

## FUNDAMENTO DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

Sesión de Comité N° 16/2010: 31 de mayo del 2010

Analista: Grace Reyna Che

Información financiera consolidada auditada al 31 de diciembre de 2009

greyna@classrating.com

Los Portales y Subsidiarias S.A. ("LPSA") es una compañía que realiza sus actividades a través de tres líneas principales de negocio: inmobiliaria, estacionamientos y hoteles. Recientemente ha incursionado en los negocios de telemarketing y alquileres de locales comerciales, que complementan las mencionadas líneas principales. Mantiene desde el 2007, un contrato con el Hotel Country Club Lima inicialmente de arrendamiento, y luego de usufructo hasta el año 2029 tanto de las instalaciones como de la marca, la cual junto a la marca "Los Portales" han logrado un importante posicionamiento en el mercado nacional. Los principales accionistas de LPSA son el Grupo Raffo (a través de la empresa LP Holding S.A.) y la Constructora ICA S.A. de C.V. (ICA), considerada la empresa constructora más grande de México, la cual recientemente ha adquirido mayor participación en la sociedad (50%).

### Clasificaciones Vigentes

Solvencia	BB
Acciones Comunes	2da. Categoría
Bonos Corporativos – Segunda Emisión (Serie A)	BB+
Bonos Corporativos – Segunda Emisión (Serie B)	BB
Perspectivas	Positivas

### FUNDAMENTACION

Las categorías de clasificación de riesgo asignadas a Los Portales y Subsidiarias S.A., han sido otorgadas tomando en cuenta factores como:

- El respaldo de sus accionistas, fortalecido relativamente por el aumento en la participación de ICA en el accionariado.
- La experiencia de su plana gerencial en los diversos sectores en que participa.
- Posición de mercado en los diversos negocios donde opera.
- La fortaleza de su marca propia (Los Portales), así como de la obtenida bajo contrato de usufructo (Hotel Country Club).
- La diversificación de sus unidades de negocio.
- La incursión en nuevas plazas (Chiclayo) y en nuevos formatos de negocio (power center).
- El cumplimiento del resguardo ("covenant") asociado a la amortización de los bonos serie "A", fijado en un mínimo de 3.5 veces.
- La atomización de sus fuentes de fondeo.

La categoría de riesgo asignada también ha tomado en consideración, la creciente competencia en los sectores en que participa, la menor afluencia de turistas producto de la crisis financiera internacional, y el discreto desempeño de indicadores de relevancia como el de liquidez, cobertura de deuda, eficiencia operativa, así como el correspondiente a la gestión de cobranzas.

Las operaciones de la empresa se realizan a través de: (i) La División Inmobiliaria, enfocada en la habilitación urbana de terrenos y en la construcción de viviendas multifamiliares para los sectores socioeconómicos C y D, que en la mayoría

de los casos, es realizado a través de empresas subsidiarias; (ii) La División Hoteles, que opera actualmente el Country Club Lima Hotel y los hoteles Portales Piura, Portales Tarma y Portales Chiclayo, éste último desde el mes de abril del 2010; (iii) La División de Playas de Estacionamiento, que es propietaria y/o operadora de 85 playas de estacionamiento en la ciudad de Lima, entre las que destaca la del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez (operada a través de una subsidiaria), el estacionamiento subterráneo del Ovalo Gutiérrez y de Larcomar, así como diversas "microplayas" ubicadas en zonas de alta densidad de oficinas y de locales comerciales.

#### Indicadores Financieros

En miles de nuevos soles de diciembre del 2009

	2007	2008	2009
Total Activos	252,861	297,411	359,436
Deudores CP y LP	72,575	117,918	136,770
Existencias en Inm. y ETR.	63,209	31,824	39,895
Total Pasivos	178,813	226,524	264,072
Patrimonio	74,048	70,886	95,364
Ventas Netas	130,511	169,020	174,951
Resultado Operacional	20,455	27,543	15,505
Gastos Financieros Netos	-18,861	-21,010	-21,213
Utilidad neta	9,895	5,420	13,736
Res. Operacional / Ventas	15.7%	16.3%	8.9%
Utilidad / Ventas	7.6%	3.2%	7.9%
Rentabilidad patrimonial	14.3%	7.5%	16.5%
Rentabilidad / Activos	3.9%	1.8%	3.8%
Liquidez corriente	1.61	1.00	0.78
Liquidez ácida	0.62	0.60	0.49
Deuda / Patrimonio	2.41	3.20	2.77
% Deuda a corto plazo	36.8%	37.6%	59.4%
Índice de Cobertura Histórico	1.38	2.19	1.91
Ingresos Div. Inmobiliaria	51.6%	60.4%	58.2%
Ingresos Div. Estacionam.	26.5%	21.3%	24.7%
Ingresos Div. Hoteles	21.9%	18.3%	17.1%

\*Para el análisis, las cifras han sido ajustadas a soles constantes de diciembre del 2009

La empresa inició en el 2009 un proceso de fusión por absorción, en donde Los Portales S.A. absorbe la integridad de los activos y pasivos de las subsidiarias: Los Portales Negocios Inmobiliarios S.A.C., Promotora Huampaní y Promotora El Golf, de manera de mejorar la gestión de LPSA, a través de un proceso sinérgico. En concordancia con lo anterior, en el 2010 se está continuando este proceso, en donde LPSA absorberá vía fusión a Constructora Los Portales S.A., Inversiones en Estacionamientos S.A. (IESA) e Inversiones en Inmuebles S.A. (INISA), de manera que a partir del 02.06.2010, LPSA contará con Consorcio Los Portales S.A., Los Portales Estacionamientos S.A.C. e Inversiones Nueva Etapa S.A., como sus subsidiarias. Respecto a la reestructuración financiera, la empresa continúa con la renegociación de las condiciones de sus deudas con sus principales acreedores, referidas a plazos, costo financiero y garantías otorgadas. Ello ha permitido la reestructuración de la deuda en el 2006, correspondiente a los Bonos Corporativos – Segunda Emisión, la cual incluyó la reducción de la tasa de interés y su conversión en una tasa fija (antes estaba ligada a la tasa Libor), la ampliación del plazo de pago hasta abril del 2012, y la redefinición del esquema de amortizaciones, a fin de que éste se adecue mejor a los flujos de la empresa y al cambio de las características del fideicomiso de administración de las playas de estacionamiento. El 30.12.2008, LPSA firmó con el Scotiabank un acuerdo de suscripción por US\$ 16.5 millones, en mejores condiciones de tasa y de plazo, con el fin de liquidar los pasivos adquiridos con ellos desde 1999.

Esto ha permitido contraer nuevas obligaciones, las cuales han generado que los pasivos totales pasen de S/. 226.5 millones (al 31.12.2008) a S/. 264.1 millones, los cuales son respaldado por un patrimonio ascendente a S/. 95.4 millones (S/. 70.9 millones al cierre del 2008), por lo que el nivel de apalancamiento, que a diciembre de 2008 se ubicó en 3.20 veces, se ha reducido a diciembre del 2009, a 2.77 veces.

