre la Asociación Real Club de Lima y LPSA, que originalmente se determinó por el plazo comprendido entre febrero de 1997 y febrero del año 2013, el cual fue ampliado hasta el año 2030, y en donde se entregó nueva área para ser destinada a la oferta hotelera, para su conversión a suites de lujo. En el 2009 la Asociación Real Club de Lima y Los Portales suscribieron una transacción extrajudicial elevada a Escritura Pública, en virtud de la cual pusieron fin a todas las discrepancias y/o acciones que pudieron haberse iniciado o estén en trámite en todas las instancias (arbitrales, administrativas y judiciales). Asimismo, como parte de la transacción, las partes acordaron sustituir las obligaciones contenidas en el Contrato de Arrendamiento por un Contrato de Usufructo, mediante el cual la Asociación Real Club de Lima otorgó a Los Portales en usufructo por veinte años el Country Club Lima Hotel, hasta el año 2029.
- (viii) Contrato de Fideicomiso de Administración y Garantía suscrito en abril de 2012 entre la Corporación Interamericana para el Financiamiento de Infraestructura, S.A. – CIFI, La Fiduciaria S.A. y LPSA, mediante el cual se constituyó un patrimonio fideicometido en administración y garantía, en virtud del cual Los Portales transfirió en dominio fiduciario a La Fiduciaria: (i) los derechos de cobro de tarjetas de crédito por pagos efectuados por los clientes de los Hoteles LP de Chiclayo, Cusco, Piura y Tarma, así como los fondos o flujos que correspondan ser liberados a favor de LPSA de conformidad con lo previsto en el Contrato de Fideicomiso del Hotel Country Club, así como los derechos de cobro correspondientes a pólizas de seguros, según corresponda; los inmuebles y bienes muebles correspondientes a los Hoteles LP Tarma y Piura. El íntegro del Patrimonio Fideicometido servirá para respaldar el cumplimiento de las obligaciones asumidas por LPSA frente a CIFI establecidas en el contrato.

Además, LPSA ha celebrado los siguientes contratos de concesión:

- (i) Con la Municipalidad de San Isidro por un plazo de 30 años, a partir de 1998, por la remodelación del Boulevard Dionisio Derteano en los que la empresa ha desarrollado estacionamientos subterráneos. Por esta concesión la Municipalidad tiene derecho a una

retribución porcentual sobre los ingresos brutos que genera la concesión.

- (ii) Con la Municipalidad de San Isidro, en contrato con DELBRASA, suscrito en 1997, por 30 años, renovable, para el proyecto "Remodelación del Parque Andrés Avelino Cáceres", para 545 cocheras.
- (iii) Contrato de Concesión de la Playa de Estacionamiento Ovalo Gutiérrez, LPSA, mediante fusión por absorción de Inversiones de Estacionamientos S.A. el 2 de junio de 2010, la Compañía adquirió la concesión de la playa de estacionamiento del Ovalo Gutiérrez, por un plazo de 21 años, hasta el 2027.
- (iv) Contrato de Concesión de la Playa de Estacionamiento del Estadio Nacional, suscrito el 22 de Agosto de 2011 con Instituto Peruano del Deporte - IPD, mediante se le otorgó en Concesión la operación y mantenimiento de la Playa de Estacionamiento del Estadio Nacional por el plazo de 10 años, es decir, hasta el 2021.

2. Negocios

LPSA se dedica a la ejecución de inversiones y negocios de promoción y desarrollo inmobiliario, a la operación de playas de estacionamiento de terceros o propias, y a la prestación de servicios turísticos, hoteleros y de hospedaje.

Con la finalidad de desarrollar de manera ordenada estas diferentes actividades, LPSA opera a través de cuatro divisiones: Vivienda, Rentas, Hoteles, y Estacionamientos.

a. División Vivienda

La División Vivienda generó ingresos por S/. 64.33 millones en el primer trimestre del 2013 (71.39% de los ingresos de la empresa), centrando sus negocios inmobiliarios en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, viviendas multifamiliares y vivienda social para sectores socioeconómicos B, C y D en su mayoría.

