



LOS PORTALES S.A.

Lima, Perú

Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 06 de febrero de 2018

Contacto:

(511) 616 0400

Gabriela Bedregal

Analista

gbedregal@equilibrium.com.pe

Erika Salazar

Analista Asociado

esalazar@equilibrium.com.pe

* Para ver el resumen de las estructuras remitirse al Anexo I.

** Para más información respecto a la categoría y clasificación anterior, referirse al Anexo II.

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 2013, 2014, 2015 y 2016 así como Estados Financieros Intermedios al 30 de setiembre de 2016 y 2017 de Los Portales S.A. y Subsidiarias, información adicional proporcionada por el emisor y la versión final del Contrato Marco, el Prospecto Marco del Programa de Bonos Corporativos Públicos de Los Portales S.A., y la versión final del Complemento del Prospecto Marco y el Contrato Complementario de la Primera Emisión de dicho programa. Cabe indicar que también se tuvo acceso a la información financiera individual de Los Portales S.A. 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 la metodología vigente aprobada en sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

Fundamento: Tras el análisis respectivo, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la categoría A-pe a la Primera Emisión contemplada en el Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A. (en adelante, Los Portales o la Compañía).

Sustenta esta decisión, en principio, el alto componente de los ingresos de la Compañía que está respaldado por contratos de largo plazo. Así, el 73.75% de sus ingresos provienen exclusivamente de la venta de lotes habilitados, cuyo pago es diferido hasta en 72 meses, mientras que aproximadamente el 3.00% de los ingresos procede de la operación de concesiones de estacionamientos en diversos distritos de Lima que se extienden hasta el año 2028.

También se tomó en consideración la mayor generación a través del Flujo de Caja Operativo y la mejora en las condiciones de la deuda de la Compañía, contando a la fecha con plazos de pago que se han incrementado en casi un año desde el año 2015 y con tasas de interés que han bajado en aproximadamente 60 puntos básicos en los últimos meses. Esto último implicó el reemplazo de acreencias con terceros (de plazos cortos y mayores tasas) con emisiones en el mercado de capitales.

Del mismo modo, sumó a la clasificación la Carta Fianza Bancaria a ser emitida por BBVA Banco Continental y que garantizaría el 15.00% del saldo del principal total pendiente de los Bonos, siendo este un mejorador a la categoría básica obtenida según nuestra metodología.

Entre los aspectos que limitaron la clasificación de las emisiones de Bonos Corporativos se encontró el aún limitado

Instrumento*

Bonos Corporativos

Clasificación**

A-pe

respaldo patrimonial que le confiere su accionista Constructoras ICA S.A.B. de C.V. (49.99% del accionariado). Empresas Ica S.A.B. de C.V. -la matriz- presentó fuertes problemas financieros en el año 2015 y solicitó su ingreso a concurso mercantil (un recurso con el que cuentan las empresas para negociar el pago de deudas incumplidas con sus acreedores) el 25 de agosto del año pasado, con pre-acuerdo con sus acreedores.

Otro aspecto que determina la clasificación es el nivel histórico de la cobertura del servicio de deuda vía el Flujo de Caja Operativo de la Compañía, al ubicarse dicho ratio por debajo de 1.00 veces a la fecha de análisis y que cuenta con un *track record* negativo hasta antes del cierre del 2015.

Asimismo, se contempla la menor relación con la que cuentan dichos instrumentos respecto al pago de los bonos titulizados y de parte de la deuda bancaria, contando éstos últimos con garantías como terrenos, cartera de cuentas por cobrar o incluso la sede corporativa de la Compañía.

Asimismo, se observa el aún elevado apalancamiento contable y financiero que registra, el cual se origina en la ausencia de aportes de capital durante los cuatro últimos ejercicios anuales y en el incremento del nivel de endeudamiento que, si bien se contuvo durante el 2016, este continuó, pero a tasas bajas durante los tres primeros trimestres del año pasado.