#### **PERSPECTIVAS**

Durante el periodo bajo análisis, se han observado avances en la reestructuración operativa y financiera realizada en la empresa, determinando que los resultados financieros se mantengan estables respecto a periodos anteriores. Los resultados deficientes en los indicadores operativos pueden exigir mayor financiamiento para capital de trabajo, pudiendo impactar en el índice de cobertura de deuda, el cual se mantiene ajustado, ya que pasado el efecto favorable de la reestructuración de los Bonos Corporativos y los mejores términos de las condiciones de sus pasivos, la empresa ha adquirido nuevas obligaciones. Las perspectivas de negocio de sus tres divisiones son atractivas, apoyadas en su experiencia de negocio, en las perspectivas de crecimiento de la economía nacional, en la diversificación de los negocios y en el posicionamiento de su marca, lo que permite proyectar una mejor posición para Los Portales y sus subsidiarias en el mediano plazo.

## 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 de CILPSA acordó la fusión por absorción con su subsidiaria Los Portales Consortio 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 Consortio Inmobiliario Los Portales S.A. a Los Portales S.A. ("LPSA"), nombre con el cual opera actualmente.

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.

### a. Propiedad

A partir del 29.04.2010, los principales accionistas de LPSA son el Grupo Raffo (a través de la empresa LP Holding S.A.) y el Grupo ICA, luego de la transferencia a ésta última de 21'988,050 acciones pertenecientes al Grupo Raffo. En contraprestación, LPSA recibió US\$ 0.50027174 por acción.

<b>Accionistas</b>	<b>%</b>
Constructoras ICA S.A. de C.V.	49.98
LP Holding S.A.	47.81
Otros	2.21
<b>Total</b>	<b>100.00</b>

De acuerdo a las modificaciones realizadas a los Estatutos de la empresa, se eliminan las acciones clase A y clase B, siendo éstas representadas por una única clase de acciones comunes. Las acciones Clase A, representaban tanto a la empresa LP Holding S.A., como a otras empresas del Grupo Raffo, así como a participaciones individuales de miembros del grupo familiar Raffo Novelli.

El Grupo Raffo cuenta con más de treinta años de experiencia en el sector inmobiliario peruano, participando asimismo, en el sector minería (Cía. Minera La Caudalosa), luego de su desvinculación, en octubre del 2008, de la empresa Textil San Cristóbal S.A.

El Grupo ICA, anteriormente representado por las acciones Clase B de LPSA, cuenta con 63 años de experiencia en la ejecución de proyectos especializados en ingeniería,

construcción, concesiones e infraestructura, actividades que desarrolla prioritariamente en México y en menor medida en Latinoamérica y Europa. Debido a la diversificación de sus negocios, a la conducción de la Gerencia y a la solidez de la institución, el Grupo ICA ha continuado con la trayectoria de crecimiento planteada, pese a la crisis financiera, que ha afectado diversos mercados. Al 31.03.2010, el Grupo ICA consolidó activos totales por US\$ 5.3 mil millones, los cuales están respaldados por un patrimonio consolidado de US\$ 1.6 mil millones, y que generaron ingresos totales, en el año por US\$ 563 millones (US\$ 551 millones, cifras corrientes a marzo de 2009).

### b. Empresas Subsidiarias

Con la finalidad de afrontar el escenario económico actual, producto de la recesión mundial, LPSA en asesoría con una consultora especializada, determinó la necesidad de establecer una sinergia entre LPSA y sus subsidiarias, para mejorar la capacidad de deuda, así como optimizar los indicadores de eficiencia y de gestión de la empresa, ante una reducción significativa de los costos administrativos y tributarios que se generaban en exceso, cada vez que se realizaba un contrato de servicios con Los Portales S.A. Por tanto, en JGA del 31 de agosto de 2009, se dejó sin efecto el proceso de reorganización simple de la sociedad, y se aprobó el proceso de fusión por absorción por parte de LPSA, con los activos y pasivos de LP Negocios Inmobiliarios SAC, Promotora Huampaní SAC y Promotora Golf II SAC, las cuales están extintas desde el 31 de octubre del 2009. Estas se dedicaban a la ejecución de proyectos de habilitación urbana, así como a las inversiones, promoción, comercialización y desarrollo inmobiliario, promoción de viviendas uni y multifamiliares, a la prestación de servicios turísticos, hoteleros y de hospedaje, así como servicios de telemarketing, publicidad telefónica ya sea propia o para terceros.

Desde el 01.11.2009 las actividades operativas de LPSA, principalmente las de la División Inmobiliaria, se realizan a través de diversas empresas subsidiarias que conforman el Grupo Económico:

- (i) **Constructora Los Portales S.A.**, subsidiaria al 99.98% de LPSA (a ser absorbida a partir de junio de 2010), dedicada al desarrollo de todo tipo de negocios inmobiliarios, de construcción, de compra y venta de bienes muebles e inmuebles, de administración y asesoría gerencial. La actividad principal es el desarrollo y ejecución del proyecto de habilitación urbana Mirasol de Huampaní, ubicado en San Juan de Lurigancho – Chosica, el cual consta de 5 etapas, con aproximadamente 1,200 lotes de terreno para vivienda.

Este proyecto se desarrolla mediante un contrato de Fideicomiso de Administración y Garantía celebrado con La Fiduciaria.

- (ii) **Consortio Los Portales S.A.**, subsidiaria al 99.98% de LPSA, 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. Su actividad principal fue el desarrollo del proyecto Viviendas Multifamiliares El Bosque de la Campiña (Chorrillos).
- (iii) **Inversiones Nueva Etapa S.A.C.**, subsidiaria al 99.98% de LPSA, dedicada a toda clase de inversiones y negocios inmobiliarios, de habilitación urbana, de denuncios 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", donde se encuentran el proyecto Los Viñedos (Chincha) y Sol de Ica (Ica), así como el proyecto de habilitación urbana Sol de Ica.
- (iv) **Los Portales Estacionamiento S.A.C.**, subsidiaria al 99.98% de LPSA, encargada de inversiones y negocios de promoción y desarrollo de playas de estacionamiento del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez y del Ovalo Gutiérrez. Brinda a IESA (Inversiones de Estacionamiento S.A.) servicios de administración y ventas de los estacionamientos del CC. Larcomar.

Al cierre del 2009, las cuatro subsidiarias contaron con un patrimonio total ascendente a S/. 15.9 millones. A partir del 02.06.2010, LPSA absorberá vía fusión a Constructora Los Portales S.A., IESA e INISA, éstas dos últimas, constituidas como empresas relacionadas y operadas bajo la gestión de Los Portales S.A., como parte de su estrategia de crecimiento, las mismas que contribuyen al posicionamiento de la marca Los Portales y a la consolidación de las operaciones en los negocios del rubro.