LPSA ha desarrollado importantes conjuntos multifamiliares y casas bajo los programas gubernamentales Mivivienda y Techo Propio, tanto en Lima, como en provincias (que representan 40% de las ventas de esta división), logrando un crecimiento promedio anual de 20.45% durante los últimos cinco años. La empresa cuenta con proyectos inmobiliarios ubicados en las provincias de Lima y Cañete, así como en las provincias de Ica, Chimbote, Chiclayo y Piura, principalmente.

La empresa es uno de los principales contribuyentes a los Programas Techo Propio y Mivivienda, desarrollando proyectos unifamiliares de un piso para el nivel socioeconómico D que se ejecutan al interior del país, principalmente en Piura, Ica, Chiclayo y Chimbote, entre los

que se encuentran los proyectos Villa de Sol de Piura, Sol de Piura, Villas Sol de Ica, las Villas de Chiclayo, Villas de la Pradera de Nuevo Chimbote, entre otras.

Las políticas de otorgamiento de créditos hipotecarios, permiten que hoy los bancos financien hasta 90% del precio de las viviendas, con créditos de hasta 25 años, con tasas que fluctúan entre el 9% y el 12% anual.

El principal negocio de la División Vivienda es la habilitación urbana para los segmentos socioeconómicos C y D, a través del cual se ha posicionado como uno de los más destacados operadores en habilitación de terrenos en los polos de desarrollo de la ciudad de Lima y en provincias, para lo cual otorga financiación directa para la adquisición de lotes.

Paralelamente, se han desarrollado proyectos de habilitaciones urbanas secundarias o recreacionales, con venta de lotes para casas de campo en Cieneguilla y para casas de playa a través del proyecto Playa Coral al sur de Lima. Adicionalmente, la empresa posee en su portafolio, el desarrollo y venta de nuevos proyectos en los distritos de Asia y Mala, al sur de Lima.

b. División Rentas

A partir del 2010, LPSA creó la División de Rentas, la cual se dedica a la inversión, al desarrollo y la operación de centros comerciales, así como a la gestión del negocio de arrendamiento de locales comerciales de propiedad de la empresa, entre ellas, la operación del Lima Outlet Center, ubicado en el Callao, actualmente en plena ocupación y con 5,145 m² de área arrendable. Durante el primer trimestre del 2013 esta división generó ingresos por S/. 984 mil.

La División de Rentas ha sido considerada como estratégica por la empresa por su potencial de crecimiento, el mismo que se optimizará a corto plazo con el acuerdo suscrito con Strip Centers del Perú S.A. para el desarrollo y construcción de 5 *strips centers*.

Además, la empresa aprobó en la JGA del 18 de marzo del 2013 una propuesta de reorganización simple mediante el cual Los Portales S.A. transfirió a Strip Centers del Perú S.A. el inmueble en el que opera Lima Outlet Center en el Callao, como aporte de capital social.

c. División Hoteles

La División Hoteles maneja la operación y la administración de hoteles a través de la inversión en unidades propias y de terceros, como la prestación de servicios vinculados al negocio de alimentos y bebidas, banquetes y eventos dentro de los establecimientos operados, contando con una ocupación del 71% en promedio durante los tres primeros meses del 2013. Dentro de la división se encuentra Telemarketing, que opera y administra los servicios de *call*

center y televentas, ofreciendo soporte a todas las unidades de la empresa, generando un total de S/. 9.91 millones en el primer trimestre del 2013.

Los Portales S.A. opera seis hoteles: Country Club Lima Hotel, Los Portales Piura, Los Portales Tarma, Los Portales Chiclayo, Los Portales Cusco y desde el 2012, Las Arenas de Máncora.

