



# Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

## LOS PORTALES S.A.

Lima, Perú

### Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 30 de mayo de 2019

#### Contacto:

(511) 616 0400

#### Hugo Barba

Analista Asociado

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

#### Carmen Alvarado

Analista

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

La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pe>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2018 y 2019 de Los Portales S.A. (individuales y consolidados); además de información adicional proporcionada por el Emisor. Cabe indicar que también se tuvo acceso a los documentos de los Programas de Papeles Comerciales y de las Emisiones de Bonos Corporativos. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de clasificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de las metodologías vigentes aprobadas en sesiones de Directorio de fechas 20/01/17 y 21/09/18.

**Fundamento:** Luego de la evaluación realizada, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la clasificación EQL 2+.pe del Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada y del Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública de Los Portales S.A. (en adelante Los Portales o la Compañía). De igual modo, resolvió mantener la clasificación A-.pe a la Primera y la Segunda Emisión contempladas dentro del Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A. Es de mencionar que el saldo en circulación combinado de los Programas de Papeles Comerciales antes señalados no deberá exceder los US\$30.0 millones.

La decisión del Comité de Clasificación se sustenta principalmente en la experiencia y posicionamiento de Los Portales en el negocio de habilitación urbana, al ser su principal línea de negocio. Cabe mencionar que, la mayor parte de los terrenos vendidos en el negocio de habilitación urbana son al crédito, a través de contratos de largo plazo (hasta 73 meses) y además cuentan con indicadores de morosidad bajos (0.52% a diciembre de 2018), lo cual resulta positivo pues permite una generación más estable.

En línea con lo anterior, pondera favorablemente que los principales indicadores de generación (EBITDA y Flujo de Caja Operativo) presenten un comportamiento estable los últimos periodos, permitiendo que los principales indicadores de cobertura sobre gastos financieros y servicio de deuda se mantengan en niveles favorables (se ubican por encima de uno desde el 2017). A lo anterior hay que sumar que, Los Portales presenta adecua-

Instrumento	Clasificación (*)
Bonos Corporativos	A-.pe
Papeles Comerciales	EQL 2+.pe

(\*) Para mayor detalle sobre la definición de las clasificaciones ver el Anexo I en la última sección del informe.

dos indicadores de liquidez y rentabilidad en los cortes analizados, a pesar del ajuste observado en la utilidad neta en el primer trimestre del año en curso.

En lo que respecta a la clasificación otorgada a la Primera y Segunda Emisión de Bonos Corporativos de la Compañía, se recoge de manera positiva la existencia de cartas fianza que deben ser emitidas por un banco local que ostente la calificación más alta como Emisor (es decir, A+), y cuyo valor debe cubrir en todo momento el 15.00% del *outstanding* de la deuda<sup>1</sup>.

Sin perjuicio de los factores antes descritos, a la fecha limita a Los Portales el poder contar con una mayor clasificación, el alto nivel de endeudamiento que se reflejan en los cortes revisados, principalmente en los indicadores de palanca contable (pasivo / patrimonio) y financiera (deuda financiera / EBITDA), a pesar de la mejora registrada en el año 2018. Cabe mencionar que en el primer trimestre de 2019, se evidencia un incremento en los ratios de endeudamiento, producto de la aplicación de la NIIF 16, que repercutió en que se registren pasivos por arrendamiento en la parte corriente y no corriente de las obligaciones con terceros. No menos importante resulta, la subordinación a la que están expuestas tanto las Emisiones de Bonos Corporativos como los Programas de Papeles Comerciales respecto al pago de los Bonos Titulizados y de la deuda bancaria que se encuentra respaldada con activos de la Compañía.

Con relación a la situación del Grupo Ica, conglomerado empresarial al cual pertenece Constructoras ICA S.A.B. de C.V. (accionista de la Compañía con el 49.99%), cabe recordar que en el mes de marzo de 2018 salió del proceso de concurso mercantil en el cual se encontraban inmersos desde agosto de 2017 en

<sup>1</sup> En Asamblea de Obligacionistas de fecha 20 de noviembre de 2018 se aprobó la modificación del Contrato Complementario de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Oferta Pública, modificando el texto referido a que

la carta fianza otorgada como garantía debía ser del BBVA Continental, por la posibilidad que sea de cualquier empresa bancaria que cuente con una clasificación de riesgo de A+.

México, luego de que lograran reestructurar las obligaciones con sus acreedores. Además, en esa fecha, el fondo financiero Fin-tech Europa ingresó como nuevo accionista con una participación del 40% del accionariado de Grupo Ica.

Entre los principales hechos de relevancia del periodo, destaca que en Junta General de Accionistas del 31 de agosto de 2018, se aprobó el proceso de reorganización simple, mediante el cual Los Portales aportó un bloque patrimonial por S/48.5 millones<sup>2</sup> constituido por diversos activos y pasivos vinculados al negocio de estacionamientos a una subsidiaria constituida especialmente para gestionar dicho negocio (Los Portales Estacionamientos S.A.). El aporte se efectuó el 01 de octubre de 2018 por el valor en libros que tenían los activos y pasivos a esa fecha. Cabe mencionar que, al 31 de marzo de 2019, se encuentra pendiente transferir parcialmente el valor de la inversión de dos de las subsidiarias vinculadas a estacionamientos (Consortio Estacionamiento Gamarra S.A. y Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A.), debido a que faltan gestionar algunos permisos municipales<sup>3</sup>. Teniendo en cuenta lo previamente mencionado,

a partir del presente Informe, Equilibrium ha decidido pasar a evaluar el riesgo y capacidad de pago de Los Portales a nivel individual, a fin de excluir los flujos que genera el negocio de estacionamientos del análisis de la capacidad de pago del Emisor, toda vez que no se contaría con una estructura legal o una fianza solidaria que asegure que los flujos de la unidad de estacionamientos den soporte al pago del servicio de deuda de los instrumentos clasificados.

Por otro lado, el 8 de enero de 2019 se comunicó que, con fecha 14 de diciembre de 2018, quedó inscrito en el Registro de Personas Jurídicas de Lima la fusión simple entre Los Portales S.A., Inversiones Nueva Etapa S.A.C. y Consortio Los Portales S.A. Cabe indicar que mediante dicho proceso Los Portales absorbió los activos y pasivos de las empresas mencionadas, con el objetivo de consolidar el negocio Inmobiliario.

Finalmente, Equilibrium seguirá de cerca la evolución de los principales indicadores Financieros de la Compañía, comunicando oportunamente al mercado cualquier cambio en el perfil de riesgo de los instrumentos clasificados.

#### Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento en la Clasificación:

- Disminución gradual tanto de la palanca financiera como de la palanca contable, reflejado en una mejora de la cobertura del servicio de deuda con el EBITDA.
- Fortalecimiento de la situación financiera de uno de los accionistas de Los Portales, mejorando el respaldo patrimonial.
- Incremento de las líneas bancarias disponibles que permitan a la Compañía contar con mayor holgura ante una situación de estrés de liquidez.
- Mejora de los indicadores de rentabilidad antes de rubros no recurrentes y diferencia cambiaria.
- Incorporación de mayores garantías o resguardos que respalden los instrumentos clasificados.
- Retiro de la subordinación de los instrumentos financieros clasificados hacia los Bonos Titulizados y otras deudas que cuentan con garantías reales.

#### Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución en la Clasificación:

- Ajuste en los indicadores de cobertura del servicio de deuda con el EBITDA y con el Flujo de Caja Operativo.
- Incremento importante en la palanca financiera de la Compañía.
- Incumplimiento de las proyecciones remitidas por el Emisor, incluido el flujo de caja mensualizado.
- Incumplimiento de los resguardos asociados a los instrumentos financieros clasificados, así como a deuda que mantiene el Emisor con otros fondeadores.
- Cambio en la política de reparto de dividendos de Los Portales que pueda afectar la caja de la Compañía.
- Deterioro de los indicadores de liquidez de la Compañía.

#### Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

<sup>2</sup> El monto fue ratificado en Junta General de Accionistas de fecha 27 de marzo de 2019.

<sup>3</sup> Los valores de inversión pendientes de transferir ascienden a S/0.6 millones y S/0.3 millones, respectivamente.

## PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Los Portales S.A. fue constituida en Lima el 6 de marzo de 1996. Entre sus actividades está el desarrollo de proyectos de habitación urbana, venta de departamentos, administración y operación de playas de estacionamiento, hoteles y renta inmobiliaria.

### Grupo económico

GR Holding S.A. (empresa del Grupo Raffo), mantiene el 50% del accionariado de Los Portales, mientras que Constructoras ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México (e Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V.) poseen el 50% restante.

Respecto al Grupo ICA, en el mes de marzo de 2018, se dio por culminado el proceso de concurso mercantil en el que dicho accionista estaba inmerso desde agosto de 2017. Al respecto, Equilibrium considera que esta empresa aún presenta riesgos potenciales que limitan el respaldo patrimonial que le otorga a Los Portales.

### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de la Compañía se muestran en el Anexo III del presente informe.

Es de mencionar que, en Junta General de Accionistas de fecha 31 de marzo de 2019, se eligieron a los miembros del Directorio para el ejercicio 2019, ratificándose los mismos miembros que lo conformaban a esa fecha.

### Operaciones

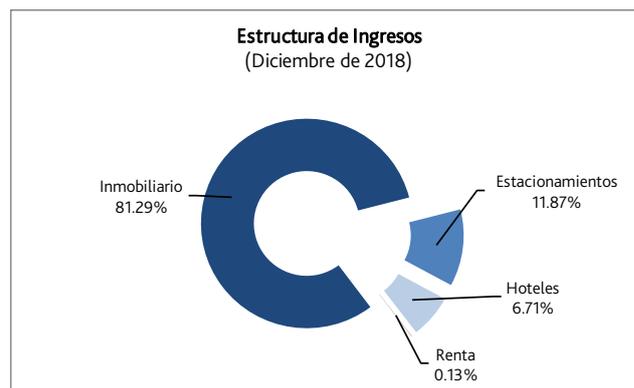
Las operaciones de Los Portales S.A. se desarrollan a través de las siguientes unidades de negocio:

**Unidad de Vivienda:** Incluye proyectos de habitación urbana, los mismos que representan la mayor parte de los ingresos (operativos y financieros) de esta unidad, además de proyectos de edificación de viviendas de interés social a través de programas gubernamentales como Mi Vivienda y Techo Propio y proyectos multifamiliares de vivienda. Además, la Compañía genera ingresos por el financiamiento directo que brinda a sus clientes. Al 31 de diciembre de 2018, esta unidad representó el 81.29% de los ingresos de Los Portales S.A.

**Negocio de Estacionamientos:** Contempla la construcción, administración, operación y concesión de estacionamientos tanto propios como de terceros, además de la gestión de negocios asociados como *valet parking*, publicidad *indoor* y lavado de autos. Al 31 de diciembre de 2018, la Compañía mantiene operaciones en 5 estacionamiento a nivel nacional (189 en el 2017). La menor operación de estacionamientos se explica por el proceso de reorganización simple realizado en el cuarto trimestre de 2018, a través del cual se transfiere un bloque patrimonial a Los Portales Estacionamientos S.A (en adelante, LPE). Esta unidad representó 11.87% de los ingresos en el 2018, sin embargo, en el primer trimestre de 2019 no se registraron ingresos directos producto del negocio de estacionamientos.

**Negocio de Hoteles:** Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros, de lujo y corporativos. La Compañía opera los hoteles Country Club Lima Hotel, Los Portales Hotel Tarma, Los Portales Hotel Piura y Los Portales Hotel Cuzco<sup>4</sup>, y gerencia el hotel Las Arenas de Máncora, en Piura. Este negocio representó el 6.71% de los ingresos de Los Portales en el 2018.

**Unidad de Rentas:** Este negocio registra los ingresos por el arrendamiento de locales comerciales y de oficinas del Edificio Corporativo en el que Los Portales basa sus operaciones, y en el Boulevard del Hotel Country Club Lima. Esta unidad participó con el 0.13% de los ingresos del año 2018.



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

## ANÁLISIS FINANCIERO <sup>5</sup>

### Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2018, los activos de Los Portales ascendieron a S/1,591.8 millones, mostrando una disminución de 1.52% en comparación al cierre del año anterior. Dicho comportamiento estuvo explicado por los menores saldos registrados en el activo corriente; esto último especialmente por la disminución de los inmuebles registrados en inventarios, tanto en proyectos inmobiliarios en desarrollo como en inmuebles terminados. Esto último resulta favorable, pues refleja el mayor nivel de ventas alcanzado durante el año analizado. De igual modo, se evidenció un ajuste en otras cuentas por cobrar (-74.13% respecto a diciembre de 2017).

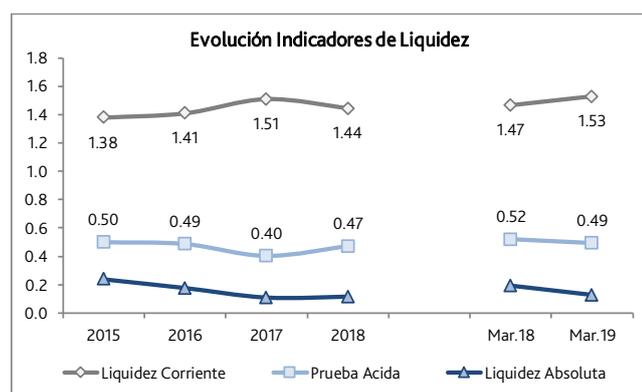
Por otro lado, el activo no corriente registró un aumento de 11.89% respecto al ejercicio previo, explicado por el aumento registrado en cuentas por cobrar comerciales (+6.36%), ante la acumulación de entregas pendientes de unidades inmobiliarias que estarían programadas para el año en curso y el mayor dinamismo en ventas. Además, se observó un aumento de las inversiones en subsidiarias y asociadas (+71.99%), producto de la creación de LPE, cuya inversión registró un valor en libros de S/48.5 millones al cierre del 2018, así como también por el mayor valor de la subsidiaria Los Portales Construye S.A.C., debido al aumento de capital realizado en noviembre de 2018 por S/15.1 millones, mediante la capitalización de cuentas por cobrar.

