

Inmobiliario / Perú

Los Portales S.A. - (LPSA)

Análisis de Riesgo

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
Bonos Corp. 2da. Emisión Serie A	BB+ (pe)	BB (pe)	28/03/2007
Bonos Corp. 2da. Emisión Serie B	B (pe)	CCC (pe)	27/05/2004

**Informe con información financiera auditada a dic.2006*

Analista

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

Perfil

Los Portales S.A. (en adelante LPSA) se constituyó en 1996 como producto de la asociación de LP Holding S.A., empresa con más de 40 años de experiencia en la actividad inmobiliaria, y Constructoras Ica Perú S.A. (CICAPESA), subsidiaria en el Perú de Ingenieros Civiles Asociados (ICA) de C.V. México, una de las empresas constructoras más grandes de Latinoamérica. LP Holding S.A posee el 77.60% del accionariado y CICAPESA el 18.08%. La Empresa se dedica a la habilitación urbana, desarrollo y venta de departamentos, administración de playas de estacionamiento y hoteles.

Fortalezas y Oportunidades

- *Know how* del negocio de estacionamientos.
- Negocios diversificados.
- Sector inmobiliario muestra dinamismo.

Debilidades y Amenazas

- Alto nivel de endeudamiento respecto de la generación de caja.
- Dificultades para amortizar deuda con la generación de caja operativa.

Fundamentos

Los ratings otorgados se sustentan principalmente en lo siguiente:

- 1) **Fideicomiso en Garantía de Flujos.-** Los bonos corporativos de LPSA (2da. emisión) cuentan, entre otros, con un fideicomiso en garantía de los flujos provenientes de los ingresos de las playas de estacionamiento. Adicionalmente, cuentan con la garantía de los derechos de uso y explotación de la Empresa sobre las playas de estacionamiento Andrés A. Cáceres y Dionisio Derteano.
- 2) **Reestructuración de la Serie A de la Segunda Emisión.-** En Asamblea de Obligacionistas de agosto 2006, se acordó la reestructuración de la Serie A. Entre los principales acuerdos figuran: i) incorporar, como garantía adicional, el *fee* de gerenciamiento que su subsidiaria, Los Portales Estacionamientos S.A., cobra por la operación del estacionamiento del Aeropuerto Jorge Chávez; ii) ampliar el cronograma de pagos hasta abril del 2012 (antes: abril del 2011); iii) establecer una tasa de interés efectiva anual fija de 10.5% (antes: Libor + 7%); y, iv) privilegiar el pago a los bonistas por encima del resto de gastos operativos de las playas de estacionamiento.
- 3) **Subordinación de la Serie B de la Segunda Emisión.-** La Segunda Emisión, está conformada por dos series (A y B), por montos de emisión originales de US\$4.5 y 0.5 millones, respectivamente. En Asambleas de Obligacionistas, de julio y octubre del 2001, se acordó que la Serie B se encuentre subordinada a la Serie A, de manera que los pagos a la Serie B se harán únicamente cuando la Serie A haya sido pagada totalmente. Asimismo, en Asamblea de Obligacionistas de agosto del 2006, se aprobó la solicitud de cancelación de la Serie B, en virtud al Convenio de Novación de dicha obligación, por capitalización o condonación, que será celebrado entre los Portales S.A. y el titular de la Serie B.
- 4) **Elevado Endeudamiento.-** Si bien la Empresa viene registrando ciertas mejoras operativas en algunas líneas de negocio, su generación aún es relativamente baja respecto de su nivel de endeudamiento. A fines del 2006, la Compañía registró un ratio de Deuda Financiera / EBITDA de 9.6x., lo cual se considera alto, ya que significa que la Empresa sería capaz de cumplir con su deuda financiera en unos 10 años, si pudiese disponer íntegramente del EBITDA generado en el año. Si se considera que los ingresos financieros son parte del giro del negocio y son adicionados al EBITDA este ratio se reduciría a 7.9x.

Asimismo, la cobertura de intereses (EBITDA / Gastos Financieros) fue de 1.0x (0.7x a diciembre 2005). Al considerar los ingresos financieros dentro del EBITDA, este indicador sería de 1.3x.

- 5) **Importante *know how* del negocio de estacionamientos.-** Cabe señalar que una de las principales fortalezas de la Compañía es su experiencia y conocimiento del negocio de estacionamientos, contando con un importante posicionamiento de su marca.

▪ Ajuste de Estados Financieros

A partir del 1ero. de enero del 2005, ha sido suspendido el ajuste contable a los estados financieros para reconocer los efectos de la inflación (Resolución N°031-2004-EF/93.01). Por lo anterior, para efectos de nuestro análisis financiero, las cifras hasta el 31 de diciembre del 2004 han sido expresadas en soles constantes a esa fecha. Asimismo, los Estados Financieros de los períodos posteriores a dicha fecha han sido expresados en soles históricos.

▪ Hechos de Importancia

En Asamblea de Obligacionistas de la Segunda Emisión de Bonos Los Portales celebrada en agosto 2006, se aprobó, entre otros, la reestructuración de la Serie A. Asimismo, se acordó la cancelación de la Serie B, en virtud al Convenio de Novación de dicha obligación, por capitalización o condonación, que será celebrado entre los Portales S.A. y el titular de la Serie B.