- El Country Club Lima Hotel, orientado al segmento de lujo, es un hotel de cinco estrellas con capacidad de 83 habitaciones, ubicado en San Isidro, Lima. Este hotel es operado por LPSA desde 1997 por medio de un contrato de concesión, operativo hasta el año 2029.
- El Hotel Los Portales Piura, ubicado en la plaza de Armas de la ciudad de Piura, este hotel cuenta con 45 habitaciones. Actualmente se encuentran en construcción 46 nuevas habitaciones, que estarán operativas hacia fines del 2013, elevando así la capacidad a un total de 91 habitaciones. Este hotel fue adquirido en el marco del proceso de privatización de los hoteles de turistas de propiedad del Estado Peruano.
- El Hotel Los Portales Tarma, de 45 habitaciones ubicado a pocos metros de la Plaza de Armas de Tarma. Las habitaciones fueron totalmente remodeladas en el 2011 y fue adquirido en el marco del proceso de privatización de los hoteles de turistas de propiedad del Estado Peruano.
- El Hotel Los Portales de Chiclayo, que inició operaciones en marzo del 2010, sobre un Contrato de Usufructo suscrito con la empresa Naymlap Inn S.A.C. hasta el 2029, cuenta con 35 habitaciones, y está dirigido a ejecutivos y turistas.
- El Hotel Los Portales Cusco, que opera sobre el Contrato de Usufructo suscrito con Cadena Hotelera Turística Cusco S.A hasta el año 2030. Las 50 habitaciones de este hotel han sido totalmente renovadas, al igual que otras áreas del establecimiento, y está dirigido al segmento de turistas medios y ejecutivos que viajan por negocios al Cusco.
- Las Arenas de Máncora, Piura, ubicado en la zona Las Pocitas, cuenta con 22 habitaciones con vista al mar. Este hotel opera bajo el contrato suscrito con Inversiones Costa Norte S.A. en noviembre del 2012, por el cual se entregó a Los Portales el gerenciamiento de la operación y administración del hotel por un plazo de 15 años.

d. División Estacionamientos

Los Portales S.A. es la empresa líder en la administración de playas de estacionamientos de la ciudad de Lima, contando a marzo del 2013 con 29,800 cocheras en 173 playas distribuidas en Lima, Arequipa, Piura, Trujillo y Chiclayo entre propias, arrendadas o en administración y en

concesión, ubicadas en zonas de alto tránsito empresarial y comercial (28,951 cocheras, en 172 playas a diciembre del 2012), reportando ingresos por S/. 14.89 millones al 31 de marzo del 2013.

Entre los principales acuerdos, Los Portales mantiene contratos de concesión por las playas de estacionamientos de Dionisio Derteano, de Andrés A. Cáceres, del Óvalo Gutierrez, y del Estadio Nacional. Asimismo maneja la operación de la playa del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez hasta el 2014. Además, se encuentra entre sus proyectos, participar en iniciativas privadas para la obtención de concesiones de operaciones subterráneas con las Municipalidades de La Victoria y de Miraflores.

3. Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales

LPSA ingresó al mercado de capitales peruano en enero de 1998, mediante la emisión de los Bonos Corporativos Los Portales, los cuales fueron cancelados en el 2010. Actualmente Los Portales (en calidad de originador) junto con Continental Sociedad Titulizadora S.A. (en calidad de fiduciario de la Titulización), emitieron el "Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario" por US\$ 25 millones a un plazo de 8 años, para lo cual Los Portales debe cumplir los siguientes *covenants*: (i) Ratio de Cobertura mayor a 1.30x; y (ii) Ratio de Garantía mayor a 1.30x. Los fondos captados en la emisión fueron utilizados para la restructuración de pasivos y obligaciones del emisor, lo cual incluye el financiamiento de inversiones.

Adicionalmente, la empresa tiene previsto emitir el Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales, por un importe máximo en circulación de US\$ 50 millones o su equivalente en Nuevos Soles, cuya Primera Emisión sería hasta por un máximo de US\$ 20 millones por un plazo máximo de 360 días.