<sup>4</sup> Desde el año 2018, la Compañía dejó de operar Los Portales Hotel Chiclayo.

<sup>5</sup> A raíz del proceso de reestructuración simple concretado en el último trimestre de 2018, a partir del presente Informe el análisis financiero se realizará sobre cifras individuales de Los Portales S.A., dado que la nueva subsidiaria creada -Los Portales Estacionamientos S.A.- no garantiza las emisiones evaluadas.

Los aumentos señalados en el activo de largo plazo fueron parcialmente compensados con las menores inversiones inmobiliarias (-3.20%) debido a la transferencia de proyectos en curso a inventarios. Cabe recordar que uno de los principales componentes de las inversiones inmobiliarias es la reserva territorial de la Compañía, activos sobre los que aún no se ha definido la fecha de inicio del desarrollo de los proyectos inmobiliarios. Esta reserva corresponde a terrenos con un área total de 217.5 has. a diciembre de 2018 (223.5 has. al cierre de 2017), ubicados en diversos distritos de Lima, Piura, Ica y Chimbote. Además, se identifica un menor saldo en la cuenta de inmuebles, mobiliario y equipo (-20.40%) como resultado del proceso de reorganización simple mencionado anteriormente, que incluyó activos fijos con un valor en libros de S/35.6 millones. En el primer trimestre del año en curso no se registraron variaciones significativas en los activos de la Compañía, los cuales se ubicaron en S/1,612.7 millones.

En relación a los principales indicadores de liquidez, a diciembre de 2018 se observó una disminución en el ratio de liquidez corriente, producto de los menores inventarios. Al 31 de marzo de 2019, se evidencia un comportamiento mixto respecto a similar periodo del ejercicio previo.



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

### Estructura Financiera y Solvencia

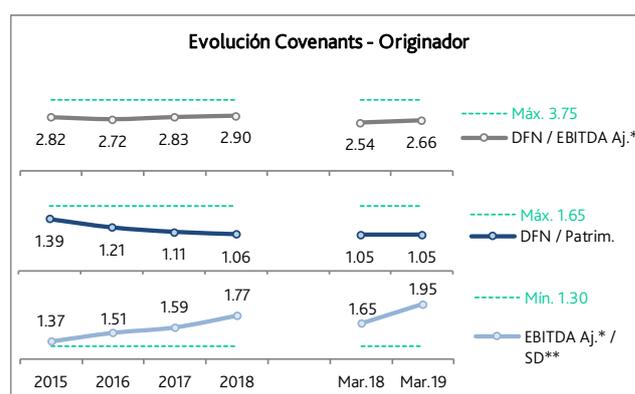
Al 31 de diciembre de 2018, los pasivos de Los Portales totalizaron S/1,056.9 millones, evidenciando una disminución interanual de 7.57%, lo cual se explicó principalmente por el menor saldo de cuentas por pagar comerciales (se redujeron en 13.60% en el 2018 teniendo en cuenta la porción corriente y no corriente), en línea con la menor compra de terrenos. Además, se observaron disminuciones en la deuda financiera (-3.84%) y en otras cuentas por pagar (-12.94%). En esta última cuenta, si bien se observó un aumento en los anticipos de clientes, fue contrarrestado por las menores cuentas por pagar de tributos, contribuciones sociales, remuneraciones y participaciones por pagar.

Al 31 de marzo de 2019, los pasivos de la Compañía ascendieron a S/1,092.2 millones, reflejando una disminución interanual de 5.56%, aunque en comparación a diciembre se observa un aumento de 3.35%. Los mayores pasivos registrados en el primer trimestre se explican principalmente por la aplicación de la NIIF 16, que conllevó al registro de pasivos por arrendamientos por

un importe de S/45.9 millones (considerando la porción corriente y no corriente).

Respecto a la deuda financiera, cabe indicar que al 31 de marzo de 2019 se ubicó en S/633.3 millones; y tiene un perfil de maduración de largo plazo, situación que está en línea con su modelo de negocio.

Dentro de los principales componentes de la deuda financiera de Los Portales se encuentran los Bonos Titulizados. Es relevante señalar que por estos instrumentos la Compañía se ha comprometido a mantener ciertos *covenants*, que son cumplidos a diciembre de 2018 y marzo de 2019, como se puede observar en el gráfico que se presenta a continuación<sup>6</sup>:



\*EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos + intereses cargados al costo de ventas.

\*\* Servicio de Deuda = Parte cte. de la deuda de largo plazo + intereses pagados

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

Además, Los Portales S.A. mantiene en circulación dos Programas de Papeles Comerciales, los mismos que son clasificados por Equilibrium. Es importante señalar que el saldo en circulación combinado de dichos Programas no deberá exceder los US\$30.0 millones. A continuación, se muestran las principales características por Programa:

- **Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada**  
El monto inscrito es de hasta US\$50 millones o su equivalente en Soles. Corresponde a oferta privada, con una estructura de pagos *bullet*. Este Programa no cuenta con emisiones en circulación al corte de análisis.
- **Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública**  
El monto inscrito es de hasta US\$30 millones o su equivalente en Soles. Corresponde a oferta pública, con una estructura de pagos *bullet*.

A la fecha se mantienen la siguientes Emisiones dentro del Segundo Programa de Papeles Comerciales de oferta pública:

Serie	Primera Emisión		Tercera Emisión	
	C	D	C	D
<b>Monto Colocado</b>	S/17.5 MM	S/20.0 MM	S/15.6 MM	S/21.0 MM
<b>Tasa</b>	4.95%	6.24%	5.89%	6.03%
<b>Fecha de Colocación</b>	03.09.2018	18.02.2019	05.12.2018	15.05.2019
<b>Fecha de Pago</b>	30.08.2019	14.02.2020	01.12.2019	10.05.2020

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

<sup>6</sup> Los resguardos financieros son calculados a nivel consolidado (Los Portales S.A. y Subsidiarias). Las cifras presentadas en el gráfico corresponden a la información reportada por la Compañía. Los estados financieros y los principales indicadores a nivel consolidado se encuentran al final del presente Informe.