▪ Perfil

Los Portales S.A. fue constituida marzo de 1996 e inició operaciones en junio de ese año. Inicialmente, su denominación fue Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., la cual surgió como resultado de la asociación de LP Holding S.A. y Constructoras Ica Perú S.A., subsidiaria del grupo mexicano ICA. En Junta General de Accionistas (JGA) de setiembre de 1999, se acordó la fusión por absorción de su subsidiaria Los Portales Consorcio Hotelero S.A. La fusión se formalizó en noviembre de 1999 y, en Junta Obligatoria Anual de Accionistas de febrero de 2000, se acordó modificar la denominación social de la empresa a Los Portales S.A.

Posteriormente, en JGA celebrada en diciembre de 2005, se acordó la fusión de Los Portales S.A. y Constructora Ica del Perú, absorbiendo la primera a la segunda, la misma que se extinguió sin liquidarse.

Actualmente, las actividades de la Empresa comprenden la habilitación urbana, desarrollo y venta de departamentos, así como la administración de playas de estacionamiento y hoteles.

▪ Estrategia

La Compañía tiene como principal estrategia diversificar sus negocios, siempre dentro del sector inmobiliario. Sus tres fuentes de ingresos son: i) venta de inmuebles, habilitación y desarrollo urbano; ii) hotelería; y, iii) estacionamientos. Esta diversificación le permite atenuar las

variabilidades que se presenten en alguna de estas líneas de negocio.

En el negocio inmobiliario, la Empresa ha realizado un cambio estratégico ya que antes del 2004, estaba abocada a la venta de inmuebles bajo el programa *Mi Vivienda*. Sin embargo, Los Portales ha encontrado un interesante nicho de mercado en el desarrollo inmobiliario y la habilitación urbana, desarrollando proyectos, entre otros, en Chosica, Chincha y Chorrillos.

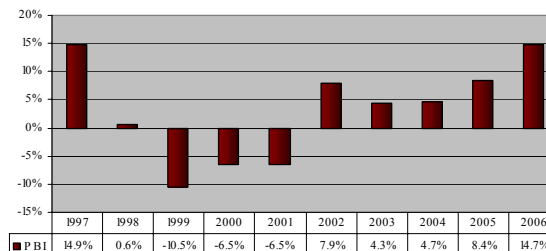
En el negocio de hotelería, la Compañía busca posicionar sus servicios a través de un alto valor percibido (hotel de lujo), cobrando tarifas más altas respecto de sus principales competidores. Así, el Hotel Country (San Isidro) tiene una importante demanda en eventos exclusivos. Igualmente, la Empresa busca fortalecer el Restaurante-Bar del hotel, haciéndolo independiente de la clientela del hotel. Aproximadamente el 80% de los ingresos del mismo proviene de clientes que no son huéspedes.

▪ Posición Competitiva

Industria Inmobiliaria

En años pasados, la demanda total se vio afectada por la recesión económica, cuyas consecuencias se pudieron observar desde 1998 hasta el 2001, cuando los créditos hipotecarios, así como otros préstamos de mediano y largo plazo, se suspendieron por la menor capacidad adquisitiva de la población y la menor liquidez del sistema financiero. Dicha recesión tuvo dos causas importantes: i) el Fenómeno del Niño; y, ii) la Crisis Asiática, las cuales se dieron simultáneamente, golpeando la economía.

PBI del Sector Construcción (Variación Anual)



* Fuente: BCRP

Luego de la crisis, el sector tuvo un rebrote. Así, a diferencia de los años 1999, 2000 y 2001, en que el sector registró una contracción, durante el 2002, 2003, 2004, 2005 y 2006, el PBI construcción mostró una variación positiva de 7.9, 4.3, 4.7, 8.4 y 14.7%, respectivamente.

El crecimiento del sector en los últimos años se debió, entre otros factores, a: i) la autoconstrucción y la reactivación de la demanda interna; ii) el impulso originado por la construcción de viviendas a través del programa *Mi Vivienda y Techo Propio*; y, iii) la disminución de las tasas de interés, lo cual estimuló una mayor inversión.

Desde el 2002, los programas estatales de vivienda y la reactivación de la autoconstrucción, fueron los grandes promotores del sector. Así, la oferta del programa *Mi Vivienda* se está expandiendo a provincias, y su evolución ha sido positiva.

En el Perú existe un importante déficit de viviendas, sobre todo en los sectores económicos medio y medio bajo, los cuales se vienen beneficiando con el Fondo *Mi Vivienda*, lanzado por el Gobierno en 1998 y reformulado en sucesivas oportunidades.

A pesar de lo anterior, se estima que la demanda potencial de viviendas en Lima y Callao bordea los 1.8 millones de hogares, de los cuales alrededor del 40% corresponde al nivel socioeconómico E, cuya demanda se encuentra limitada por el restringido acceso al crédito.

Industria Hotelera

El incremento del tráfico de turistas tiene una incidencia directa en la ocupación hotelera de los principales destinos locales, como son Cusco y Lima. Cabe señalar que en el 2006 el Perú recibió 1.3 millones de visitantes (0.9 millones en el 2002).

De otro lado, el crecimiento de la actividad económica que ha registrado el país en los últimos años, ha tenido un impacto favorable en el segmento corporativo, el cual es un importante demandante de servicios hoteleros.

Adicionalmente, la remodelación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, permitiría atender de manera más apropiada al mayor número de visitantes que recibiría el país en los próximos años.

Industria de Estacionamientos

En el negocio de playas de estacionamiento en Perú compiten principalmente dos empresas: Central Parking System Perú (CPSP) y Los Portales.