4. Mercado

Durante el ejercicio 2012, la situación económica nacional ha continuado con el dinamismo registrado en el ejercicio 2011 con señales de desaceleración respecto a los niveles de crecimiento alcanzado en años anteriores (8.78% en el ejercicio 2010, 6.92% en el ejercicio 2011 y 6.20% en el ejercicio 2012), afectado temporalmente por particularidades de sectores específicos (construcción, pesca e impuestos) en el último mes del periodo 2012. Las expectativas de crecimiento para los siguientes dos años para el Perú se ubican en índices cercanos a 6%, mejores que los estimados para la Región y para la

economía mundial en su conjunto (4.5%). Esta coyuntura se sustenta en la estabilidad que ha mostrado la demanda interna y el dinamismo creciente del consumo privado y de la inversión privada, consolidado a partir de los anuncios en materia económica y gasto público del Gobierno Central. Con el objetivo de mantener la inflación en el rango meta y en respuesta del incremento de los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles, el BCR ha incrementado paulatinamente la tasa de interés de referencia hasta ubicarse en 4.25% en abril del 2013.

Los sectores no primarios son los que vienen mostrando mayor expansión, destacando el crecimiento del sector construcción, comercio y los servicios, con un desempeño que es superior al comportamiento del PBI global. Otros sectores como electricidad y agropecuario han contribuido favorablemente en el desempeño del PBI Global, compensado el menor crecimiento de la minería, pesca y manufactura.

El sector construcción creció 3.43% en el ejercicio 2011, pero en el ejercicio 2012 mostró un crecimiento de 15.20%, evolución que responde al dinamismo de sectores relacionados (inmobiliario, comercial y hotelero), así como por la inversión pública para la construcción de obras viales y obras de infraestructura, luego que éste mostrara una fuerte desaceleración, primero por las políticas de austeridad del gobierno saliente, y luego por el bajo nivel de ejecución de obras de infraestructura del nuevo gobierno central.

La demanda privada y de consumo interno han mostrado un desempeño favorable, y ese dinamismo se está reflejando en el crecimiento del sector financiero, particularmente impulsado por la banca, tanto en el desarrollo de proyectos de vivienda, como en el otorgamiento de créditos hipotecarios.

Las perspectivas de crecimiento del mercado residencial se presentan moderadas, favorecidas por el crecimiento económico, el aumento del empleo y un acceso creciente al financiamiento de largo plazo de las familias. Ello coincide con: (i) el nivel de déficit habitacional en el país, estimado en 396,500 viviendas en el año 2012, 47.85% de éste concentrado en Lima y Callao, según estimaciones CAPECO; (ii) el incremento poblacional esperado, y en particular, del segmento poblacional demandante de viviendas (personas entre los 25 y 44 años), aumentando la demanda potencial (según CAPECO, en 90,000 nuevas viviendas por año); (iii) las posibilidades de penetración del financiamiento hipotecario, que actualmente bordea el 4% del PBI, frente a otros países de Latinoamérica como Chile o Panamá con índices de alrededor de 20%; y (iv) los todavía relativamente bajos precios por metro cuadrado en el país, respecto a los niveles observados en Latinoamérica (US\$

814 vs. US\$ 1,994 en Buenos Aires, US\$ 1,688 en Bogotá y US\$ 1486 en Santiago de Chile).

Durante el 2012 se registraron situaciones que afectaron la dinámica del mercado de viviendas de Lima como es el caso del descenso en la construcción de viviendas de precios medios y bajos en la capital, principalmente por la escasez de terrenos con servicios de agua y desagüe, ante la falta de planeamiento urbano; el menor ritmo de crecimiento de las nuevas unidades vendidas incrementando la oferta disponible; y la menor rentabilidad de los alquileres, contrayendo la demanda de viviendas con fines de inversión. A ello se agrega el incremento de los costos financieros de los préstamos hipotecarios en línea con las nuevas disposiciones regulatorias. Sin embargo, el sector construcción se mantuvo dinámico con un importante número de obras en construcción para los mercados A y B, así como de edificios de oficinas *premium*.