No menos importante resultó la exposición que tiene Los Portales a las fluctuaciones del tipo de cambio que, aunque no conlleve a un descalce en flujos, sí tiene un efecto en el estado de resultados y en los indicadores de solvencia vía

patrimonio. Es de resaltar que la Compañía ha venido ejecutando un plan de acción para minimizar el porcentaje de la deuda en Dólares Americanos y por tanto reducir el impacto negativo del tipo de cambio.

Como hechos de importancia, es de mencionar que las operaciones de lotes habilitados y de viviendas uni-familiares y multi-familiares se vieron afectadas por el Fenómeno El Niño Costero (FEN) de inicios del 2017, conllevando a la

reducción de más del 10.00% del nivel de ingresos a setiembre de 2017.

Por último, Equilibrium espera que la mejora de la generación de caja operativa y de los indicadores de solvencia y de cobertura continúe como prioridad de Los Portales hacia los siguientes periodos, y comunicará oportunamente al mercado en caso se presenten deterioros en el riesgo o capacidad de pago de la Compañía.

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

- Sostenida mejora de los ratios de liquidez y de coberturas de gastos financieros y de servicio de deuda.
- Mejora del respaldo patrimonial y del nivel de capital social.
- Mejora de los indicadores de solvencia.
- Eliminación de las fuentes de descalce de monedas.

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

- Deterioro del respaldo patrimonial por eventos que afecten a sus accionistas y/o por variaciones en la política de reparto de dividendos que afecten al nivel de patrimonio contable de Los Portales.
- Disminución de los niveles de liquidez e incremento de los indicadores de apalancamiento.
- Deterioro en la fuente de generación financiera de la Compañía, que resulte en menores niveles de cobertura de servicio de deuda y de gastos de intereses.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Los Portales S.A. es una empresa que fue constituida en Lima el 06 de marzo de 1996. Entre sus actividades está el desarrollo de proyectos de habilitación 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, cabe mencionar que el 25 de agosto del año pasado solicitó su ingreso a concurso mercantil, presentando un plan de reestructuración pre acordado con sus principales acreedores. En base a esto, *Moody's Investors Service* modificó la clasificación de la deuda de largo plazo de Empresas Ica de Caa3 a C, retirando dicho *rating* el 30 de agosto del 2017, al considerar un porcentaje de menos de 35% de recuperación del capital de los bonistas. La situación del Grupo Ica no implicaría la salida de dicho accionista de la posición con la que cuenta en la Compañía.

Es de señalar que el *rating* de capacidad de pago de Los Portales recoge la situación de *default* del Grupo Ica, desde que se anunciara la cesación de pagos a finales del año 2015.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo III.

Cabe mencionar que cinco de los diez miembros del Directorio pertenecen a Grupo Raffo, mientras que todos los funcionarios de la Plana Gerencial fueron designados por el mismo. Por otro lado, según lo indicado por la Gerencia de la Compañía, la toma de decisiones corporativas de Los Portales no se ve afectada por la situación del Grupo Ica; no obstante, Equilibrium realiza un continuo monitoreo respecto a la situación de dicho accionista y a los posibles impactos en el riesgo crediticio de Los Portales.

Operaciones productivas

Unidad Vivienda

Incluye la promoción y desarrollo del negocio inmobiliario, que además genera ingresos por el financiamiento directo que la Compañía brinda a los compradores de lotes. Los Portales desarrolla i) proyectos de habilitación urbana, los mismos que representan el 87.25% de los ingresos (operativos y financieros) de la unidad inmobiliaria, además de ii) proyectos de edificación de viviendas de interés social a través de programas gubernamentales como Mi Vivienda y Techo Propio y proyectos multifamiliares de vivienda.

A setiembre de 2017, esta unidad mostró una reducción de 15.61% respecto al mismo periodo del año 2016, lo que se originó en la postergación de proyectos desarrollados en el norte del país ante el Fenómeno El Niño costero de inicios

del 2017. Así, la participación de esta unidad respecto al total de ingresos pasó de 82.72% a setiembre de 2016 a 80.14% al corte evaluado.