CPSP es una empresa que pertenece a Central Parking System, una organización internacional de operación y administración de estacionamientos, con presencia en 37 Estados de EE.UU. y 14 países de América y Europa. Cuenta con más de 3,100 playas de estacionamiento, 22,500 empleados y registró durante el ejercicio 2006 ingresos por US\$1,100

millones a nivel mundial. Central Parking System en Perú (CPSP), inició operaciones en abril del 2002. Opera en sociedad con Delosi, la cual posee el 30% del negocio en Perú.

Por su parte, Los Portales (Grupo Raffo) cuenta con amplia experiencia en la administración del negocio de estacionamientos (más de 40 años). A diciembre 2006, la Empresa administraba 50 playas de estacionamiento. Cabe señalar que la Compañía viene trabajando activamente en la apertura de nuevas playas de estacionamiento, sobre todo *microplayas*. Asimismo, dentro de sus locales, brinda servicios paralelos (lavado de autos, máquinas dispensadoras, etc.) que favorecen el desempeño de la división. Dentro de su estrategia, se tiene contemplado continuar con la expansión del negocio a través de nuevas operaciones, así como rentabilizar las que actualmente se tienen.

De otro lado, Los Portales Estacionamiento S.A. (subsidiaria de Los Portales) administra la playa de estacionamiento del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, que cuenta con aproximadamente 1,400 cocheras.

▪ Operaciones

Negocio Inmobiliario

Los Portales ha venido orientando sus esfuerzos en el negocio inmobiliario dentro de los rubros denominados *habilitación urbana y vivienda multifamiliar*, para lo cual cuenta con diversos proyectos principalmente en Huampaní y Carabayllo.

Las ventas de esta división están orientadas básicamente a los niveles socio-económicos medio, medio-bajo y bajo, a los cuales atienden mediante lotes de terreno, productos *Mi Vivienda y Techo Propio*.

En este sentido, para el desarrollo de sus operaciones, la Empresa cuenta con reservas de terrenos e inventarios inmobiliarios para su desarrollo futuro.

Es importante mencionar que existe un negocio financiero asociado al negocio inmobiliario, ya que gran parte de las ventas son financiadas (a plazos de hasta cinco años).

Negocio Hotelero

A la fecha, la empresa cuenta con tres hoteles: i) el Hotel Country, de 5 estrellas, en el departamento de Lima y que cuenta con 75 habitaciones; ii) el Hotel Los Portales Tarma, ubicado en Huancayo, de 3 estrellas, con 45 habitaciones; y, iii) Hotel Los

Portales Piura, ubicado en Piura, de 3 estrellas con 37 habitaciones.

En enero de 1997 le otorgaron la buena-pro de la concesión por 16 años a Consorcio Hotelero, una subsidiaria de Los Portales a dicha fecha, para operar el Hotel Country, iniciando operaciones en setiembre de 1998. Este hotel se ha posicionado como uno de los más prestigiosos de Lima, tanto en servicios de hospedaje como de eventos (Bar Inglés y Restaurante Perroquet). Durante el 2006, este hotel logró una ocupación promedio del 69% (68% durante el 2005). El hotel está orientado al mercado corporativo e institucional y, a la fecha, es uno de los hoteles que cuenta con una de las tarifas más elevadas en el mercado limeño.

Las estrategias utilizadas por la Empresa se resumen en: i) el posicionamiento del Hotel Country como un lugar exclusivo para la realización de eventos; y, ii) el posicionamiento de una tarifa alta acorde con el servicio que brindan.

Negocio de Estacionamientos

Con respecto al negocio de las playas de estacionamiento, el Grupo Raffo tiene más de 40 años de experiencia.

Cabe señalar que la Compañía cuenta con dos importantes concesiones de playas de estacionamiento: la de Andrés A. Cáceres y la de Dionisio Derteano, ambas en el distrito de San Isidro. En febrero de 1998 se culminó la construcción de la playa subterránea y la remodelación del Parque Andrés A. Cáceres y Andrés Reyes después que en diciembre de 1996 la Municipalidad de San Isidro le otorgara la buena-pro de la concesión de la playa por 30 años. Este proyecto demandó una inversión de US\$4.5 millones, la cual fue financiada con la primera emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos. La playa de estacionamiento cuenta con 545 cocheras, inició operaciones en febrero de 1998 y la concesión vence en el 2027.

Siguiendo con sus planes de obtener concesiones en asociación con las municipalidades distritales, se ganó la licitación para la remodelación del Boulevard Dionisio Derteano, la cual demandó una inversión de US\$4.8 millones y tiene una capacidad para 527 cocheras. Las obras empezaron en febrero de 1998 y el inicio de operaciones fue en noviembre de ese año. El contrato de concesión vence en el 2028.

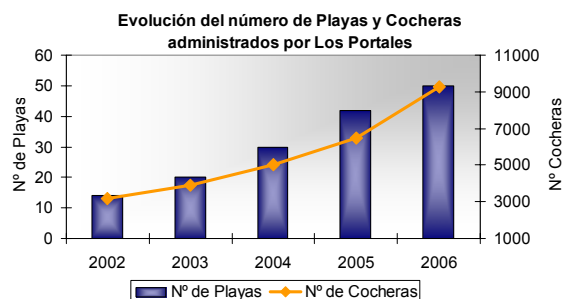
Actualmente, la Empresa cuenta con 50 playas operativas (42 a diciembre 2005) que significan 9,276 cocheras (6,497 a diciembre 2005), las cuales se ubican en las zonas de oficinas de Clase A y áreas

comerciales de Lima Metropolitana como San Isidro, Miraflores, La Victoria, el Cercado de Lima y el Centro Histórico, proyectando su crecimiento hacia los sectores B y C.