5. Situación Financiera

A partir de enero del 2005, el Consejo Normativo de Contabilidad suspendió el ajuste contable de los estados financieros para reflejar los efectos de la inflación. Sin embargo, para efectos de análisis comparativo, las cifras contables de la institución han sido ajustadas a valores constantes de marzo del 2013.

a. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

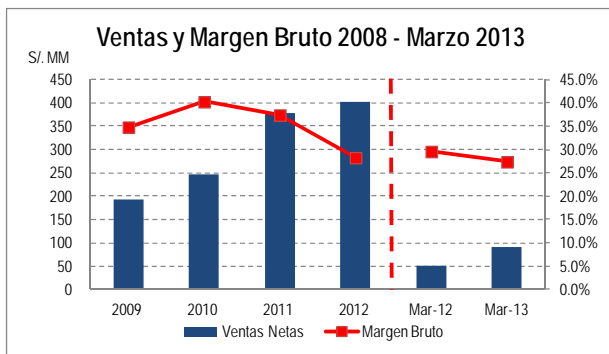
Al cierre del primer trimestre del 2013, LPSA alcanzó ventas por S/. 90.10 millones, lo que representó un aumento de 74.71% (a valores constantes), respecto a marzo del 2012, como resultado de los mayores ingresos reportados en sus diferentes divisiones, impulsado por el incremento de proyectos inmobiliarios de la empresa, las mayores ventas de la división de estacionamientos, y los resultados obtenidos por la división de hoteles como consecuencia de la diferenciación y calidad de servicio.

Ventas por divisiones (en porcentaje)			
Departamentos	2011	2012	Mar-13
Inmuebles	76.29%	74.24%	71.39%
Estacionamiento	12.29%	13.72%	16.52%
Hoteles	10.60%	11.01%	10.99%
Renta	0.82%	1.03%	1.09%
Total	100.00%	100.00%	100.00%

Al cierre del primer trimestre 2013, los costos de ventas de Los Portales ascendieron a S/. 65.44 millones, 80.22% mayor a lo registrado en marzo del 2012. Ello se debió principalmente a servicios prestados por terceros, y el mayor gasto en mano de obra directa. Como resultado de esto, el costo de ventas representó 72.62% del total de

ventas registradas a marzo del 2013, superior a lo registrado a marzo del 2012 (70.40%).

La empresa registró un margen bruto de S/. 24.67 millones al 31 de marzo del 2013, lo que representa un aumento de 61.58%, respecto al registrado al mismo periodo del 2012, en valores constantes, como resultado de los mayores ingresos registrados de la división vivienda en el primer trimestre del 2013.



Los gastos de administración y ventas (que incluye la depreciación y la participación de los trabajadores) aumentaron 24.64% a marzo del 2013, debido principalmente a: mayores gastos por servicios de terceros asignados a la administración y venta de las operaciones de Los Portales, mayores gastos de personal (+34.04%), como resultado del mayor número de trabajadores.

La costos de administración y ventas, significaron 24.55% de las ventas de Los Portales, ratio que se mantiene estable en los últimos años (22.41% en los últimos cinco años).

El EBITDA de Los Portales al cierre del primer trimestre del 2013 ascendió a S/. 4.76 millones, con un margen de 5.28% sobre las ventas de la empresa. El "EBITDA Ajustado" de la empresa, es decir el EBITDA contable más ingresos financieros, menos gastos financieros contabilizados como costo de ventas del negocio de habilitación urbana, ascendió a S/. 17.95 millones (S/. 5.66 millones a marzo del 2012), con lo que el margen "EBITDA ajustado" fue de 19.93%.