Negocio de Estacionamientos

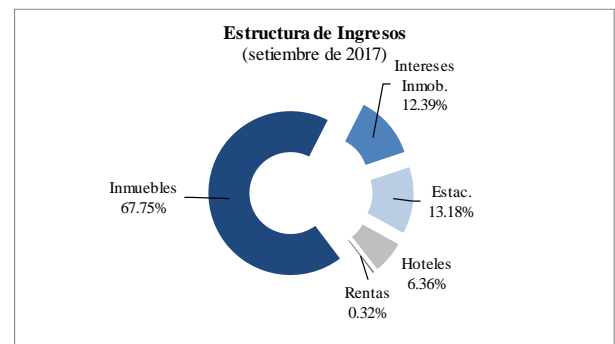
Representando el 13.18% de los ingresos totales a la fecha de análisis, el negocio de estacionamientos contempla la construcción, administración, operación y concesión de éstos, tanto propios como de terceros, además de la gestión de negocios asociados como *valet parking*, publicidad *indoor* y lavado de autos. A la fecha de análisis, Los Portales opera 191 playas de estacionamiento a nivel nacional (207 a diciembre de 2016), en formatos que varían desde micro playas hasta concesiones con entidades gubernamentales.

Negocio Hotelero

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros, de lujo y de carácter corporativo. La Compañía opera cinco hoteles (Country Club Lima Hotel, Los Portales Hotel Tarma, Los Portales Hotel Piura, Los Portales Hotel Chiclayo y Los Portales Hotel Cuzco) y gerencia el hotel Las Arenas de Máncora, en Piura. Esta unidad representa el 6.36% de los ingresos totales a la fecha de análisis.

Unidad 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 o en el Boulevard del Hotel Country Club Lima. Esta unidad participa con el 0.32% de los ingresos a setiembre del 2017.



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

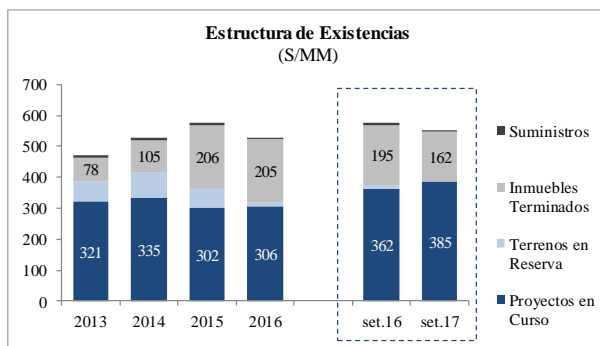
ANÁLISIS FINANCIERO

Activos y Liquidez

Los activos de Los Portales totalizaron S/1,641.40 millones a setiembre del 2017, exhibiendo un ligero incremento de 1.78% respecto a diciembre de 2016.

Las existencias, por S/553.39 millones, representaron la principal cuenta del activo con una participación de 33.71%. Al analizar sus componentes, se encontró que los proyectos en curso y los suministros se incrementaron en S/79.04 millones, superando la reducción de S/54.71 millones de los terrenos para desarrollo inmobiliario y los inmuebles terminados. Dicha reducción se encuentra en línea con los esfuerzos de la Compañía por alcanzar mejores indicadores de rotación de los inventarios.

Además, se encuentra que las cuentas por cobrar comerciales corrientes y no corrientes cuentan con una alta participación (31.63% de los activos), totalizando S/519.11 millones. Este rubro, que es generado principalmente por el negocio inmobiliario, contó con un incremento de S/7.03 millones en la porción circulante y de S/39.30 millones en la porción no circulante. Esta variación se encuentra neta de una venta de cartera de cuentas por cobrar del negocio de Habilitación Urbana por US\$5.00 millones (Contrato de Transferencia de Cartera de Letras sin Recurso) realizada del 15 de junio del 2017 a Alpha Investment S.A. Esta operación es un piloto cuyos resultados, a la fecha, se encuentran en línea con lo que la Compañía estimó.