La división de playas de estacionamiento generó ventas en el 2006 por S/. 15.4 millones (S/. 12.6 millones en el 2005), representando el 36.1% de las ventas totales de Los Portales S.A.

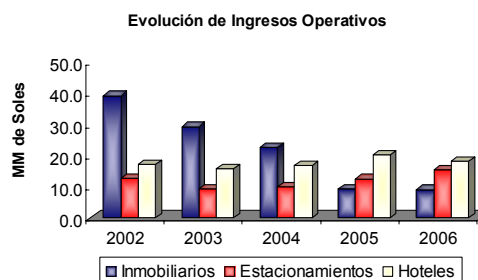
Durante el 2006, se incorporaron diversas playas, en los distritos de Lima Cercado, Miraflores, San Isidro, San Borja; y, concesiones en diversos locales, entre los que destacan el Centro Comercial Plaza Atocongo, Tienda Cassinelli de Surquillo, Ace Home Center de Pueblo Libre y Surquillo, entre otras.

Durante los últimos cinco años se ha producido un importante incremento en el número de playas administradas (50 a diciembre 2006 versus 14 a diciembre 2002) y de estacionamientos totales (9,276 versus 3,195). Ello se explica por la estrategia utilizada por la Compañía de apertura de nuevas playas de estacionamiento, en particular de las denominadas “microplayas”, las cuales requieren un bajo nivel de inversión.



Resultados

Durante el 2006, Los Portales registró un nivel de ingresos ligeramente superior a los registrados en el 2005. Así, los ingresos operativos de sus tres divisiones ascendieron a S/. 42.8 millones (S/. 42.1 millones a diciembre 2005).



En el 2006 las ventas del negocio inmobiliario ascendieron a S/. 9.1 millones (S/. 9.2 millones en el 2005). Cabe señalar que la evaluación financiera de Los Portales S.A. se realiza sobre la base de cifras individuales, lo que implica que aquellas ventas del negocio inmobiliario que se realizaron a través de subsidiarias y/o asociadas, no se registraron. La decisión de la Empresa de realizar algunos proyectos inmobiliarios a través de subsidiarias y/o asociadas se debe principalmente a un tema financiero y de garantías.

A diciembre 2006, el margen bruto del negocio inmobiliario de los Portales S.A. fue de 81.9% (31.4% en el 2005 y 37.5% en el 2004). Esta importante variación se debió principalmente a los reembolsos recibidos de Luz del Sur y Sedapal. Cabe mencionar que cuando la Compañía entrega las obras de servicios públicos correspondientes a lotes de terreno que ha habilitado, las empresas de servicios públicos le devuelven parte del costo de la obra, lo cual tiene impacto en el costo de ventas de los lotes vendidos. Sin embargo, para el 2007 no se esperan reembolsos tan significativos, por lo que el margen debería ser similar al registrado en años anteriores.

Por su parte, el negocio de estacionamientos registró ventas por S/. 15.4 millones (S/. 12.6 millones en el 2005). Dicho crecimiento se debió a la incorporación de nuevas playas de estacionamiento. Asimismo, el margen bruto de esta división fue de 40.4%, inferior al 42.7% registrado en el 2005. Esta disminución se debió a la incorporación de nuevas playas bajo la modalidad de administración, las cuales registran un margen menor.

Finalmente, en el negocio de hoteles, las ventas ascendieron a S/. 18.2 millones (S/. 20.3 millones en el 2005). Los menores ingresos se debieron a la disminución de las ventas de alimentos y bebidas, debido, entre otros, a que se realizaron menores eventos. No obstante, los mayores ingresos por habitaciones permitieron mitigar parcialmente esta disminución.

Así, el margen bruto de la división hoteles ascendió a 65.8% (64.0% en el 2005). La mejora en el margen se debió principalmente al incremento de la tarifa promedio de las habitaciones.

S/. Miles	2003	2004	2005	2006
INMOBILIARIO				
Ventas	29,296	22,500	9,209	9,092
Margen Bruto	25.6%	37.5%	31.4%	81.9%
ESTACIONAMIENTOS				
Ventas	9,342	9,849	12,574	15,445
Margen Bruto	52.6%	41.3%	42.7%	40.4%
HOTELES				
Ventas	15,853	16,879	20,346	18,216
Margen Bruto	60.5%	61.5%	64.0%	65.8%

Fuente: Los Portales

De esta manera, el margen bruto de la Compañía pasó, de 50.5% en el 2005, a 60.1% en el 2006. Dicho incremento fue impulsado principalmente por el aumento del margen bruto de la división inmobiliaria, explicado anteriormente.

Por su parte, durante el 2006, los gastos operativos de Los Portales S.A. ascendieron a S/. 19.9 millones (S/. 18.8 millones en el 2005). Como proporción de las ventas, los gastos operativos representaron el 46.5% (44.6% en el 2005). El incremento se debió especialmente al aumento de los gastos de personal y de servicios prestados por terceros.

Así, a diciembre 2006, la Compañía generó un EBITDA ascendente a S/. 10.2 millones, siendo superior al registrado en el 2005 (S/. 6.2 millones).