El flujo operativo de la empresa fue negativo en S/. 26.85 millones, debido a las necesidades de la empresa de incrementar las existencias de inmuebles y de terrenos para realizar sus actividades y para mantener reservas inmobiliarias, lo que, según cálculos de Los Portales, representa un *backlog* de proyectos por US\$ 113.6 millones al cierre del 2012. Esto fue cubierto por las actividades de financiamiento de la empresa.

Al cierre del primer trimestre del 2013, los gastos financieros fueron S/. 2.58 millones, 2.55% superiores a los registrados en el mismo periodo del 2012, debido a los mayores gastos por intereses de la deuda de Los Portales. Los ingresos financieros ascendieron a S/. 6.88 millones al 31 de marzo del 2013, mayor a los observado en el mismo periodo del

2012 (+26.17%) debido a mayores ingresos en letras por cobrar, generadas principalmente por la venta de inmuebles al público.

La pérdida registrada por diferencia en cambio al 31 de marzo del 2013 fue de S/. 6.28 millones, debido al efecto de la depreciación del Nuevo Sol en la posición pasiva neta de la compañía (S/. 3.23 millones al 31 de marzo del 2012). La utilidad neta de Los Portales fue de S/. 13.51 millones al cierre del primer trimestre del 2013, 4.75 veces mayor respecto al mismo periodo del 2012, debido a mayores niveles de ventas registrados por la empresa, así como a la venta de un local por S/. 19.38 millones, producto de una transferencia a la asociación Strips Centers del Perú S.A. La mayor utilidad neta registrada determinó que el ratio de utilidad sobre las ventas fuera de 14.99%, superior al registrado en el mismo periodo del 2012 (5.52%).

b. Endeudamiento patrimonial y estructura financiera

Los Portales registró activos totales por S/. 961.95 millones al 31 de marzo del 2013, mayores en 13.70% respecto a lo registrado a diciembre del 2012 (S/. +115.91 millones). Este aumento corresponde principalmente a: mayores niveles en los saldos del disponible, documentos por cobrar y existencias de terrenos para el desarrollo de proyectos. Del total de activos, 65.13% corresponde a activos corrientes, 11.31% a activos fijos, y 23.56% a otros activos no corrientes. Los activos no corrientes corresponden principalmente a inversiones inmobiliarias, esto es, a terrenos, lotes para desarrollos comerciales y los locales comerciales ubicados en el Centro Comercial Camino Real. Al 31 de marzo del 2013, los activos corrientes de la empresa estuvieron conformados por: existencias que ascendieron a S/. 417.91 millones (66.71%) lo que corresponde principalmente a terrenos para futuros proyectos de la empresa, proyectos en curso e inmuebles terminados; cuentas y documentos por cobrar comerciales y varias por S/. 117.24 millones (18.71%) y a efectivo y equivalente de efectivo por S/. 74.66 millones (11.92%). Respecto a las inversiones en empresas subsidiarias, éstas ascendieron a S/. 36.42 millones a marzo del 2013, que corresponden mayoritariamente a inversiones en la empresa subsidiaria Strip Centers del Perú S.A. (S/. 30.47 millones) y a Inversiones Real Once S.A. (S/. 2.71 millones). Ello también incluye las inversiones en Promotora Club Empresarial y en Concesión de Estacionamientos de Miraflores S.A., entre otros.

Los activos fijos netos de Los Portales, ascendieron a S/. 108.77 millones a marzo del 2013, registrando un aumento de 2.53% respecto a lo registrado al cierre del 2012 (S/. 106.09 millones), los que fueron impulsadas por el aumento del saldo de las obras en curso, tales como la construcción

de la nueva sede corporativa y las mejoras y las remodelaciones de los hoteles de su cartera.

A marzo del 2013, los pasivos totales de Los Portales ascendieron a S/. 764.29 millones, lo que representó un incremento de 18.07%, respecto a lo registrado a diciembre del 2012 (S/. 647.34 millones), originado principalmente por mayor: (i) deuda financiera, (ii) cuentas por pagar, y (iii) anticipos de clientes.