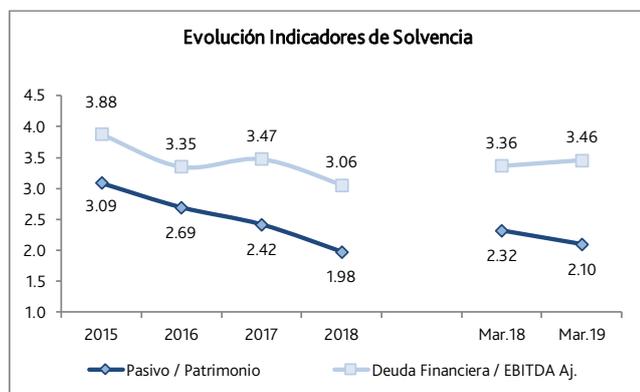
Los Portales S.A. también mantiene vigente un Primer Programa de Bonos Corporativos de oferta pública, inscrito por un monto de hasta US\$30 millones o su equivalente en Soles, según se detalla en la siguiente tabla.

	Primera Emisión	Segunda Emisión
<b>Serie:</b>	Única	A
<b>Monto:</b>	US\$6'681,000	US\$6'588,000
<b>Plazo:</b>	3 años	3 años
<b>Estructura de Pagos:</b>	Bullet con pagos de interés trimestral	Bullet con pagos de interés trimestral
<b>Vencimiento:</b>	20/12/2020	19/06/2021
<b>Tasa de Interés:</b>	5.50%	6.00%
<b>Garantías:</b>	Carta Fianza emitida por Banco Santander Perú S.A. por el 15% del saldo del principal total pendiente de los Bonos emitidos.	Carta Fianza emitida por Banco Santander Perú S.A. por el 15% del saldo del principal total pendiente de los Bonos emitidos.
<b>Destino de los Recursos:</b>	Prepago de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Titulizados del Negocio Inmobiliario de Los Portales S.A. y de la Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Oferta Privada Los Portales S.A.	Cancelar deuda de terceros (mutuos) y/o cancelar cualquiera de las emisiones relacionadas a los Programas de Bonos Corporativos de Oferta Privada de Los Portales S.A.

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

Por otro lado, al cierre de diciembre de 2018, el patrimonio de la Compañía ascendió a S/534.9 millones, reflejando un incremento de 13.12% en comparación a similar periodo del año anterior, lo cual se explicó en mayor medida por la capitalización parcial de utilidades acumuladas por S/82.5 millones realizada en el mes de mayo de 2018, lo cual resulta favorable para los indicadores de solvencia de Los Portales. Al 31 de marzo de 2019, el patrimonio se situó en S/520.5 millones, presentando un aumento interanual de 4.40%, pero una reducción de 2.71% en el trimestre. Esto último explicado por la distribución de dividendos acordada en el mes de marzo del presente ejercicio<sup>7</sup>.

El fortalecimiento del patrimonio en el año 2018, así como el ajuste de pasivos observado en el periodo, repercutieron en una mejora de los principales indicadores de solvencia de la Compañía en el año analizado. Sin embargo, al cierre de marzo de 2019, se evidencian aumentos en los indicadores de palanca financiera y contable, como se puede apreciar en el siguiente gráfico:



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

<sup>7</sup> En Junta General Obligatoria Anual de Accionistas de fecha 27 de marzo de 2019 se acordó, entre otros puntos, la aplicación de los Resultados del 2018, de la siguiente manera: S/19.83 millones serán distribuidos como dividendos; S/7.47 millones fueron

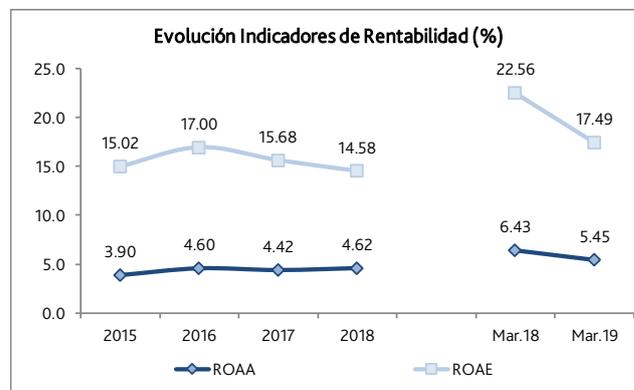
## Rentabilidad y Eficiencia

En el año 2018, los ingresos de Los Portales sumaron S/766.3 millones, lo cual se explicó principalmente por el crecimiento de los ingresos obtenidos por la venta de inmuebles (+3.61%), así como por los mayores intereses generados a partir del financiamiento de estos (+15.67%). Por su parte, el costo de ventas aumentó en una proporción menor (+1.51%) alcanzando los S/499.8 millones, sustentado en un ajuste en el costo de la unidad de venta de inmuebles, permitiendo que la utilidad bruta mejore tanto en términos relativos como absolutos. Es de mencionar que el Estado de Resultados a diciembre de 2018 de la Compañía recoge el impacto de la NIIF 15 (Ingresos de actividades ordinarias procedentes de contratos con clientes) en sus ingresos y costo de ventas, así también se han utilizados los estados financieros reformulados por el auditor externo a diciembre de 2017 recogiendo dicho impacto para fines comparativos.

Por su parte, se observaron algunas mejoras a nivel de gastos operativos, al disminuir los gastos de administración en el año 2018 (-4.63%), mientras que el gasto de ventas se mantuvo estable (+0.90%), lo cual se explicó principalmente por la disminución del personal el último trimestre del año evaluado, debido a que como parte del proceso de reorganización simple antes mencionado, parte del personal pasó a la planilla de LPE. Lo anterior contrarrestó la disminución de la cuenta de otros ingresos y gastos, con lo cual la utilidad operativa aumentó en 26.07%.

Adicionalmente, se observó una disminución en los gastos financieros registrados en el estado de resultados al pasar de S/6.1 millones a S/5.4 millones entre ejercicios (-11.52%), en línea con la menor deuda financiera. Lo anterior contrarrestó parcialmente la pérdida cambiaria observada en el ejercicio 2018 por S/6.1 millones, permitiendo que la utilidad neta mejore en un 5.83% (S/74.7 millones).

Al 31 de marzo de 2019, la utilidad neta de Los Portales ascendió a S/16.3 millones, reflejando una disminución interanual de 31.08%, lo cual se explica por los menores ingresos registrados en el trimestre (-18.33%), como consecuencia de la aplicación de la NIIF 15 a partir del año 2017, que conllevó a que parte de los ingresos del cuarto trimestre de dicho año fueran reconocidos como recién en el primer trimestre de 2018. En este sentido, se evidenció cierto ajuste en los principales indicadores de rentabilidad, como se observa en el siguiente gráfico:



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

para el incremento de la reserva legal; y, (ii) S/47.39 millones se mantuvieron en resultados acumulados.