De otro lado, los gastos financieros del 2006 ascendieron a S/. 9.9 millones, siendo mayores a los registrados en el 2005 (S/. 8.9 millones). Estos gastos se encontraban compuestos principalmente por los intereses de los préstamos con diversas instituciones financieras, que devengan tasas entre 3.0 y 16.0%, y por los intereses de la Segunda Emisión de los Bonos Corporativos que devengan una tasa efectiva anual de 10.5% (antes: Libor + 7%). Los menores intereses incurridos se deben a la disminución de la deuda financiera.

Igualmente, a diciembre 2006, la cobertura de los gastos financieros (EBITDA / Gastos Financieros) ascendió a 1.0x (0.7x en el 2005). Sin embargo, cabe resaltar que los ingresos financieros son parte del giro del negocio, por lo que si son considerados dentro del EBITDA, la cobertura de gastos financieros sube a 1.3x (1.4x a diciembre 2005).

Cabe señalar que a diciembre 2006, los ingresos financieros ascendieron a S/. 2.3 millones (S/. 6.4 millones a diciembre 2005). Estos ingresos corresponden al rendimiento sobre las letras por cobrar que mantiene la Empresa como resultado de sus ventas a plazos. Así, la disminución de dichos ingresos se debió a la reducción de las cuentas por cobrar a largo plazo.

De otro lado, es importante mencionar que en el ejercicio 2006, Los Portales S.A. registró S/. 5.3 millones de apreciación de inversiones, producto de los resultados positivos obtenidos por tres subsidiarias.

Igualmente, en el 2006, la Empresa registró otros ingresos netos por S/. 1.9 millones, los cuales se generaron, entre otros, por la venta de las acciones de Compañía Minera Caudalosa S.A.

Asimismo, en el 2006, la Compañía registró una diferencia en cambio neta positiva de S/. 4.1 millones, mientras que en el 2005 fue negativa (- S/. 2.0 millones).

Por lo anterior, al cierre del 2006 Los Portales S.A. registró una utilidad neta ascendente a S/. 8.1 millones, mientras que en el 2005 registró una pérdida neta de S/. 0.5 millones. Así, la Empresa registró un ROE de 14.2% y un ROA de 4.1% (-1.0% y -0.3%, respectivamente, en el 2005).

▪ Estructura de Capital

A diciembre 2006, los activos totales de la Empresa ascendieron a S/. 194.4 millones, inferiores en 2.0% a los registrados a diciembre 2005. La disminución se debió principalmente a un menor nivel de cuentas por cobrar comerciales y de existencias (locales comerciales, lotes, proyectos en ejecución, etc.).

Por su parte, los pasivos disminuyeron, de S/. 146.4 millones a diciembre 2005, a S/. 137.5 millones a diciembre 2006, debido principalmente al menor nivel de deuda financiera registrado y al menor saldo de cuentas por pagar comerciales.

Cabe mencionar que las cuentas por pagar comerciales a largo plazo corresponden a facturas y letras con proveedores correspondientes al negocio inmobiliario y que, debido al menor nivel de actividad, se han visto reducidas.

Al cierre del 2006, la deuda financiera ascendió a S/. 97.9 millones (S/. 108.0 millones a fines del 2005). Esta deuda está denominada básicamente en dólares americanos por lo que la apreciación del nuevo sol contribuyó a su disminución en términos de nuevos soles.

Cabe señalar que en términos de plazo, la deuda financiera de corto plazo (incluyendo la parte corriente de la deuda a largo plazo) representó el 27.6% del total, porcentaje mayor al registrado a diciembre 2005 (15.7%). Por su parte, la deuda de largo plazo representó 72.4% de dichas obligaciones.

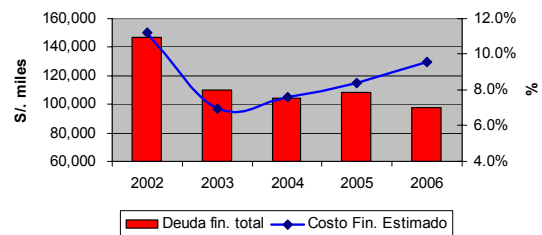
Por su parte, los dos principales acreedores (Banco de Crédito y Scotiabank) representaron el 55.8% del total de la deuda financiera, mientras que los bonos corporativos que la Empresa mantiene en circulación representaron el 16.8%. El resto de la deuda financiera correspondía a obligaciones con bancos locales, extranjeros y otras acreencias. Actualmente Los Portales S.A. se encuentra negociando con el Scotiabank la reestructuración de su deuda. La Compañía espera alcanzar un acuerdo durante el

presente año que se solvente en su real capacidad de pago.

El costo financiero promedio estimado de la deuda de la Empresa fue de 9.6%, superior al 8.4% registrado en similar periodo del año anterior.

Es importante mencionar que la Empresa suscribió en años anteriores, contratos de fideicomiso con sus acreedores bancarios. Ello le permitió tener acceso a los financiamientos bancarios y al mismo tiempo reducir su costo financiero. Sin embargo, a partir del 2003, dicho costo se ha venido incrementando como consecuencia, entre otros factores, de las mayores tasas que han venido registrándose en el mercado.