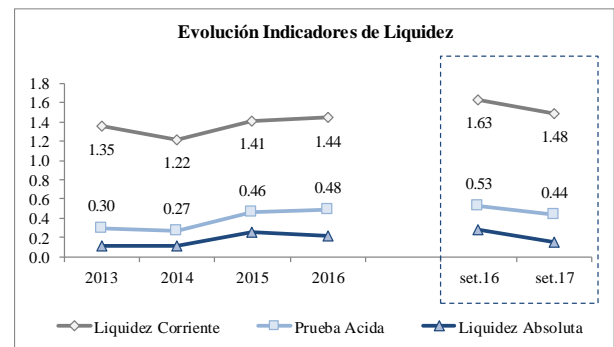


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Otro rubro de alta participación es el de inversiones inmobiliarias, cuyo valor fue de S/214.97 millones al tercer trimestre de este año. Estas inversiones están compuestas principalmente por la reserva territorial de la Compañía (*land bank*), activos sobre los que no ha definido un uso y que en el corto plazo no serán vendidos ni desarrollados. Este corresponde a un área total de 232.10 has. (243.30 has. a diciembre de 2016), y los terrenos están distribuidos en los distritos de La Molina, Chosica-Lurigancho y Carabayllo en Lima, además de las ciudades de Piura, Ica y Chimbote.

Respecto a la cuenta de efectivo y equivalentes, ésta totalizó S/89.24 millones a setiembre de 2017 tras disminuir en 28.38% respecto a diciembre de 2016, producto de la adquisición de terrenos para la reserva territorial por aproximadamente S/50.00 millones, y debido a los menores fondos ante la ralentización del negocio inmobiliario por el FEN Costero. Cabe indicar que el total de efectivo y equivalentes incorpora saldos no disponibles por S/55.00 millones.

Dada la ausencia de variaciones significativas en el activo circulante y la ligera reducción del pasivo circulante, el ratio de liquidez corriente pasó de 1.44 veces a 1.48 veces, mientras que el capital de trabajo pasó de S/255.46 millones a S/273.47 millones entre diciembre de 2016 y setiembre de 2017. Por otro lado, los indicadores más ácidos de liquidez sí reflejan la reducción en el nivel de efectivo, ubicándose la liquidez ácida y la liquidez absoluta en 0.44 y 0.16 veces (0.48 y 0.21 veces a diciembre de 2016).

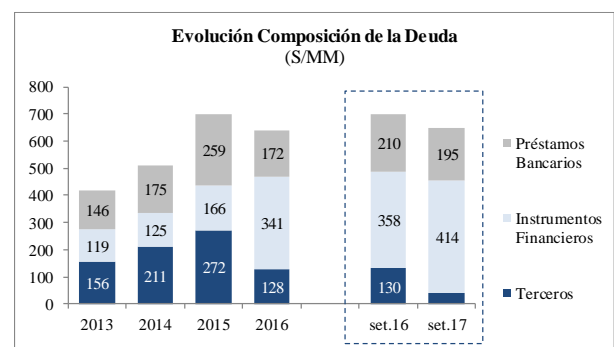


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Estructura Financiera y Solvencia

El pasivo totalizó S/1,180.44 millones, contando las obligaciones financieras con la mayor participación respecto a los activos (39.54%). Al respecto, la deuda totalizó S/648.90 millones, con un ligero aumento de 1.17% respecto a diciembre de 2016, principalmente por incrementos de la porción no corriente de los instrumentos emitidos en el mercado de capitales, y ante la emisión de Bonos Corporativos Privados. Con dichas emisiones, Los Portales canceló parte de su deuda con terceros, reduciéndose la misma de S/128.48 millones a S/39.55 millones.

Cabe indicar que las obligaciones financieras de Los Portales se han mantenido sin variaciones significativas durante los últimos periodos, lo que ha permitido un mejor manejo del plazo promedio de la deuda, y del costo financiero que ésta implica.