El saldo de la deuda financiera de la empresa al 31 de marzo del 2013 fue de S/. 346.93 millones, y estuvo conformada por préstamos de inversionistas privados (que no cuentan con garantías específicas), préstamos con diferentes entidades financieras entre las que se encuentran BBVA Banco Continental, Corporación Interamericana para el Financiamiento de Infraestructura – CIFI, Banco Santander, Atlantic Security Bank, entre otros. Estos préstamos son adquiridos principalmente para financiar capital de trabajo, son denominados en moneda extranjera y tienen garantías constituidas por hipotecas y fideicomisos; y obligaciones con el público, que Los Portales (en calidad de originador) junto con Continental Sociedad Titulizadora S.A. (en calidad de fiduciario de la Titulización), emitieron en febrero bajo el “Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario” por US\$ 25 millones (S/. 65.32 millones), dentro de cuyo acuerdo, Los Portales debe cumplir los siguientes *covenants*: (i) Ratio de Cobertura mayor a 1.30x; y (ii) Ratio de Garantía mayor a 1.30x. Los fondos captados en la emisión fueron utilizados para la reestructuración de pasivos y de obligaciones del emisor, lo cual incluye el financiamiento de inversiones. Las cuentas por pagar de Los Portales ascendieron a S/. 105.94 millones, son originadas principalmente por la adquisición de terrenos, materiales, suministros y servicios recibidos para el desarrollo de las obras de la empresa. Los anticipos de clientes registraron un saldo de S/. 219.14 millones al 31 de marzo del 2013, y corresponden a los pagos recibidos de clientes de la división inmobiliaria por las letras que se aceptan por la venta de terrenos durante el periodo de habilitación antes que se realice la entrega del inmueble.

A marzo del 2013, el patrimonio de la empresa alcanzó la cifra de S/. 197.65 millones, lo que significó una reducción de 0.52%, en relación a lo registrado a diciembre del 2012 (S/. 198.69 millones a valores constantes).

El menor nivel de patrimonio se explica por la aplicación de los resultados del 2012 por S/. 19.42, aprobada en el JGA del 22 de marzo del 2013 de la siguiente manera: (i) destinar S/. 3.92 millones a la reserva legal de la empresa, con lo que dicha cuenta ascendió a S/. 12.54 millones; y (ii) entregar dividendos en efectivo por S/. 15.50 millones.

Asimismo, en JGA del 18 de marzo del 2013, se aprobó un aumento de capital por S/. 51.62 millones, cuyo pago se efectuará en tres fechas: 15 de mayo (pagadas al 66.16%), el 15 de junio (pagadas al 99.16%) y el 15 de julio del presente año (pagadas al 100%). Estos recursos se utilizarán principalmente para ejecutar proyectos de vivienda.

Al 31 de marzo del 2013, la rentabilidad de Los Portales sobre su patrimonio promedio, fue 27.26%, superior al nivel alcanzado al cierre del ejercicio 2012 (23.61%), a consecuencia del menor nivel de patrimonio y de la utilidad registrada en el periodo.

c. Índice de Cobertura Histórica

El Índice de Cobertura Histórica (ICH) mide la capacidad de una empresa de hacer frente a sus gastos financieros proyectados con la generación de recursos que obtiene de sus activos. Mientras más elevado sea este índice, mayor es la capacidad de pago de la institución.

A marzo del 2013, el ICH fue de 4.27 veces, menor respecto al obtenido a diciembre del 2012 (4.88 veces). Esto se debió principalmente por los mayores pasivos registrados por la empresa debido a la Primer Programa de Bonos Titulizados de Los Portales. Además, influye en este indicador la capacidad de generación de flujos de la empresa, reales y proyectados.

Para el cálculo se ha incluido el monto a emitir de los papeles comerciales de la empresa. Si bien el indicador muestra un desempeño favorable respecto a otros periodos similares, está cobertura es ajustada, debido a la fuerte carga financiera de la empresa, la cual viene siendo reestructurada.