Deuda Financiera y Costo Fin. Estimado



De acuerdo a lo mencionado anteriormente, en agosto 2006, la Asamblea de Bonistas de Los Portales Segunda Emisión acordó la reestructuración de la Serie A, con el objeto de garantizar a los bonistas la cancelación de la deuda, y no limitar el crecimiento de la Empresa. Por lo anterior, se acordó, entre otros, pagar una tasa efectiva anual fija de 10.5% y se amplió el plazo del repago del bono hasta el 2012. Adicionalmente, se incluyó como garantía el *fee* de gerenciamiento que su subsidiaria, Los Portales Estacionamientos S.A., cobra por la operación del estacionamiento del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez.

El cronograma de pagos se realizará a través de cupones fijos trimestrales (capital e intereses) y las cuotas se incrementarán gradualmente cada año. Dicho cronograma se inició en octubre 2006 y terminará en abril 2012. A continuación se muestra un resumen del cronograma de pagos:

Año	Saldo Inicial	Cuota	Intereses	Amort.	Saldo Final
2,006	5,229,342	307,678	137,270	170,408	5,058,934
2,007	5,058,934	1,080,000	509,198	570,802	4,488,132
2,008	4,488,132	1,160,000	443,657	716,343	3,771,789
2,009	3,771,789	1,240,000	362,221	877,779	2,894,010
2,010	2,894,010	1,320,000	263,156	1,056,844	1,837,167
2,011	1,837,167	1,400,000	144,536	1,255,464	581,703
2,012	581,703	603,455	21,753	581,703	-

Cabe señalar que en el año 2006 la Empresa destinó, adicionalmente a lo señalado en el cuadro anterior, US\$0.74 millones (US\$0.27 millones de capital y

US\$0.47 millones de intereses) al pago de las obligaciones de la Segunda Emisión - Serie A.

Por su parte, el ratio Deuda Financiera / EBITDA ascendió a 9.6x, lo que significa que la Empresa pagaría su deuda en aproximadamente 10 años si pudiese disponer completamente del EBITDA generado, lo cual es considerado elevado. De igual forma, si añadimos los ingresos financieros al EBITDA, este indicador se reduce a 7.9x.

En cuanto al patrimonio, éste se incrementó, de S/. 51.9 millones a diciembre 2005, a S/. 56.9 millones a diciembre 2006, debido principalmente a la utilidad neta registrada en el ejercicio 2006 (S/. 8.1 millones). Cabe señalar que dicha utilidad permitió compensar diversos ajustes registrados con cargo a resultados acumulados por S/. 4.2 millones.

De otro lado, el endeudamiento contable al cierre del 2006 fue de 2.4x (2.8x a fines del 2005). Cabe recordar que a diciembre 2002, el endeudamiento contable era de 5.6x y que desde esa fecha este indicador ha venido disminuyendo.

A diciembre 2006, el capital de la Empresa estaba representado por 82'259,003 acciones comunes, de las cuales, 67'390,540 son de Clase A y 14'868,463 acciones son de Clase B. Las acciones Clase B son de propiedad de CICAPESA, lo que representa el 18.08% del accionariado total. El accionista mayoritario, LP Holding S.A., mantiene el 77.60% del accionariado.

■ Características de los Instrumentos

Con la finalidad de financiar la inversión inmobiliaria en playas de estacionamiento, Los Portales S.A. realizó dos emisiones de bonos corporativos. A la fecha se encuentra vigente la Segunda Emisión, la cual se realizó en dos Series. La Serie A y la Serie B, subordinada a la primera.

A diciembre 2006, el saldo de capital de la Segunda Emisión - Serie A ascendió a US\$5.2 millones.

La Segunda Emisión fue realizada originalmente por US\$5 millones y se colocó en setiembre de 1999. En la Segunda Emisión, los bonos fueron colocados a una tasa de interés nominal anual de 12.875%. Sin embargo, en Asamblea de Obligacionistas de setiembre del 2002, se acordó que la tasa de interés anual sea modificada a 13.62% nominal desde el segundo trimestre del 2001 hasta el tercer trimestre del 2002 y a Libor 90 días + 7%, a partir del cuarto trimestre del 2002.

En Asamblea de Obligacionistas del 20 y 30 de setiembre del 2002, se acordó cambiar al fiduciario de ese momento (BCP) por la empresa La Fiduciaria S.A.

Por otro lado, en setiembre del 2000, se estableció que los bonos corporativos queden garantizados con el patrimonio del emisor y un fideicomiso de administración sobre los derechos de cobro y flujo de dinero que generen las playas de estacionamiento que opera la Compañía. Adicionalmente, los bonos están garantizados con los derechos de uso y explotación de la Empresa sobre las playas Andrés Avelino Cáceres y Dionisio Derteano.

Igualmente, en Asamblea de Obligacionistas de la Segunda Emisión de Bonos Los Portales de julio y octubre del 2001, se acordó diferenciar, dentro de la Segunda Emisión, dos series de bonos (A y B), por montos de US\$4.5 y 0.5 millones, respectivamente. La Serie B quedó subordinada a la Serie A, de manera que los pagos a la Serie B se harán únicamente cuando la Serie A haya sido pagada totalmente.