- (i) **Inversiones de Estacionamientos S.A. (IESA)**, constituida en el 2007, dedicada a la promoción y desarrollo de playas de estacionamiento. Es propietaria de 19.8% de las acciones de Inversiones Real Once y la Asociación Real Once.
- (ii) **Inversiones en Inmuebles S.A. (INISA)**, constituida en el 2008, dedicada a toda clase de inversiones, promoción y desarrollo de negocios inmobiliarios, habilitación urbana, desarrollo y promoción de viviendas unifamiliares y multifamiliares. La propiedad y

porcentaje del accionariado es la misma que en IESA y cuenta con 384.1 mil m<sup>2</sup> en el distrito de Carabaylo, y 625.8 mil m<sup>2</sup> en el departamento de Piura, sobre la cual se desarrollan proyectos de habilitación urbana.

Al 31.12.2009, el capital social de las empresas absorbidas suman en conjunto S/. 36.4 millones.

#### c. Estructura administrativa

En las últimas modificaciones a los Estatutos de LPSA, se determinó:

- (i) La eliminación de las clases de acciones A y B, representadas hoy por una única clase de acciones.
- (ii) El Directorio estará compuesta de ocho miembros titulares, y contará con entre dos y cuatro miembros suplentes.
- (iii) El Comité Ejecutivo estará compuesto por cuatro miembros titulares y cuatro miembros suplentes.

El Grupo Raffo y el Grupo ICA tienen por igual, cuatro representantes en el Directorio, compartiendo de esta manera, la dirección de la empresa.

Cada una de las divisiones de LPSA es operativamente independiente de las otras, pero apoyadas por una estructura matricial que centraliza las áreas de Finanzas, Contabilidad, Planeamiento, Administración y Legal, lo que permite consolidar las sinergias que se presentan entre las 3 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 firmado contratos de fideicomiso sobre diversos inmuebles de su propiedad:

- (i) Cesión fiduciaria de los parcelas en las que se desarrollan los proyectos Sol de Huampaní I, II, III. Este fideicomiso garantiza el pago de la deuda contraída con el BCP y con JJC Contratistas Generales 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 adquirientes. 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 adquirientes).
- (ii) Contrato Marco de Fideicomiso de Titulización, suscrito en agosto del 2001, entre LPSA (originador), el Banco Wiese Sudameris (hoy Scotiabank) y Wiese Sudameris

Sociedad Tituladora (fiduciario), para desarrollar los proyectos de habilitación urbana y edificación de viviendas Terrazas, El Parque y Lomas de San Francisco, valorizados en US\$ 15.1 millones, así como los flujos generados a consecuencia de la venta de los terrenos habilitados y/o de las unidades inmobiliarias, a favor del Scotiabank. Se realizaron 2 emisiones: la Serie A por US\$ 10.2 millones y la Serie B por US\$ 4.9 millones. El 13 de febrero del 2009, Scotiabank ejerció la opción de compra otorgada, transfiriéndose el 100% de la titularidad de los valores del fideicomiso.

- (iii) Contrato de Fideicomiso por el proyecto “Mirasol de Huampaní”, el cual se ejecuta dentro del marco de un Fideicomiso de administración y garantía. La administración de los flujos del proyecto es realizado por la Fiduciaria S.A., en tanto que la garantía está representado por el patrimonio fideicometido, que cuenta con una línea otorgada por el BCP de hasta US\$ 5.7 millones, para el desarrollo del proyecto.
- (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) Contrato de usufructo del Hotel Los Portales Chiclayo, suscrito en octubre del 2009 entre la empresa y Naymlap Inn S.A.C., donde ésta última entrega en usufructo un inmueble ubicado en Chiclayo (La Libertad), sobre el cual operará el Hotel Los Portales de Chiclayo, por 20 años (hasta octubre del 2029).

Adicionalmente, LPSA cuenta con un contrato de arrendamiento financiero respecto del inmueble de la casa Granda, el cual a diciembre del 2009 ascendió a US\$ 368 mil y que se encuentra garantizado con un fideicomiso del Hotel Country.

El contrato de arrendamiento del Hotel Country suscrito en marzo de 1997, entre la Asociación Real Club de Lima y LPSA, 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. El 20.11.2009, se puso fin a un proceso de arbitraje iniciada en el 2008 entre las partes, respecto del periodo de vigencia del contrato de arrendamiento al 2030, así como los

derechos de la marca “Hotel Country Club de Lima”, a través de la suscripción de un contrato donde: (i) se sustituye el contrato de “arrendamiento”, por el de “usufructo” con vencimiento al 2029; y (ii) la ratificación de la explotación de la marca por parte de LPSA, hasta que se culmine el contrato de usufructo, luego del cual, pasará a manos de la Asociación Real Club.

Asimismo, existe cesión fiduciaria de los flujos de consumo y servicios realizados en el hotel Country Club Lima Hotel, y además de todos los bienes inmuebles que posibilitan la operación del Country Club Lima Hotel (suscrito en junio del 2003). Este fideicomiso garantiza la continuidad de la explotación y mantenimiento del negocio del Country Club Lima Hotel, así como de las deudas asumidas con el BCP, Interbank y Scotiabank.

Además, LPSA ha celebrado los siguientes contratos de concesión:

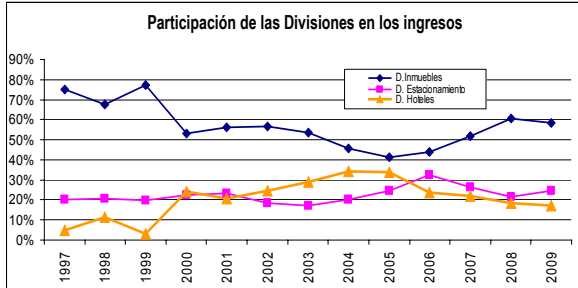
- (i) Con la Municipalidad de San Isidro por un plazo de 30 años, a partir de 1998, por la remodelación del Boulevard Dionisio Derteano en los que la empresa ha desarrollado estacionamientos subterráneos. Por esta concesión la Municipalidad tiene derecho a una retribución porcentual sobre los ingresos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

## 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 tres divisiones: Inmobiliaria, Hotelera, y Playas de Estacionamiento.

Durante los años 2000-2002 LPSA se enfrentó a una crisis en los sectores inmobiliario y hotelero, producto de la falta de crecimiento económico en dichos sectores, lo cual generó que a partir del ejercicio 2003, la estrategia operativa de LPSA se reestructurara, con el fin de dar mayor impulso al negocio hotelero y al negocio de playas de estacionamiento. Las operaciones en los negocios inmobiliarios, por su parte, se reenfocaron hacia el desarrollo de proyectos y a la habilitación urbana. Durante los años 2005 y 2006 se efectuaron esfuerzos en los procesos de consolidación y de reestructuración,

permitiendo que la participación entre las divisiones sea relativamente equitativa, para finalmente, mostrarse en el 2007 un nuevo repunte de la participación de la división inmobiliaria (51.6%), ante la inclusión de nuevos proyectos, tendencia que se mantiene a diciembre del 2009 (58.2%).