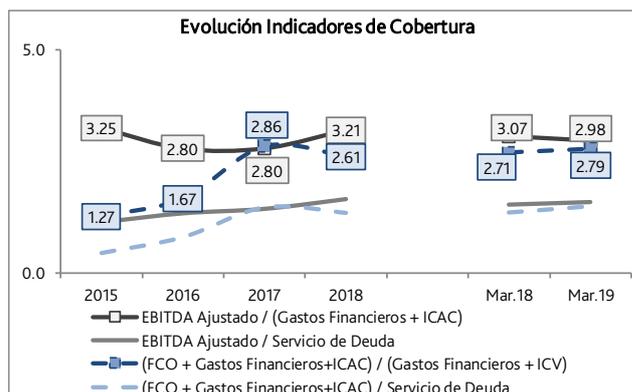
### Generación y capacidad de pago

Al 31 de diciembre de 2018, el EBITDA Ajustado de Los Portales ascendió a S/195.8 millones, logrando un incremento de 9.26% en comparación a lo alcanzado en el año 2017 (S/179.2 millones). Es de mencionar que, para dicho cálculo, se regresan los intereses que en su momento se capitalizaron y que ahora son cargados al costo de ventas como parte de la unidad inmobiliaria. Al 31 de marzo de 2019, el EBITDA sumó S/35.8 millones (S/183.2 millones en términos anualizados).

Por su parte, el Flujo de Caja Operativo (FCO) de la Compañía se redujo de S/118.6 millones en el 2017 a S/98.2 millones al corte de análisis, como consecuencia de los mayores pagos realizados a proveedores. Al 31 de marzo de 2019, se evidencia una mejora en términos de FCO al sumar S/25.4 millones (S/13.1 millones el primer trimestre de 2018).

Como consecuencia de lo explicado previamente, la cobertura de gastos financieros e ICAC<sup>8</sup> con el EBITDA Ajustado se ubicó en 3.21 veces y teniendo en cuenta el Flujo de Caja Operativo<sup>9</sup> en 2.61 veces; mientras que los indicadores de cobertura del servicio de deuda se situaron en 1.66 veces con el EBITDA Ajustado y en 1.35 veces vía el Flujo de Caja Operativo.

Al 31 de marzo de 2019, se observa cierto ajuste en los indicadores de cobertura con EBITDA, debido a que a partir del 2019 los pasivos por arrendamiento se consideran dentro de la deuda financiera. En el siguiente gráfico se presente la evolución de los principales indicadores de cobertura:



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

### ACTIVIDADES COMPLEMENTARIAS

De acuerdo a lo establecido en el Anexo 5 del Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo (Resolución SMV N° 032-2015-SMV/01), si la Clasificadora en el año en que se realizó la clasificación recibió ingresos del Emisor por Actividades Complementarias (clasificación de instrumentos que no están contemplados dentro de los valores representativos de deuda de oferta pública), deberá revelar la proporción de los mismos en relación a sus ingresos totales. En este sentido, Equilibrium comunica que, al 30 de abril de 2019, los ingresos percibidos por Actividades Complementarias de Los Portales S.A. representan 0.259% de sus ingresos totales.

<sup>8</sup> Se suman a los Gastos Financieros los Intereses Capitalizados de Activos Calificables (ICAC), que son intereses devengados que se registran en el estado de situación financiera.

<sup>9</sup> Para el cálculo de los indicadores de cobertura se le regreso al FCO los gastos financieros e ICAC del periodo, dado que son deducidos en los estados financieros presentados por la Compañía.

## LOS PORTALES S.A.

Reformulado

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (En Miles de Soles)	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	138,728	98,059	61,415	107,721	58,934	65,661
Cuentas por Cobrar Comerciales	130,062	140,642	135,934	152,824	144,580	145,168
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	20,873	31,101	29,924	28,515	37,517	42,442
Otras Cuentas por Cobrar	14,668	35,644	50,247	46,648	12,997	13,131
Inventarios	494,254	475,090	573,033	473,981	480,914	515,266
Gastos Pagados por Anticipado	2,720	1,628	1,835	4,608	2,113	3,520
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>801,305</b>	<b>782,164</b>	<b>852,388</b>	<b>814,297</b>	<b>737,055</b>	<b>785,188</b>
Cuentas por Cobrar Comerciales	269,656	320,378	338,651	415,391	437,505	437,841
Inversiones en subsidiarias	61,418	61,689	58,122	61,485	99,966	99,781
Inversiones Inmobiliarias	189,372	217,686	178,908	178,283	173,190	115,801
Inm., Mob. y Equipo, Neto	149,715	155,330	151,558	149,928	120,645	121,152
Activos en Arrendamiento - Derecho de uso	0	0	0	0	0	30,229
Intangibles, Neto	39,743	39,129	36,665	35,617	18,716	18,127
Otras Cuentas por Cobrar	3,000	3,000	0	0	4,716	4,584
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>712,904</b>	<b>797,212</b>	<b>763,904</b>	<b>840,704</b>	<b>854,738</b>	<b>827,515</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1,514,209</b>	<b>1,579,376</b>	<b>1,616,292</b>	<b>1,655,001</b>	<b>1,591,793</b>	<b>1,612,703</b>
Cuentas por Pagar Comerciales (incluye factoring)	252,244	271,175	291,541	236,563	262,407	239,905
Provisiones	2,475	1,862	1,699	1,643	975	915
Cuentas por Pagar Relacionadas	5,603	1,825	13,199	2,195	14,548	10,850
Otras Cuentas por Pagar	125,347	116,010	103,855	156,741	90,411	126,294
Deuda Financiera C/P	97,632	90,249	94,269	95,232	84,760	82,332
Parte Corriente Deuda Financiera L/P	97,703	73,939	60,375	63,111	57,247	49,165
Pasivo por Arrendamientos	0	0	0	0	0	4,345
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>581,004</b>	<b>555,060</b>	<b>564,938</b>	<b>555,485</b>	<b>510,348</b>	<b>513,806</b>
Cuentas por Pagar Comerciales	57,205	79,583	76,485	67,813	55,566	52,257
IR Diferido	29,792	41,296	34,037	40,986	34,310	28,706
Obligaciones Financieras	475,809	475,949	467,929	492,202	456,639	455,928
Pasivo por Arrendamientos	0	0	0	0	0	41,546
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>562,806</b>	<b>596,828</b>	<b>578,451</b>	<b>601,001</b>	<b>546,515</b>	<b>578,437</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,143,810</b>	<b>1,151,888</b>	<b>1,143,389</b>	<b>1,156,486</b>	<b>1,056,863</b>	<b>1,092,243</b>
Capital Social	171,254	171,254	171,254	171,254	253,754	253,754
Reserva Legal	26,757	32,068	34,251	34,251	34,964	42,433
Resultados Acumulados	119,277	153,069	196,824	269,334	171,522	207,955
Resultados del Ejercicio	53,111	71,097	70,574	23,676	74,690	16,318
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>370,399</b>	<b>427,488</b>	<b>472,903</b>	<b>498,515</b>	<b>534,930</b>	<b>520,460</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>1,514,209</b>	<b>1,579,376</b>	<b>1,616,292</b>	<b>1,655,001</b>	<b>1,591,793</b>	<b>1,612,703</b>