Asimismo, en Asamblea de Obligacionistas de la Segunda Emisión celebrada en agosto del 2006, se aprobaron, entre otras, las siguientes modificaciones para la Serie A:

1. Un cronograma de pagos con vencimientos trimestrales hasta abril del 2012 (antes abril del 2011). Se establece un cupón fijo (capital e intereses), que se incrementará anualmente.
2. Tasa de interés efectiva anual fija de 10.5% (antes: Libor + 7%).
3. Incorporación, como garantía adicional, del *fee* de gerenciamiento que su subsidiaria, Los Portales Estacionamientos S.A., cobra por la operación del estacionamiento del Aeropuerto Jorge Chávez.
4. Modificación del contrato de fideicomiso, privilegiando el pago a los bonistas por encima del resto de gastos operativos de las playas de estacionamiento.
5. Inclusión de un *covenant* que establece que en la cuenta recolectora del Fideicomiso el ratio de ingresos sobre servicio de la deuda deberá ser no menor a 3.5x, lo que será aplicable a partir de enero 2007.

6. Establecer un cronograma de retenciones semanales, que permita acumular los fondos necesarios para atender el servicio de la deuda.
7. Liberar los flujos excedentes de libre disposición (después de haber atendido el servicio de esta deuda) para gastos operativos, inversión y otros que el Emisor considere necesario.

Asimismo, en agosto 2006 la Asamblea de Obligacionistas de la Segunda Emisión aprobó la solicitud de cancelación de la Serie B, en virtud al Convenio de Novación de dicha obligación, por capitalización o condonación, que será celebrado entre los Portales S.A. y el titular de la Serie B. Actualmente se encuentra pendiente de firma dicho convenio.

Resumen Financiero - Los Portales S.A.

(Cifra en miles de soles*)

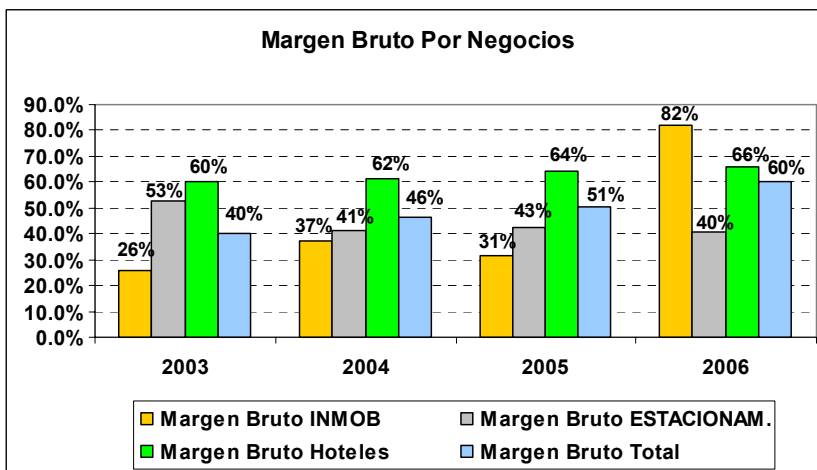
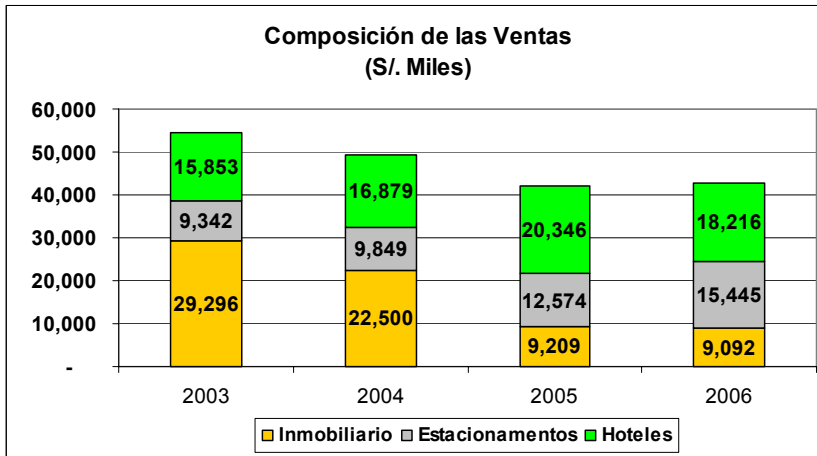
Estadísticas crediticias	Dic-06	Dic-05	Dic-04	Dic-03	Dic-02
EBITDA / Gastos Finan.	1.03	0.70	1.14	0.91	0.50
(EBITDA - Capex) / Gtos. Financieros	0.72	0.55	0.85	0.88	0.37
(EBITDA + Ing. Finan.+ Div.) / Gastos Fin.	1.26	1.42	1.70	0.98	0.76
(EBITDA + Ing. Finac.+ Divid. - Capex) / Gtos. Fin.	0.96	1.27	1.40	0.94	0.63
Deuda Total / EBITDA	9.64	17.31	11.17	13.55	16.15
Deuda Total / EBITDA + IF	7.87	8.54	7.51	12.65	10.50
Deuda Neta / EBITDA	9.44	17.08	11.02	13.47	15.57
Deuda Total / Capitalización	63.3%	67.5%	65.8%	71.5%	78.9%
Rentabilidad					
Ingresos	42,753	42,129	49,228	54,498	67,580
Crecimiento de Ingresos	1.5%	-14.4%	-9.7%	-19.4%	-12.4%
EBITDA	10,156	6,237	9,356	8,145	9,083
Margen EBITDA	23.8%	14.8%	19.0%	14.9%	13.4%
D&A	4,346	3,717	3,697	3,904	5,353
EBIT	5,810	2,520	5,659	4,241	3,730
Gastos financieros	(9,883)	(8,932)	(8,188)	(8,922)	(18,313)
Ingresos financieros + Dividendos	2,292	6,404	4,573	581	4,889
Utilidad Neta	8,051	(515)	12,658	680	(11,395)
ROE	14.2%	-1.0%	23.3%	1.5%	-29.0%
ROA	4.1%	-0.3%	5.4%	0.3%	-4.4%
Costo de Financiamiento Estimado**	9.6%	8.4%	7.6%	6.9%	11.2%
Flujo de Caja					
Flujo de Caja Operativo	4,838	5,714	6,329	1,691	(12,278)
Variación del Capital de Trabajo	(393)	829	(11,405)	(10,139)	12,442
Flujo de Caja Operativo Neto	4,445	6,543	(5,076)	(8,448)	164
Inversión en Activos Fijos	(1,924)	(1,064)	(2,272)	(323)	(2,252)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	1,937
Otras Inversiones, Neto	1,439	(218)	(163)	-	(2,103)
Variación Neta de Deuda	(10,223)	(5,219)	(1,917)	(263)	2,676
Variación Neta de Capital	-	-	-	-	-
Pago de Dividendos	-	-	-	-	-
Otros Financiamientos, Neto	6,865	-	-	-	-
Variación Neta de Caja y Valores Liquidos	602	42	(9,428)	(9,034)	422
Flujo de Caja Disponible†	(2,044)	(2,930)	(12,509)	(11,239)	960
Estructura de capital					
Caja y equivalentes	27.6%	15.7%			
Caja y equivalentes	2,071	1,469	1,427	636	5,292
Deuda financiera de corto plazo	27,014	16,960	17,065	5,162	7,465
Deuda financiera de largo plazo	70,918	91,023	87,479	105,205	139,234
Deuda financiera total	97,932	107,983	104,544	110,367	146,699
Total Pasivo	137,516	146,381	178,068	185,709	218,370
Patrimonio	56,879	51,886	54,380	43,981	39,240
Capitalización‡	154,811	159,869	158,924	154,348	185,939
Pasivo total / Patrimonio	2.42	2.82	3.27	4.22	5.56
Liquidez					
Deuda Corto Plazo/Deuda Fianciera Total	27.6%	15.7%	16.3%	4.7%	5.1%
Caja e Inversiones Corrientes/Deuda Corto Plazo(X)	7.7%	8.7%	8.4%	12.3%	70.9%
EBITDA/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros)(X)	0.28	0.24	0.37	0.58	0.35