Todo ello está apoyado por la capacidad y por la experiencia de la administración y de los accionistas, los que cuentan con amplio conocimiento relativo a las operaciones de la empresa.

Resumen de estados financieros consolidados y principales indicadores

(En miles de Nuevos Soles al 31 de marzo del 2013)

	2009	2010	2011	2012	Mar-13
Ventas netas	192,434	246,360	378,932	401,129	90,103
Resultado bruto	67,051	99,180	141,824	113,453	24,667
Resultado operacional	17,054	45,592	54,598	35,526	2,548
Depreciación del ejercicio	6,238	7,097	7,654	8,207	2,208
Flujo depurado	52,257	92,357	87,816	67,290	5,370
Gastos financieros	23,333	11,919	13,073	10,852	2,582
Resultado no operacional	7,705	28,803	10,980	31,664	18,098
Utilidad neta	15,109	39,444	48,494	43,428	13,507
Total Activos	349,612	574,630	609,371	744,515	868,804
Disponibles	22,671	33,855	30,727	31,914	74,662
Deudores por Venta CP	61,922	50,057	71,962	87,211	117,244
Existencias	43,882	290,980	294,168	391,496	417,912
Activo Fijo	48,995	71,768	96,479	106,088	108,772
Total Pasivos	290,461	538,324	544,296	647,342	764,292
Deuda Financiera	155,043	185,792	232,141	306,448	346,930
Patrimonio	104,894	138,262	169,185	198,693	197,653
Result. Operacional / Ventas	8.86%	18.51%	14.41%	8.86%	2.83%
Utilidad Neta / Ventas	7.85%	16.01%	12.80%	10.83%	14.99%
Flujo depurado / Activos Prom.	15.33%	19.86%	14.55%	9.64%	2.59%
Rentabilidad patrimonial	16.52%	32.44%	31.55%	23.61%	27.26%
Liquidez corriente	0.78	1.07	1.18	1.29	1.26
Liquidez ácida	0.49	0.22	0.30	0.30	0.39
Deuda / Patrimonio	2.77	3.89	3.22	3.26	3.87
Deuda Financiera / Patrimonio	1.48	1.34	1.37	1.54	1.76
% de Deuda de corto plazo	59.4%	70.1%	63.1%	62.5%	65.1%
% de Deuda de largo plazo	40.6%	29.9%	36.9%	37.5%	34.9%
D. Financiera / Flujo depurado	2.97	2.01	2.64	4.55	16.15
Índice de Cobertura Histórica	1.62	1.72	3.25	4.88	4.27
EBITDA					
EBITDA	23,292	52,689	62,252	43,734	4,756
Deuda Financiera / EBITDA	6.66	3.53	3.73	7.01	18.24
EBITDA / Gastos financieros	1.00	4.42	4.76	4.03	1.84

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS CLASIFICADOS

1. Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales S.A:

Los recursos captados con emisión de los valores serán utilizados indistintamente por el emisor hasta US\$ 50'000,000 o su equivalente en moneda nacional. El plazo del Programa es de dos años, prorrogable por períodos de financiamiento de cualesquiera de sus obligaciones, incluyendo pero sin limitarse a ello, el financiamiento de inversiones y el refinanciamiento del pago, parcial o total, de la deuda existente.

El Programa consiste en una o varias emisiones, y cada emisión dentro del Programa podrá constar de una o varias series, según lo establezca las personas facultadas para ello y serán informados a la SMV y a los inversionistas a través del Complemento del Prospecto Marco, el Acto Complementario de Emisión y en el Aviso de Oferta que corresponda.

Primera Emisión del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales comprenden obligaciones con un plazo de vencimiento de 360 días como máximo, a emitirse en una o más series por un monto acumulado de US\$ 20 millones. El valor nominal de los papeles será de US\$ 1,000, con garantías genéricas sobre el patrimonio del emisor.