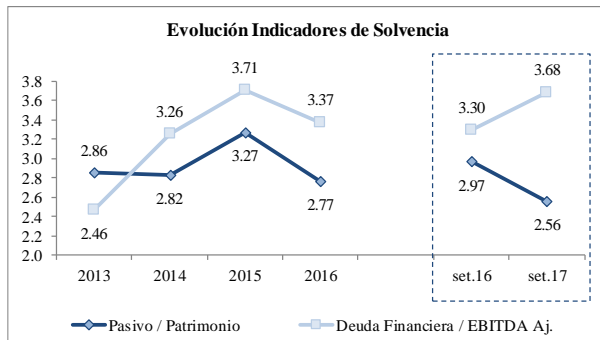


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Las obligaciones con los proveedores -originadas en las operaciones de compra de terrenos, materiales y suministros de construcción, además del desarrollo de obras-, participaron en la estructura de fondeo con el 18.82%, y registraron una reducción de 15.57% respecto a diciembre del año 2016. Al respecto, resalta la disminución de la porción corriente de este rubro, permitiendo a la Compañía un mejor manejo de sus compromisos comerciales con terceros. Es de precisar que el tramo circulante de las cuentas por pagar incorpora las operaciones de *factoring* realizadas por Los Portales.

Entre otras cuentas del pasivo se encuentran los anticipos de clientes, que corresponden a los pagos recibidos durante el periodo de habilitación de inmuebles en proceso antes de la entrega del bien (programada usualmente para finales de cada año), momento en el que se procede a reconocer los anticipos como ingresos. Así, a setiembre del año pasado,

los anticipos sumaron S/115.20 millones, con una reducción de 8.02% respecto al mismo periodo del 2016 que, según lo indicado por la Compañía, responde también al menor dinamismo de la unidad inmobiliaria como efecto del Fenómeno El Niño Costero.

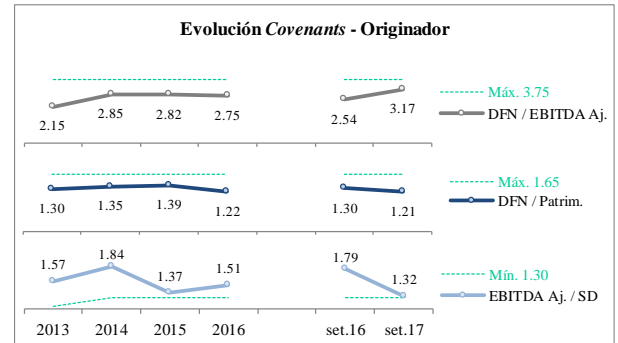


*EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos + intereses cargados al costo de ventas
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Por su parte, el patrimonio presentó un incremento de 7.65% en los nueve meses evaluados, ante la acumulación de resultados. Esto, aunado a la ligera disminución del pasivo, conllevó a que el ratio pasivo / patrimonio pasara de 2.77 veces a 2.56 veces entre diciembre de 2016 y setiembre de 2017. No obstante, un ratio más ácido de apalancamiento, como es el de deuda / EBITDA Ajustado¹, se incrementó de 3.37 a 3.68 veces, debido a que las condiciones climatológicas conllevaron a un menor resultado operativo, impactando el EBITDA Ajustado.

Estando Los Portales sujeto al cálculo de *covenants* según lo establecido en los documentos del programa de bonos titulizados vigente a la fecha, Equilibrium mantiene un continuo análisis de los mismos y de sus componentes. De este modo, a la fecha de análisis se encontró:

- Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado (límite máximo de 3.75 veces): pasó de 2.75 a 3.17 veces en los meses evaluados, contemplando tanto la reducción del EBITDA como la reducción de más de una cuarta parte del efectivo;
- Deuda Financiera Neta / Patrimonio (límite máximo de 1.65 veces): pasó de 1.22 a 1.21 veces;
- EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda (límite mínimo de 1.30 veces): se redujo de 1.51 a 1.32 veces, encontrándose muy ajustado respecto al límite del *covenant*. Cabe indicar que el deterioro de este ratio se corregiría hacia los siguientes meses, dado que, según lo indicado por la Compañía, los proyectos del Norte del país que fueron postergados, ya habrían sido concretados antes del cierre del 2017.