Como parte de la estrategia de crecimiento, LPSA viene implementando nuevas líneas de negocios. Entre ellas destacan Telemarketing (que brinda servicios a terceros y da soporte a otras divisiones de la empresa) y Renta Inmobiliaria (encargada de potenciar la división inmobiliaria y gestiona el negocio de alquileres de locales de propiedad de LPSA).

#### a. División Inmobiliaria

LPSA ha centrado sus negocios inmobiliarios en el desarrollo de proyectos de viviendas multifamiliares y de habilitación urbana de terrenos, ingresando paulatinamente hacia sectores socioeconómicos de nivel social inferior, de modo que hoy ofrece proyectos para clientes de niveles socioeconómicos B, así como clientes de niveles socioeconómicos C y D. Destinados hacia estos últimos sectores, LPSA ha desarrollado importantes conjuntos multifamiliares y casas bajo los programas gubernamentales MiVivienda y Techo Propio, tanto en Lima, como en provincias (Ica, Piura y La Libertad), logrando un crecimiento promedio anual de 32.6% durante los últimos cinco años. En el 2009, el Ministerio de Vivienda desembolsó 3,533 créditos MiVivienda (2,995 y 3,123 créditos desembolsados durante el año 2008 y el año 2007, respectivamente), así como 28,366 bonos familiares habitacionales a través del Programa Techo Propio (9,288 y 2,394 bonos en el año 2008 y en el año 2007, respectivamente), en donde se incluyen viviendas nuevas, construcciones de sitio y mejoramiento de viviendas.

En la gestión del gobierno actual (agosto 2006 - marzo 2010), el Fondo MiVivienda, mediante el Crédito MiVivienda invirtió S/. 871.2 millones (S/. 567.5 millones en el periodo Agosto 2006-Marzo 2009), de los cuales, la proporción de la inversión realizada en Lima, La Libertad, Piura e Ica ascendieron a 81.1%, 4.9%, 2.1% y 1.7%, respectivamente. En ese mismo periodo, se invirtió en el Programa Techo

Propio S/. 705.9 millones (S/. 362.7 millones en el periodo Agosto 2006-Marzo 2009), incremento sustentado debido al fuerte dinamismo mostrado a partir del segundo semestre del 2009. La proporción de la inversión hecha en Lima, La Libertad, Piura e Ica fueron de 20.6%, 19.8%, 6.6% y 29.3%, respectivamente.

El desempeño del PBI de la construcción (+8.87% a marzo de 2010) continúa impulsado en gran medida por el consumo interno de cemento (+13.3% a febrero de 2010), debido a la realización de obras tanto públicas, como privadas, que involucran proyectos de infraestructura para diversos sectores, así como los de conjuntos habitacionales y departamentos favorecidos por las condiciones de acceso al financiamiento a través de créditos hipotecarios (MiVivienda/ Techo Propio) promovidos por el Estado y por otras fuentes de financiamiento.

En ese sentido, dentro del sistema financiero, los créditos hipotecarios en el 2009 mostraron un importante dinamismo (S/. 563.5 millones vs. S/. 401.7 millones al cierre del 2008) sobretudo en los segmentos B y C, gracias al Plan de Estimulo Económico del Gobierno y a la política de reducción de tasas de interés para los créditos hipotecarios dirigidos a mejorar la situación de sectores de menores ingresos, ante la relativa desaceleración económica que experimentó el país en el año anterior, producto de la crisis internacional.

Las políticas de otorgamiento de créditos hipotecarios, permiten que hoy los bancos financien hasta 90% del precio de las viviendas, con créditos de hasta 30 años, con tasas que fluctúan entre el 9.6% y el 10.1% anual.

LPSA otorga créditos directos para la adquisición de lotes correspondientes a habilitación urbana. La cuota inicial, equivalente al 20% del valor del lote, es pagada a través de cinco cuotas iniciales: una cuota "cash" a la firma del contrato y cuatro letras mensuales, de montos iguales. El 80% de restante es financiable hasta en 60 meses adicionales.

El principal negocio de esta División es la de habilitación urbana, 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: Cono Este, con proyectos en la zona de Huampaní, distrito de San Juan de Lurigancho, y Cono Norte, en el distrito de Carabaylo y Ancón. A diciembre del 2009, la división reportó ingresos ascendentes a S/. 101.8 millones, vinculados principalmente a la realización de proyectos de habilitación urbana.

En el 2008, LPSA constituyó INISA (Inversiones en Inmuebles S.A.), como vehículo para el fortalecimiento de la División Inmobiliaria, a través de la ejecución de actividades de inversión, promoción y desarrollo de proyectos de habilitación urbana, viviendas unifamiliares y multifamiliares.

LPSA e INISA, cuentan al cierre del año con 31 proyectos inmobiliarios en comercialización y 190 há. destinadas al desarrollo de proyectos inmobiliarios.

#### b. División Hotelera

Los Portales S.A. opera tres hoteles: Country Club Lima Hotel, Los Portales Piura, y Los Portales Tarma.

- El Country Club Lima Hotel (HCCL) 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 usufructo por un periodo de 30 años.  
El Country Club se ha posicionado como uno de los hoteles más exclusivos de la ciudad de Lima, orientado principalmente a la atención de ejecutivos y a la realización de eventos corporativos. Además ofrece sus exclusivos servicios en el Restaurant Perroquet (considerado desde el año 2007, como el mejor restaurante de hotel de Lima), el Bar Inglés y el Lobby Bar Los Vitrales, que en algunos casos, cuentan con asociados a través de membresías.
- Los hoteles Los Portales Piura y Los Portales Tarma, fueron adquiridos en el marco del proceso de privatización de los hoteles de turistas de propiedad del Estado Peruano. LP Piura recientemente cuenta con categoría cuatro estrellas otorgada por el MINCETUR gracias a las inversiones efectuadas y a la calidad en la gestión de sus 45 habitaciones. LP Tarma, por su parte cuenta con categoría tres estrellas y 45 habitaciones. Los servicios de hospedaje en estos dos hoteles se complementan con servicios de restaurante, eventos y alquiler de locales comerciales. Recientemente se hicieron remodelaciones en estos dos hoteles, en donde se incluye incremento en el número de habitaciones para LP Piura, puesta en marcha de salón de eventos y discoteca para LP Tarma, así como la construcción y arrendamiento de tiendas comerciales.