* Cifras hasta el 2004, ajustadas al 31/12/2004. Cifras del 2005 en adelante, expresadas en soles históricos.

**Costo de Financiamiento Estimado = Intereses Pagados / Deuda Financiera Total Promedio.

†Flujo de Caja Disponible=EBITDA-Intereses Pagados-Variación en Capital de Trabajo-Capex

‡Capitalización = Deuda Financiera Total + Patrimonio (Incl. Participación Minoritaria)



ANTECEDENTES

Emisor:	Los Portales S.A.
Domicilio legal:	José Granda 167 - San Isidro
RUC:	20301837896
Teléfono:	(511) 211 4466
Fax:	(511) 442 9196

RELACIÓN DE DIRECTORES

Juan F. Raffo Novelli	Presidente - Grupo Raffo
Ernesto Raffo Paine	Director - Grupo Raffo
Ernesto Fernandini Raffo	Director - Grupo Raffo
Eduardo Ibarra Diaz Ufano	Director - Independiente
Bernardo Quintana Isaac	Director - Grupo ICA
Sergio Montaña León	Director - Grupo ICA

COMITÉ EJECUTIVO

Juan F. Raffo Novelli	Titular - Grupo Raffo
Ernesto Raffo Paine	Titular - Grupo Raffo
Sergio Montaña León	Titular - Grupo ICA
Ernesto Fernandini Raffo	Suplente - Grupo Raffo
Alejandro Vargas Reyes	Suplente - Grupo ICA

RELACIÓN DE EJECUTIVOS

Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Rafael Salas Guerrero	Gerente de Finanzas
Luis Gómez Corthorn	Gerente de Negocios Hoteleros
Raúl Salcedo Pachas	Gerente de Administración y Contabilidad
Wilfredo de Souza Ferreyra	Gerente de Negocios Inmobiliarios
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Negocios de Estacionamiento

RELACIÓN DE ACCIONISTAS

L.P. Holding S.A.	77.60 %
CICAPESA	18.08 %
Otros accionistas	4.32 %

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución CONASEV N° 074-98-EF/94.10, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los instrumentos de la empresa **Los Portales S.A.**:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Serie A	Categoría BB+ (pe)
Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Serie B	Categoría B (pe)

Definiciones

CATEGORÍA BB (pe): Corresponde a una incierta capacidad de pago de sus compromisos financieros y presenta desarrollo de ciertos riesgos crediticios. Sin embargo, alternativas financieras o de negocios pueden permitir que los compromisos financieros se cumplan. Esta categoría es considerada como especulativa y no constituye grado de inversión.

CATEGORÍA B (pe): Implica la presencia de un riesgo crediticio significativo, pero persiste alguna probabilidad limitada de pago de sus compromisos financieros. Actualmente estos compromisos están siendo cumplidos, sin embargo, la probabilidad de que esta situación se mantenga depende de un entorno económico y de negocios favorables. Esta categoría es considerada como altamente especulativa y no constituye grado de inversión.

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

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

* *La clasificación que se otorga al presente valor no implica recomendación para comprarlo, venderlo o mantenerlo.*