Reformulado

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (En Miles de Soles)	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Ingresos por Venta de Inmuebles	527,690	544,270	507,083	115,675	525,403	106,121
Ingresos por Servicios Prestados (hoteles, estacionamientos y rentas).	135,496	139,438	136,525	32,367	143,389	10,840
Ingresos por Financiamiento de Venta de Inmuebles	54,065	71,977	84,666	23,467	97,513	23,109
<b>Total ingresos</b>	<b>717,251</b>	<b>755,685</b>	<b>728,274</b>	<b>171,509</b>	<b>766,305</b>	<b>140,070</b>
Costos de Venta de Inmuebles	-384,987	-420,384	-394,170	-81,319	-389,329	-79,915
Costos por Servicios Prestados (hoteles, estacionamientos y rentas).	-94,397	-96,535	-98,149	-23,337	-110,424	-7,847
<b>Total costos</b>	<b>-479,384</b>	<b>-516,919</b>	<b>-492,319</b>	<b>-104,656</b>	<b>-499,753</b>	<b>-87,762</b>
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>237,867</b>	<b>238,766</b>	<b>235,955</b>	<b>66,853</b>	<b>266,552</b>	<b>52,308</b>
Gastos de Administración	-75,292	-84,198	-83,626	-18,567	-79,753	-15,930
Gastos de Ventas	-45,668	-57,719	-60,923	-15,859	-61,469	-18,111
Otros Ingresos / Gastos, Neto	2,655	18,301	6,556	1,619	-1,826	3,531
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>119,562</b>	<b>115,150</b>	<b>97,962</b>	<b>34,046</b>	<b>123,504</b>	<b>21,798</b>
Gastos Financieros	-10,144	-11,499	-6,068	-1,105	-5,369	-1,835
Diferencia en Cambio	-72,517	4,833	12,736	1,437	-6,100	3,376
Reclasificación de Activos Financieros	31,319	649	4	0	586	0
Ganancia por venta de asociada	7,303	0	-4,729	0	-3,819	0
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>75,523</b>	<b>109,133</b>	<b>99,905</b>	<b>34,378</b>	<b>108,802</b>	<b>23,339</b>
Impuesto a las ganancias	-22,412	-38,036	-29,331	-10,702	-34,112	-7,021
<b>Result. Neto antes de la Dif. Camb. de las Oper. En el Exterior</b>	<b>53,111</b>	<b>71,097</b>	<b>70,574</b>	<b>23,676</b>	<b>74,690</b>	<b>16,318</b>

## LOS PORTALES S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	3.09	2.69	2.42	2.32	1.98	2.10
Deuda Financiera / Pasivo	0.59	0.56	0.54	0.56	0.57	0.58
Deuda Financiera / Patrimonio	1.81	1.50	1.32	1.30	1.12	1.22
Pasivo / Activo	0.76	0.73	0.71	0.70	0.66	0.68
Pasivo Corriente / Pasivo	0.51	0.48	0.49	0.48	0.48	0.47
Pasivo No Corriente / Pasivo	0.49	0.52	0.51	0.52	0.52	0.53
Deuda Financiera / EBITDA Ajustado <sup>1</sup>	3.88	3.35	3.47	3.36	3.06	3.46
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente	1.38	1.41	1.51	1.47	1.44	1.53
Prueba Ácida	0.50	0.49	0.40	0.52	0.47	0.49
Liquidez Absoluta	0.24	0.18	0.11	0.19	0.12	0.13
Capital de Trabajo (S/000)	220,301	227,104	287,450	258,812	226,707	271,382
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos operativos / Ingresos	16.86%	18.78%	19.85%	20.07%	18.43%	24.30%
Gastos financieros / Ingresos	1.41%	1.52%	0.83%	0.64%	0.70%	1.31%
Días de rotación de cuentas por cobrar	162	205	231	271	266	370
Días de rotación de inventarios	361	338	383	391	364	507
Días de rotación de cuentas por pagar	195	230	263	268	247	306
Ciclo de Conversión de Efectivo	328	313	352	394	383	571
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen bruto	33.16%	31.60%	32.40%	38.98%	34.78%	37.34%
Margen operativo	16.67%	15.24%	13.45%	19.85%	16.12%	15.56%
Margen neto	7.40%	9.41%	9.69%	13.80%	9.75%	11.65%
ROAA (Return Over Average Assets) <sup>1</sup>	3.90%	4.60%	4.42%	6.43%	4.62%	5.45%
ROAE (Return Over Average Equity) <sup>1</sup>	15.02%	17.00%	15.68%	22.56%	14.58%	17.49%
<b>GENERACIÓN (S/000)</b>						
FCO del periodo	14,452	46,020	118,649	13,060	98,168	25,363
FCO Anualizado	14,452	46,020	118,649	107,840	98,168	110,471
EBITDA Ajustado del periodo	173,145	191,187	179,226	48,444	195,814	35,797
EBITDA Ajustado <sup>2</sup>	173,145	191,187	179,226	193,467	195,814	183,167
Margen EBITDA Ajustado	24.14%	25.30%	24.61%	28.25%	25.55%	25.56%
<b>COBERTURA</b>						
EBITDA Ajustado / (Gastos Financieros + ICAC <sup>3</sup> ) <sup>1</sup>	3.25	2.80	2.80	3.07	3.21	2.98
EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda <sup>1</sup>	1.15	1.34	1.44	1.54	1.66	1.59
(FCO + Gastos Financieros+ICAC <sup>3</sup> ) / (Gastos Financieros + ICV) <sup>1</sup>	1.27	1.67	2.86	2.71	2.61	2.79
(FCO + Gastos Financieros+ICAC <sup>3</sup> ) / Servicio de Deuda <sup>1</sup>	0.45	0.80	1.47	1.35	1.35	1.50
(FCO + Gastos Financieros+ICAC <sup>3</sup> ) / (Servicio de Deuda+Papeles Comerciales) <sup>1</sup>	0.30	0.52	0.90	0.83	0.86	0.95

<sup>1</sup> Indicadores Anualizados.<sup>2</sup> EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado + intereses cargados al costo de ventas.<sup>3</sup> ICAC: Intereses Capitalizados sobre Activos Calificables.

## LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

Reformulado

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (En Miles de Soles)	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	162,621	124,599	76,680	130,726	81,052	92,134
Cuentas por Cobrar Comerciales	134,383	144,262	139,736	156,842	158,808	157,352
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	444	11,993	5,652	6,046	2,498	1,333
Otras Cuentas por Cobrar	26,321	24,324	36,010	32,194	33,305	37,687
Inventarios	576,410	529,063	635,304	536,414	559,620	593,362
Gastos Pagados por Anticipado	10,037	1,630	1,849	3,995	2,448	4,100
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>910,216</b>	<b>835,871</b>	<b>895,231</b>	<b>866,217</b>	<b>837,731</b>	<b>885,968</b>
Cuentas por Cobrar Comerciales	278,715	328,512	346,175	422,695	443,552	443,747
Otras Cuentas por Cobrar	7,437	15,319	0	0	7,189	6,171
Inversiones Financieras Permanentes	15,781	14,350	14,020	20,345	23,576	24,593
Inm., Mob. y Equipo, Neto	150,011	157,534	153,463	151,744	143,192	143,211
Activos en arrendamiento - Derecho de uso	0	0	0	0	0	55,513
Inversiones Inmobiliarias	189,372	217,686	178,908	178,999	173,190	115,801
Intangibles, Neto	45,184	43,403	39,499	38,465	35,444	34,444
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>686,500</b>	<b>776,804</b>	<b>732,065</b>	<b>812,248</b>	<b>826,143</b>	<b>823,480</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1,596,716</b>	<b>1,612,675</b>	<b>1,627,296</b>	<b>1,678,465</b>	<b>1,663,874</b>	<b>1,709,448</b>
Cuentas por Pagar Comerciales (incluye factoring)	268,632	286,250	294,317	241,262	251,616	217,977
Anticipo de Clientes	141,940	76,752	65,432	101,953	87,181	115,516
Cuentas por Pagar Relacionadas	10	9	0	0	0	0
Otras Cuentas por Pagar	34,028	51,628	53,013	69,744	44,378	60,614
<b>Deuda Financiera C/P</b>	<b>100,426</b>	<b>90,556</b>	<b>94,660</b>	<b>95,826</b>	<b>99,546</b>	<b>86,271</b>
Papeles Comerciales	77,597	78,446	79,181	79,419	66,932	66,612
Deuda Bancaria	22,829	12,110	15,479	16,407	32,614	19,659
<b>Parte Corriente Deuda Financiera L/P</b>	<b>99,696</b>	<b>74,884</b>	<b>59,984</b>	<b>62,516</b>	<b>56,753</b>	<b>75,041</b>
Obligaciones con Terceros	42,163	3,544	672	1,075	389	645
Bonos de Titulización y Corporativos	23,712	34,155	21,685	21,391	23,259	22,712
Deuda Bancaria	33,821	37,185	37,627	40,050	33,105	31,972
Pasivo por arrendamientos	0	0	0	0	0	19,712
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>644,732</b>	<b>580,079</b>	<b>567,406</b>	<b>571,301</b>	<b>539,474</b>	<b>555,419</b>
Cuentas por Pagar Comerciales	57,205	79,583	76,485	11,669	55,566	52,257
IR Diferido	27,757	37,311	27,822	34,772	26,970	21,302
Otras Cuentas por Pagar	13,115	11,566	11,451	67,813	12,170	12,170
<b>Obligaciones Financieras</b>	<b>480,247</b>	<b>475,949</b>	<b>467,929</b>	<b>492,202</b>	<b>491,743</b>	<b>547,535</b>
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>578,324</b>	<b>604,409</b>	<b>583,687</b>	<b>606,456</b>	<b>586,449</b>	<b>633,264</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,223,056</b>	<b>1,184,488</b>	<b>1,151,093</b>	<b>1,177,757</b>	<b>1,125,923</b>	<b>1,188,683</b>
Capital Social	171,254	171,254	171,254	171,254	253,754	253,754
Reserva Legal	26,565	31,876	34,154	34,154	34,154	41,699
Resultados de Conversión	3,461	3,262	2,662	2,551	3,295	3,037
Resultados Acumulados	107,647	153,370	194,896	270,180	170,325	204,958
Resultados del Ejercicio	64,733	68,425	73,237	22,569	76,423	17,317
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>373,660</b>	<b>428,187</b>	<b>476,203</b>	<b>500,708</b>	<b>537,951</b>	<b>520,765</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>1,596,716</b>	<b>1,612,675</b>	<b>1,627,296</b>	<b>1,678,465</b>	<b>1,663,874</b>	<b>1,709,448</b>

Reformulado

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (En Miles de Soles)	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Ingresos por Venta de Inmuebles	576,731	628,589	533,431	119,500	547,959	113,838
Ingresos Financieros del Negocio Inmobiliario	56,649	79,755	86,580	23,987	99,462	23,565
Ingresos por Servicios de Playas de Estacionamiento	79,118	86,384	90,786	21,923	93,744	22,999
Ingresos por Servicios Hoteleros	54,190	51,159	46,168	11,037	51,441	10,445
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	2,188	1,896	2,174	264	1,017	395
<b>Total ingresos</b>	<b>768,876</b>	<b>847,783</b>	<b>759,139</b>	<b>176,711</b>	<b>793,623</b>	<b>171,242</b>
Costos de Venta de Inmuebles	-421,293	-490,757	-411,928	-84,463	-407,949	-85,946
Costos por Servicios de Playa de Estacionamiento	-57,023	-61,220	-63,360	-15,036	-64,310	-15,132
Costos por Servicios Hoteleros	-36,050	-34,783	-35,349	-8,757	-37,762	-7,662
Costos por Servicios de Renta Inmobiliaria	-1,324	-1,101	-1,248	-157	-571	-185
<b>Total costos</b>	<b>-515,690</b>	<b>-587,861</b>	<b>-511,885</b>	<b>-108,413</b>	<b>-510,592</b>	<b>-108,925</b>
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>253,186</b>	<b>259,922</b>	<b>247,254</b>	<b>68,298</b>	<b>283,031</b>	<b>62,317</b>
Gastos de Administración	-79,976	-90,424	-91,362	-20,203	-96,742	-21,154
Gastos de Ventas	-46,693	-58,641	-62,138	-16,109	-60,334	-18,801
Otros Ingresos / Gastos, Neto	2,651	1,981	4,850	1,413	-3,090	3,460
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>129,168</b>	<b>112,838</b>	<b>98,604</b>	<b>33,399</b>	<b>122,865</b>	<b>25,822</b>
Revalorización de Terrenos	31,319	649	4	0	586	0
Gastos Financieros	-12,538	-12,130	-8,566	-1,750	-8,171	-3,323
Diferencia en Cambio	-71,253	4,240	12,751	1,326	-5,976	3,136
Participación en inversiones	4,085	63	-503	-124	-542	-164
Ganancia por venta de asociada	7,303	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>88,084</b>	<b>105,660</b>	<b>102,290</b>	<b>32,851</b>	<b>108,762</b>	<b>25,471</b>
Impuesto a las ganancias	-25,923	-37,036	-28,453	-10,171	-32,972	-7,896
<b>Result. Neto antes de la Dif. Camb. de las Oper. En el Exterior</b>	<b>62,161</b>	<b>68,624</b>	<b>73,837</b>	<b>22,680</b>	<b>75,790</b>	<b>17,575</b>
Diferencia en Cambio Op. en el Exterior	2,572	-199	-600	-111	633	-258
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>64,733</b>	<b>68,425</b>	<b>73,237</b>	<b>22,569</b>	<b>76,423</b>	<b>17,317</b>

## LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	3.27	2.77	2.42	2.35	2.09	2.28
Deuda Financiera / Pasivo	0.56	0.54	0.54	0.55	0.58	0.60
Deuda Financiera / Patrimonio	1.82	1.50	1.31	1.30	1.20	1.36
Pasivo / Activo	0.77	0.73	0.71	0.70	0.68	0.70
Pasivo Corriente / Pasivo	0.53	0.49	0.49	0.49	0.48	0.47
Pasivo No Corriente / Pasivo	0.47	0.51	0.51	0.51	0.52	0.53
Deuda Financiera / EBITDA Ajustado <sup>12</sup>	3.71	3.37	3.44	3.26	3.28	3.80
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente	1.41	1.44	1.58	1.52	1.55	1.60
Prueba Ácida	0.46	0.48	0.39	0.51	0.45	0.45
Liquidez Absoluta	0.25	0.21	0.14	0.23	0.15	0.17
Capital de Trabajo (S/000)	265,484	255,792	327,825	294,916	298,257	330,549
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos operativos / Ingresos	16.47%	17.58%	20.22%	20.55%	19.79%	23.33%
Gastos financieros / Ingresos	1.63%	1.43%	1.13%	0.99%	1.03%	1.94%
Días de rotación de cuentas por cobrar	157	188	227	269	247	310
Días de rotación de inventarios	385	338	409	430	421	467
Días de rotación de cuentas por pagar	188	212	259	242	239	216
Ciclo de Conversión de Efectivo	354	315	378	456	429	561
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen bruto	32.93%	30.66%	32.57%	38.65%	35.66%	36.39%
Margen operativo	16.80%	13.31%	12.99%	18.90%	15.48%	15.08%
Margen neto	8.08%	8.09%	9.73%	12.83%	9.55%	10.26%
ROAA (Return Over Average Assets) <sup>1</sup>	4.53%	4.26%	4.52%	4.77%	4.64%	4.20%
ROAE (Return Over Average Equity) <sup>1</sup>	18.41%	17.07%	16.20%	16.92%	15.07%	13.93%
<b>GENERACIÓN (S/000)</b>						
FCO del periodo	17,408	52,614	109,559	25,204	81,308	36,743
FCO Anualizado	17,408	52,614	109,559	113,153	81,308	92,847
EBITDA Ajustado del periodo	183,546	190,177	181,237	51,837	197,318	41,165
EBITDA Ajustado Anualizado <sup>2</sup>	183,546	190,177	181,237	199,546	197,318	186,646
Margen EBITDA Ajustado	23.87%	22.43%	23.87%	29.3%	24.86%	24.0%
<b>COBERTURA</b>						
EBITDA Ajustado / Inter. Pagad. <sup>13</sup>	5.43	3.75	3.06	3.27	3.71	3.88
EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda <sup>14</sup>	1.37	1.51	1.50	1.61	1.77	1.77
EBITDA Ajustado / (SD + Papeles Comerciales) <sup>14</sup>	0.87	0.93	0.91	0.98	1.11	1.09
(FCO Anualizado + Inter. Pagad.) / Inter. Pagad. <sup>13</sup>	1.51	2.04	2.85	2.86	2.53	2.93
(FCO Anualizado + Inter. Pagad.) / Servicio de Deuda <sup>14</sup>	0.38	0.82	1.40	1.40	1.21	1.34
(FCO Anualizado + Inter. Pagad.) / (SD + Papeles Comerciales) <sup>14</sup>	0.24	0.51	0.84	0.85	0.75	0.82
<b>COVENANTS REPORTADOS</b>						
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado <sup>2</sup> ( $\leq 3.75x$ )	2.82	2.72	2.83	2.54	2.90	2.66
Deuda Financiera Neta / Patrimonio ( $\leq 1.65x$ )	1.39	1.21	1.11	1.05	1.06	1.05
EBITDA Ajustado / SD <sup>4</sup> (2013 $\geq 1.15x$ 2014 $\geq 1.30x$ )	1.37	1.51	1.59	1.65	1.77	1.95

<sup>1</sup> Indicadores anualizados.

<sup>2</sup> EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado + intereses cargados al costo de ventas.

<sup>3</sup> Los datos de intereses pagados fueron proporcionados por Los Portales S.A.

<sup>4</sup> Servicio de Deuda = Parte cte. de la deuda de largo plazo + intereses pagados.

**ANEXO I**  
**HISTORIA DE LA CLASIFICACIÓN\* – LOS PORTALES S.A.**

Instrumento	Clasificación Anterior** (Al 30.09.18)	Clasificación Actual (Al 31.03.19)	Definición de la Categoría Actual
Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada Los Portales S.A. (hasta por US\$50.0 millones o su equivalente en soles)	EQL 2+.pe	EQL 2+.pe	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.
Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública Los Portales S.A. (hasta por US\$30.0 millones o su equivalente en soles)	EQL 2+.pe	EQL 2+.pe	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.
Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.  <b>Primera Emisión</b> <b>(hasta por US\$16.0 millones)</b>	A-.pe	A-.pe	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.  <b>Segunda Emisión</b> <b>(hasta por US\$10.0 millones)</b>	A-.pe	A-.pe	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

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

\*\* Sesión de Comité del 29 de noviembre de 2018.

**ANEXO II**  
**ACCIONARIADO, PLANA GERENCIAL Y PLANA DE DIRECTORES DE LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS**

**Accionistas al 30.05.19**

Accionistas	Participación
GR Holding S.A.	50.00%
Constructoras ICA S.A.B. de C.V.	49.99%
Ingenieros Civiles Asociados	0.01%
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>

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

**Directores al 30.05.19**

Plana de Directores	
Ernesto Raffo Paine	Presidente del Directorio
Bernardo Quintana Isaac	Director
Guillermo Veloacha Raffo	Director
Antonio Ortega Castro*	Director
Ernesto Fernandini Raffo	Director
Alberto Pescetto Raffo	Director
Rodrigo Quintana Kawage	Director
Guadalupe Phillips Margain	Director
Bernardo Casas Godoy**	Director (suplente)
Eduardo Ibarra Díaz	Director (suplente)

\*Desde el 02.10.18

\*\*Desde el 01.10.18

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

**Plana Gerencial al 30.05.19**

Plana Gerencial	
Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Juan Carlos Rubio Limón	Gerente Central de Administración y Finanzas
Wilfredo De Souza Ferreyra Ugarte	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios
Fernando Gomez Ñato	Gerente de Negocios de Estacionamientos
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Negocios Hoteleros
Ernesto Stowers Pérez	Gerente Legal Corporativo
Janeth Zelada Rodríguez	Gerente de Contabilidad
Juan Garcia Apac	Gerente de Planeamiento
Javier Vildosola Carpio	Gerente de Finanzas Corporativas y Relación con Inversionistas

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

© 2019 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

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

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

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

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

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

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

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