A diciembre del 2009, la división generó S/. 30.0 millones de ingresos, es decir, 2.9% inferior a lo alcanzado a diciembre del 2008, debido al ligero deterioro en los ingresos de LP Piura, pero principalmente de HCCL, observado en el nivel de ocupabilidad, como consecuencia del menor nivel de arribo de turistas nacionales y extranjeros de categoría cinco estrellas en Lima, producto de la crisis financiera internacional que ha impactado en diversos mercados, principalmente en EE.UU. y Europa, así como por la mayor oferta existente en ese mercado.

En el mes de noviembre del 2009, LPSA aprobó la incorporación de una nueva operación hotelera tres estrellas, de 35 habitaciones y 2 restaurantes en la ciudad de Chiclayo, la cual inició actividades en el mes de abril del

2010. El Hotel Los Portales Chiclayo se llevó a cabo a través de un contrato de usufructo a 20 años, con la finalidad que se obtenga el estándar de la División.

#### c. División Estacionamientos

Los Portales S.A. es la empresa líder en la administración de playas de estacionamientos de la ciudad de Lima, contando a la fecha con 15 mil cocheras en 85 playas entre propias, arrendadas o en administración y en concesión, ubicadas en zonas de alto tránsito empresarial y comercial (10,419 cocheras, en 73 playas a diciembre del 2008). A partir del ejercicio 2004, se inició una nueva estrategia en la operación de las playas de estacionamiento, buscando concesiones en centros comerciales y en zonas de tiendas comerciales. Además se alquilaron terrenos de menor dimensión (con un promedio de 60 espacios), para la implementación de "microplayas" en zonas de alto tránsito y de baja oferta de estacionamientos.

Durante los años 2006 y 2007, se inauguraron 18 nuevas playas de estacionamiento y se consolidó la participación de servicios colaterales, tales como valet parking, lavado de autos y tarjeta Portales Pass, que brinda a sus adquirentes el servicio de parqueo en todas sus playas de estacionamientos. Además, cuenta con programas de abonos Preferencial y Abonos Mensuales, que ofrecen descuentos en el uso de los establecimientos. En el mes de octubre del 2007, la división fortaleció su liderazgo con la adquisición de la empresa Inversiones de Estacionamiento S.A. (IESA), propietaria de la concesión del estacionamiento subterráneo del óvalo Gutiérrez y Larcomar.

A diciembre del 2009, la división reportó ingresos por S/. 43.2 millones, 19.7% superior al cierre del 2008, debido a la mayor afluencia de autos, propio del parque vehicular estimado en más de 1.6 millones de vehículos, de los cuales, alrededor de 61.4% circula en la ciudad de Lima. Las playas de estacionamiento operadas por LPSA están ubicadas en diferentes distritos, principalmente en zonas comerciales, cuyo indicador de referencia es el nivel de demanda de oficinas "prime", la cual en los últimos años creció a un ritmo constante, hasta la reciente desaceleración, producto de la crisis internacional. Ello ha generado un sinceramiento de los precios de mercado, mas no de desaceleración de la construcción, de manera que en el 2009, el mercado contó con alrededor de 100,000 m2, de área construida sólo en Lima, de los cuales, el 90% serían entregados en el 2011.

Es importante mencionar que LPSA mantiene con las playas de los boulevares Dionisio Derteano y Andrés A. Cáceres, operaciones bajo contrato de concesión por 30 años con la Municipalidad de San Isidro. Asimismo, se

reinició en el 2007, la operación de la playa del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez (operada a través de su subsidiaria Los Portales Estacionamientos S.A.C.) y se ha abierto una playa contigua al Aeropuerto, básicamente para abonados que trabajan en el aeropuerto. LPSA cobra por la operación de la playa de estacionamiento del Aeropuerto una comisión mensual de cargo fijo, sumado a una comisión variable de 40% por el concepto de otros servicios.

### 3. Bonos Corporativos

LPSA ingresó al mercado de capitales peruano en enero de 1998, mediante la emisión de los Bonos Corporativos Los Portales - Primera Emisión, que involucraron la suma de S/. 13.5 millones (equivalente a US\$ 5 millones), colocados a un plazo de vencimiento de 6 años y a una tasa de interés de 10.86%, los cuales fueron cancelados íntegramente en enero del 2004.

El 23 de junio de 1999, LPSA emitió los Bonos Corporativos Los Portales - Segunda Emisión, por un monto total de US\$ 5 millones, con un plazo de seis años y a una tasa de interés fija anual de 12.875%.

En razón de la menor capacidad de pago de obligaciones por parte de LPSA, en Asamblea de Obligacionistas de Bonos Los Portales – Primera Emisión, celebrada el 2 de agosto del 2001, y en las Asambleas de Obligacionistas de Bonos Los Portales – Segunda Emisión de fechas 18 de julio y el 5 de octubre del 2001, se acordó reestructurar la Segunda Emisión de Bonos Los Portales de la forma siguiente:

- (i) Subordinar el cumplimiento de las obligaciones de pago de la Segunda Emisión, al cumplimiento total de las obligaciones de pago de la Primera Emisión.
- (ii) Crear dos series de bonos dentro de la Segunda Emisión: Serie A por US\$ 4.5 millones y Serie B por US\$ 0.5 millones.
- (iii) Subordinar el cumplimiento de las obligaciones de pago de la Serie B al cumplimiento de las obligaciones de pago de la Serie A.
- (iv) Modificar el cronograma de pago de la Segunda Emisión de Bonos Los Portales, a ser pagadas a más tardar en abril del 2011.
- (v) Otorgar garantías adicionales al pago de la Segunda Emisión de Bonos Los Portales, los cuales están respaldados por el patrimonio fideicometido compuesto por los flujos que generen la explotación de las playas de estacionamiento, así como el derecho de uso y explotación de las playas Andrés Avelino Cáceres y Dionisio Derteano.

En setiembre del 2002, la Asamblea de Obligacionistas de Bonos Los Portales – Segunda Emisión modificó la tasa de interés de los bonos, que pasó a ser una tasa variable, LIBOR a 90 días + 7%.

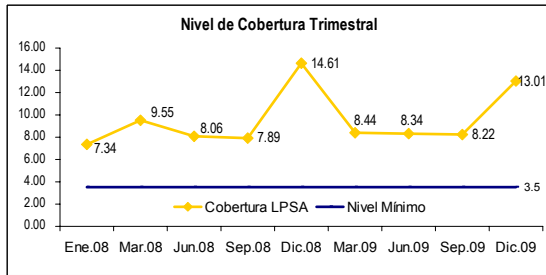
LPSA está cumpliendo con amortizar los intereses devengados y no pagados de ejercicios anteriores, y las cuotas correspondientes a los Bonos Los Portales – Segunda Emisión. A fin de garantizar la cancelación de la deuda, reducir el riesgo financiero producto de los cambios asociados a una tasa de interés variable, y no limitar el crecimiento de la empresa (dado que el fideicomiso de las playas de estacionamiento es administrado por un tercero), en agosto del 2006 se propuso una nueva reestructuración de las condiciones de los Bonos Los Portales – Segunda Emisión.

En Asamblea de Obligaciones realizada el 14 de agosto del 2006, se acordó aprobar la solicitud de cancelación de la Serie B de los Bonos Los Portales – Segunda Emisión, en poder de una empresa vinculada, mediante un Convenio de Novación, estableciéndose que la deuda novada se cancelará mediante su capitalización o condonación, lo cual aún no se ha efectuado. Este convenio, que a la fecha todavía no ha sido suscrito, no contradice la subordinación de la Serie B a la Serie A, por cuanto ésta no será pagada, sino más bien, sustituida por una nueva obligación. Respecto a la Serie A, que involucraba un saldo por amortizar de US\$ 5'229,342 a dicha fecha, se adoptaron los siguientes acuerdos:

- (i) Fijar una tasa de interés de 10.5% efectivo anual.
- (ii) Ampliar el plazo de pago de los bonos hasta abril del 2012, fijando un calendario de pagos trimestrales creciente, que incluyen principal e intereses.
- (iii) Establecer un esquema de acumulación de fondos semanal de una parte alícuota de acuerdo al cronograma propuesto, que será administrado por La Fiduciaria S.A., en su calidad de Factor Fiduciario, y DEFINE S.A., como Supervisor.
- (iv) Se estipula la exigencia de un ratio mínimo de cobertura de 3.5 veces, calculado como la relación de los ingresos acumulados para el pago de la siguiente cuota trimestral y la cuota a pagar correspondiente. Este ratio ha sido exigible a partir del cupón con vencimiento en enero del 2007.
- (v) Se incluye dentro del fideicomiso de playas de estacionamiento, la comisión generada por la operación del estacionamiento del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez.
- (vi) Definir el pago de la cuota de los bonos en primer orden de prelación, en lugar de los gastos operativos.

(vii) Se incluyen como eventos de incumplimiento de la emisión: la resolución de los contratos de las concesiones de las Playas de Estacionamiento Dionisio Darteano y Andrés A. Cáceres, y el incumplimiento del ratio de cobertura, si a juicio de la Asamblea no resultara suficiente.

Con respecto al punto (iv), el ratio de cobertura para el periodo enero-diciembre del 2009, superó ampliamente el ratio de 3.5, límite establecido por la entidad.



Con estas condiciones, los flujos de pago de los bonos se ajustan mejor a las proyecciones de generación de flujos de la División de Estacionamientos (que a fin de cuentas, es la que garantiza la amortización de los bonos), y se disminuye el costo financiero de la deuda, lo cual redundará en una mayor flexibilidad de operación para el emisor y una mayor probabilidad de pago de los bonos.

#### 4. 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 diciembre del 2009.

En los primeros años de la presente década, el principal giro de negocio de LPSA ha sido el desarrollo y la construcción de proyectos de viviendas multifamiliares en diversas zonas de la ciudad de Lima, de modo que la División Inmobiliaria representaba en promedio, 50% de los ingresos totales de la compañía.

Debido a la situación por la que atravesaron el sector inmobiliario y el sector hotelero, así como la propia situación financiera de LPSA la cual mostraba un alto nivel de endeudamiento, entre los años 2003-2006, se redefinió la estructura de operaciones para cada una de sus divisiones, logrando un equilibrio entre las mismas, para finalmente, a partir del año 2007, lograr un nuevo repunte de la División Inmobiliaria, debido a las atractivas condiciones del mercado y a la definición de los sectores socioeconómicos C y D, como segmentos objetivos, estableciendo sus operaciones

principales en el Cono Norte y Cono Este de Lima. La participación de la división fue de 58.2%, gracias a los ingresos ascendentes a S/. 101.7 millones, que junto con INISA, lograron un record histórico de ventas de 3,113 unidades inmobiliarias.

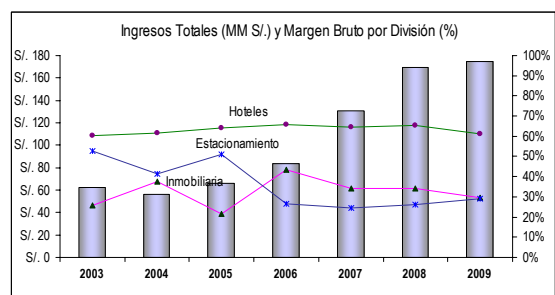
La División Hotelera, muestra una participación de 17.1% del total de ingresos de LPSA, menor a la registrada a diciembre del 2008 (18.3%), debido al menor desempeño en el nivel de ingresos (S/. 30.0 millones vs. S/. 30.8 millones a diciembre de 2008) ante el menor nivel de afluencia de turistas de categoría cinco estrellas en Lima, así como a la existencia de mayor dispersión en la oferta específicamente en Lima y en Piura, lo cual generó un descenso en el nivel ocupacional.

En los últimos cinco años, la división ha mostrado una recuperación paulatina, logrando un incremento promedio anual de 10.0%, gracias a su gestión comercial, y a las remodelaciones realizadas a partir del 2007 en sus tres hoteles, principalmente en el HCCL, que lo ha hecho merecedor a diversas distinciones tanto nacionales como internacionales.

La División Estacionamientos, por su parte, ha incrementado paulatinamente su participación en el total de ingresos de la compañía, llegando a representar 24.7% de los ingresos totales de la empresa (21.3% a diciembre del 2008, S/. +7.1 millones), principalmente gracias al incremento en el número de playas y a la cantidad de abonados y eventuales, lográndose 7.4 millones de horas vendidas.

Por su parte, la División Inmobiliaria, reenfocó las operaciones hacia la habilitación urbana, antes que la construcción de viviendas, lo cual además de permitir un mejor margen de operaciones, ha dado a LPSA la oportunidad de liderar el segmento de habilitación urbana en el Cono Este de la ciudad de Lima (principal mercado de la empresa).

En términos totales, los ingresos de LPSA y sus subsidiarias a diciembre del 2009 ascendieron a S/. 174.9 millones, lo cual significó un incremento de 3.5% respecto de diciembre del 2008 (S/. 169.0 millones), explicado en gran medida por el desempeño de la división de Estacionamientos.



Los costos de venta de la división inmobiliaria han mostrado una tendencia creciente propio del crecimiento de la división, del incremento de los nuevos inventarios para habilitación urbana y de la maximización de las ventas de los productos ya consolidados. De esta manera, obtuvieron una participación relativa de 62.9% del total de los costos de ventas (64.3% en el periodo anterior).

El costo de ventas de la división hotelera y de las playas de estacionamiento, mostraron incrementos de 8.4% y 15.0% respectivamente, ésta última de mayor magnitud respecto del experimentado en el año 2008, debido a las remodelaciones y ampliaciones de los hoteles LP Piura y LP Tarma, tanto en servicios, como en infraestructura, así como por los gastos de seguridad y vigilancia e incremento en los alquileres, para la división de estacionamientos.

El resultado de los ingresos por ventas se vieron afectadas por el incremento en el costo de venta, de manera que el margen bruto de la compañía, incluyendo sus subsidiarias, presenta una disminución de 5.5% (S/. -3.5 millones) contraria a la tendencia creciente que venía experimentando desde el año 2004.

En los últimos cinco años, los gastos de administración y ventas mantienen un crecimiento promedio anual ascendente a 18.3%, vinculados principalmente al incremento de personal entre temporales y permanentes, así como en servicios prestados en consultoría. Al cierre del 2009, el monto desembolsado por administración y ventas fue de S/. 45.4 millones (S/. 36.9 millones al 31.12.2008), que afectó en gran medida el resultado operacional de LPSA (S/. 15.5 millones vs. S/. 27.5 millones al cierre del 2008). Este incremento también responde al proceso iniciado en el 2009 de reorganización del área central, así como la adecuación hacia una plataforma SAP, con la finalidad de responder adecuadamente nuevos requerimientos, propios de una estructura matricial. Este proceso que espera ser terminado en el 2010, involucrará a todas las áreas de las unidades de negocio. A diciembre del 2009, por tanto, se ha registrado una utilidad operacional ascendente a S/. 15.5 millones, 43.7% inferior a la registrada a diciembre del 2008. El resultado no operacional muestra cifras positivas ascendentes a S/. 7.0 millones (S/. -8.8 millones al cierre del 2008), explicada por la prestación de servicios de gerenciamiento, así como el interés generado de las letras por cobrar vs. los intereses de las obligaciones adquiridas. Los resultados no operacionales, jugaron un rol importante para obtener a diciembre del 2009 una utilidad antes de impuestos y participaciones de S/. 22.5 millones, 20.4% superior a la registrada al cierre del 2008. La utilidad neta de LPSA, alcanzó por tanto S/. 13.7 millones, 1.5 veces superior respecto de la registrada a diciembre del 2008.

El activo corriente, se incrementó 43.2% en relación al cierre del 2008, debido principalmente al incremento de las cuentas por cobrar, las cuales aumentaron 33.9% (S/. +7.8 millones) respecto de diciembre del 2008, las cuales deben ser atendidas, ya que su impacto en los resultados corrientes es mayor, dada su participación dentro de éstos activos (42.0% vs. 38.8% al cierre del 2008).

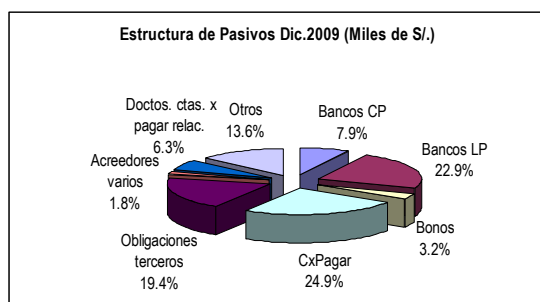
El fortalecimiento de los stocks inmobiliarios (terrenos), también influyeron en el incremento de los activos corrientes, ya que conforman 87.4% de las existencias. Al 31.12.2009 las existencias estuvieron valorizadas en S/. 39.8 millones (S/. +8.1 millones respecto al 31.12.2008). En menor medida impactaron el incremento del disponible, así como otras cuentas menores.

El incremento de los activos corrientes, fue inferior al crecimiento de los pasivos corrientes, de manera que la capacidad de respaldo, traducido en el indicador de liquidez corriente ascendió al cierre del año a 0.78 veces, ratio que por primera vez se registra menor a 1.0. Cabe mencionar que los pasivos corrientes muestran un considerable incremento, debido a una reclasificación contable.

Los activos no corrientes, que sufrieron un aumento de 11.8% respecto al cierre del 2008, están conformados principalmente por: (i) cuentas por cobrar a largo plazo (estructuradas principalmente en letras de hasta 72 meses con garantía), las cuales pasaron de S/. 79.7 millones al cierre del 2008, a S/. 80.4 millones a diciembre del 2009, con un periodo promedio de cobranza ascendente a 107 días en promedio (71 días a diciembre del 2008); (ii) activos fijos por S/. 44.5 millones, que a diciembre del 2009 representaron 12.4% del total de activos, compuestos principalmente por terrenos, edificios y otras construcciones relacionados a las divisiones de hoteles y estacionamientos; (iii) inversiones inmobiliarias ascendentes a S/. 41.6 millones compuestas por terrenos de 46 hás.; (iv) inversiones ascendentes a S/. 36.2 millones y compuesta por acciones; y (v) activos intangibles netos por S/. 34.3 millones, conformados prioritariamente por las concesiones de las playas de estacionamiento Dionisio Derteano y Andrés A. Cáceres, así como la concesión del Country Club Lima Hotel.

La deuda tomada por LPSA en periodos anteriores correspondió principalmente a deuda de largo plazo adquirida a inicios de la presente década, con el fin de financiar sus inversiones hoteleras, inmobiliarias y de playas de estacionamientos.

Durante los últimos periodos, la empresa ha realizado esfuerzos en negociar las condiciones de los financiamientos adquiridos, buscando extender los plazos de vencimiento y reducir las tasas de interés involucradas.



En este contexto, es que se ha conseguido una nueva reprogramación de las condiciones de emisión de los Bonos Corporativos – Segunda Emisión, que permite mayor holgura en el pago de las cuotas y un mejor calce con los flujos generados por la empresa.

Los Bonos Corporativos representan 3.2% del total de pasivos de LPSA (7.9% a diciembre del 2007, 5.2% a diciembre del 2008), participación que se ha ido reduciendo paulatinamente gracias a la amortización de los bonos en función de los cronogramas propuestos.

En el periodo bajo análisis, el pasivo total pasó de S/. 226.5 millones a diciembre del 2008, a S/. 264.1 millones, debido al importante incremento de compromisos en el corto plazo

cuya participación relativa alcanzó 59.4% en el total de pasivos, cambiando la estructura de periodos anteriores (37.6% al cierre del 2008, 36.8% al cierre del 2007). Estos pasivos, estuvieron estrechamente vinculados a cuentas por pagar, a compromisos bancarios en el corto plazo y a acreedores varios.

Cabe mencionar que la estructura actual de los pasivos, obedece a que algunos compromisos financieros pasaron del largo plazo hacia el corto plazo, debido a una mejor asignación contable, éstas son: (i) la deuda mantenida con el BCP, sucursal Panamá; (ii) la deuda mantenida con Atlantic Security Bank; y (iii) las obligaciones mantenidas con terceros. El 64.6% del total de las mencionadas pasaron a ser obligaciones de corto plazo.

Las cuentas por pagar a corto y a largo plazo ascendieron a S/. 61.5 millones (S/. 55.8 millones al 31.12.2008), 44.7% corresponden a facturas y letras comerciales, en las que se incluye la adquisición de terrenos urbanos adquiridos en el 2008 por las compañías fusionadas, a cancelarse en el 2010. El 55.3% restante respaldan el costo de la ejecución de obras de habilitación urbana (por incurrir) de los lotes de terrenos vendidos, cuya ejecución se encuentran en proceso.

#### Resumen de estados financieros consolidados y principales indicadores

(En miles de Nuevos Soles al 31 de diciembre del 2009)

	2004	2005	2007	2008	2009
Ventas netas	56,172	65,910	130,511	169,020	174,951
Resultado bruto	26,103	28,467	49,867	64,499	60,959
Resultado operacional	6,457	6,746	20,455	27,543	15,505
Depreciación del ejercicio	2,606	2,549	1,755	2,488	2,355
Flujo depurado	9,063	7,605	22,210	30,031	17,860
Gastos financieros	9,343	11,595	18,861	21,010	21,213
Resultado no operacional	7,986	-4,614	-8,202	-8,853	7,005
<b>Utilidad neta</b>	<b>14,444</b>	<b>2,132</b>	<b>9,895</b>	<b>5,420</b>	<b>13,736</b>
<b>Total Activos</b>	<b>247,166</b>	<b>255,507</b>	<b>252,861</b>	<b>297,411</b>	<b>359,436</b>
Disponible	1,628	3,498	8,607	12,785	20,611
Deudores por Venta	22,468	38,146	32,159	38,167	56,296
Existencias	81,230	75,000	63,209	31,824	39,895
Activo Fijo	46,422	43,799	41,757	39,557	44,544
<b>Total Pasivos</b>	<b>185,115</b>	<b>195,204</b>	<b>178,813</b>	<b>226,524</b>	<b>264,072</b>
Deuda Financiera	119,292	124,599	94,034	128,543	140,957
<b>Patrimonio</b>	<b>62,051</b>	<b>60,303</b>	<b>74,048</b>	<b>70,886</b>	<b>95,364</b>
Result. Operacional / Ventas	11.5%	10.2%	15.7%	16.3%	8.9%
Utilidad Neta / Ventas	25.7%	3.2%	7.6%	3.2%	7.9%
Flujo depurado / Activos Prom.	3.7%	3.2%	8.9%	10.6%	5.4%
Rentabilidad patrimonial	25.7%	3.5%	14.3%	7.5%	16.5%
Liquidez corriente	2.04	1.76	1.61	1.00	0.78
Liquidez ácida	0.48	0.63	0.62	0.60	0.49
Deuda / Patrimonio	2.98	3.24	2.41	3.20	2.77
Deuda Financiera / Patrimonio	1.92	2.07	1.27	1.81	1.48
% de Deuda de corto plazo	28.3%	33.9%	36.8%	37.6%	59.4%
% de Deuda de largo plazo	71.7%	66.1%	63.2%	62.4%	40.6%
Índice de Cobertura Histórica	1.41	0.95	1.38	2.19	1.91

Las obligaciones con terceros que constituyen el 19.4% del total de pasivos, corresponden a fondos otorgados por inversionistas y personas naturales, para la ejecución de los proyectos inmobiliarios y para capital de trabajo de las tres Divisiones. Estas obligaciones tienen un alto costo y vencen en su mayoría en el año 2014.

El principal pasivo de la compañía corresponde actualmente a deudas contraídas con bancos e instituciones financieras ascendentes a S/. 81.3 millones, las cuales se manejan con operaciones que involucran entrega de inmuebles en dación en pago y colateralización con pagarés, entre otros esquemas, para financiar adquisiciones de terrenos inmobiliarios, remodelaciones y ampliaciones hoteleras, mejoras de procesos administrativos, entre otros.

Esta deuda bancaria es tomada principalmente a largo plazo (74.4%), con vencimientos que van entre 2 y 8 años, sobre la cual se ha logrado la reprogramación de las condiciones de algunos de los préstamos. En otros casos, se están realizando las negociaciones necesarias para lograr mejores condiciones.

En ese sentido, el 30 de diciembre del 2008 se suscribió un acuerdo de refinanciación con el Scotiabank, ascendente a

US\$ 16.05 millones, a una tasa de 4.5% anual, por un plazo de diez años, de manera que las acreencias mantenidas con esta institución sean canceladas en su totalidad de acuerdo a un esquema de pago, el cual se viene cumpliendo puntualmente.

Desde esta perspectiva, la deuda de largo plazo se está amortizando paulatinamente, comprometiéndose más en el corto plazo, pese a la generación de flujos.

El endeudamiento total de la compañía fue de 2.77 veces el patrimonio contable de diciembre del 2009 (3.20 veces al cierre del 2008). Este indicador de endeudamiento, se ha visto favorecido por el incremento patrimonial registrado a diciembre del 2009 (S/. + 24.5 millones), producto de las utilidades acumuladas de periodos anteriores, así como de los resultados obtenidos en el periodo bajo análisis.

La capacidad de cobertura de deuda histórica ha pasado de 1.38 veces al cierre del 2007, a 2.19 veces al cierre del 2008, y finalmente a 1.91 veces a diciembre del 2009. Si bien el indicador muestra un desempeño estable respecto a otros periodos similares, esta cobertura es ajustada, debido a que la carga financiera de la compañía es aún significativa.

## DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS CLASIFICADOS

<p><b>1. Acciones Comunes</b>          67'390,540 en circulación          Valor Nominal: S/. 0.90</p>
<p><b>2. Acciones de Inversión</b>          14'868,463 en circulación          Valor Nominal: S/. 0.90</p>
<p><b>3. Bonos Los Portales – Segunda Emisión.</b>          Emitidos originalmente por US\$ 5'000,000, a un plazo de 6 años.          Los bonos están garantizados con el patrimonio del emisor, y adicionalmente se constituye una garantía sobre los flujos generados por las playas de estacionamiento que opera el emisor, conformando una cuenta de garantía de acumulación semanal mediante una cobertura mínima de 3.5 veces, calculado como los ingresos trimestrales (flujos ingresados a la Cuenta Recolectora durante el trimestre anterior a la fecha de vencimiento de la cuota) / cuota; así como una garantía sobre los derechos de uso y explotación del emisor sobre la concesión de la playa Andrés A. Cáceres.          Monto en circulación: Serie A: US\$ 2'379,277.69 ; Serie B: US\$ 500,000          En Asamblea de Obligacionistas de Bonos Los Portales – Segunda Emisión de fecha 14 de agosto del 2006 se acordó reestructurar la Segunda Emisión de Bonos Los Portales de la forma siguiente:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Extender el plazo de vencimiento hasta el 23 de abril de 2012.</li> <li>– Se aprobó la novación de la Serie B, mediante su capitalización o condonación, el cual aún no se ha efectuado.</li> <li>– Tasa de interés: 10.5% efectiva anual.</li> </ul>