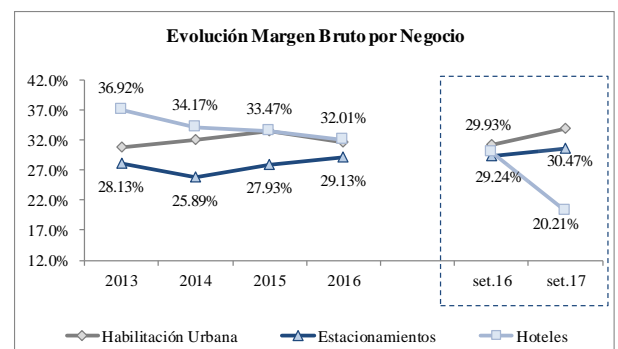


*EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos + intereses cargados al costo de ventas
** Servicio de Deuda = Parte cte. de la deuda de largo plazo + intereses pagados
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Los ingresos de Los Portales al tercer trimestre de 2017 fueron S/513.97 millones, con una reducción interanual de 12.90% (-S/76.12 millones) que refleja el impacto que tuvo el Fenómeno El Niño Costero de inicios del 2017 sobre la unidad inmobiliaria de la Compañía, como se mencionó anteriormente. Esta disminución también incorpora la menor actividad de la unidad hotelera ante los trabajos de remodelación de Country Club Lima Hotel. Cabe resaltar el positivo desempeño de la unidad de Estacionamientos durante los tres primeros trimestres del periodo pasado, unidad que generó S/3.45 millones más en los 12 meses analizados.

Los costos de venta mostraron una disminución de 15.09% de setiembre de 2016 a setiembre de 2017 (+S/61.54 millones), en parte por el menor dinamismo de la unidad inmobiliaria, pero también como consecuencia de la reclasificación contable de algunos costos que pasaron a ser gastos, esto último con el valor aproximado de S/7.00 millones. De esta manera, el resultado bruto disminuyó en 8.00% (S/14.58 millones), significando un margen de 32.63% para el periodo evaluado. Por unidades, se encontró un menor margen bruto de la unidad hotelera al pasar este de 29.24% a 20.21%, dada la remodelación de Country Club Lima Hotel.



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

En cuanto a la utilidad operativa, esta se ubicó en S/63.50 millones, con una reducción de 24.88% dado el incremento de la carga operativa por S/12.31 millones. A su vez, este aumento responde a la reclasificación de costos como gastos mencionado en los párrafos anteriores, y a los pagos y

¹ EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos + intereses cargados al costo de ventas.

liquidaciones enfrentados por Los Portales para reducir la operación de microplayas y el número de personal.

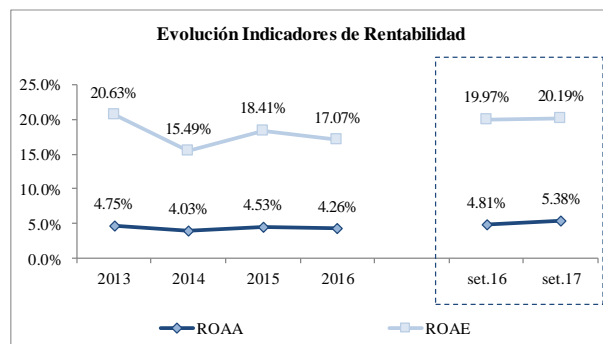
Los gastos financieros se redujeron como efecto de las menores tasas negociadas por Los Portales con sus acreedores financieros y ante un ligero incremento de la salida de intereses del rubro gastos financieros hacia el rubro de inventarios. Al respecto, es de indicar que dado que la unidad inmobiliaria de la Compañía implica el desarrollo de activos inmobiliarios en plazos prolongados (hasta seis años), Los Portales registra intereses capitalizados por activos calificables que se detraen de los intereses devengados. Por otro lado, la Compañía registra intereses pagados anualizados a setiembre de 2017 por S/58.43 millones, monto que es utilizado para el cálculo de los indicadores de cobertura, siendo esta información alcanzada directamente por Los Portales. Estos datos se pueden encontrar a continuación:

(S/ miles)	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
Intereses devengados	55,852	51,918	69,124	49,002
Intereses capitalizados por activos calificables	-43,314	-42,047	-56,994	-43,884
Gastos Financieros	12,538	9,871	12,130	5,118
Intereses pagados LTM	33,831	44,883	50,765	58,427

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

La Compañía está expuesta al riesgo cambiario, al contar con el 35.20% de sus activos y el 63.87% de sus pasivos en Dólares Estadounidenses a setiembre de 2017. Dado que el tipo de cambio contable fue menor que doce meses antes (pasó de S/3.400 a S/3.265, según la Superintendencia de Banca y Seguros del Perú), Los Portales registra una diferencia cambiaria de S/12.57 millones (S/1.62 millones a setiembre de 2016), reduciendo el impacto del menor resultado operativo.

Tras considerar el resultado cambiario por las operaciones en el exterior, la utilidad neta de la Compañía a setiembre de 2017 fue S/49.27 millones, representando un margen de 9.59% (5.00% en el mismo periodo del año anterior), exhibiendo un incremento de S/19.77 millones respecto a setiembre de 2016. En línea con lo expresado anteriormente, el indicador de Rentabilidad Anualizada respecto al Activo Promedio aumentó de 4.81% a 5.38%, mientras que la Rentabilidad Anualizada respecto al Patrimonio Promedio pasó de 19.97% a 20.19%.

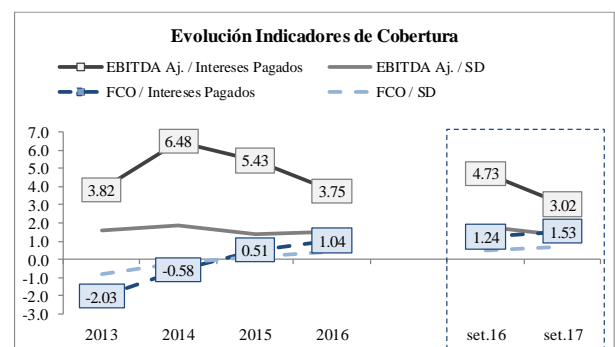


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Dado el peso relativo del negocio inmobiliario en las cifras de Los Portales, se suman al EBITDA los intereses que en su momento se capitalizaron y que ahora son cargados al costo de ventas, con lo que se obtiene un EBITDA Ajustado de S/176.27 millones al corte analizado (S/212.08 millones a setiembre de 2016).

Como una medida más ácida de generación, el Flujo de Caja Operativo (FCO) se ubicó en S/48.90 millones al periodo de evaluación, superando ampliamente los S/12.12 millones del mismo periodo del año anterior. Se debe indicar que los proyectos de habilitación urbana y de vivienda edificada están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, lo que implicó hasta el año 2015 el registro de un Flujo de Caja Operativo negativo. Esto fue revertido por Los Portales al modificar su estrategia de compra y uso de inmuebles para el desarrollo y venta, enfocándose a la fecha en el uso intensivo de los inmuebles terminados con los que cuenta. En línea con lo anterior, el FCO Anualizado pasó de S/55.59 millones a S/89.39 millones.

Los ratios de cobertura vía EBITDA se vieron afectados por la disminución de la generación, de manera que el EBITDA Ajustado / intereses pagados se ubicó en 3.02 veces (4.73 veces a setiembre de 2016) y el indicador EBITDA Ajustado / Servicio de deuda se situó en 1.32 veces (1.79 veces a setiembre de 2016). Por su parte, las coberturas vía FCO aumentaron como efecto de la anualización del numerador, pasando el ratio de cobertura de intereses pagados de 1.24 a 1.53 veces, y el de Servicio de Deuda de 0.47 a 0.67 veces.



*EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos + intereses cargados al costo de ventas
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Los Portales S.A. y Subsidiarias

En Miles de Soles

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	53,429	64,408	162,621	161,510	124,599	89,238
Cuentas por Cobrar Comerciales	68,469	93,628	134,383	138,686	144,262	151,296
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	22,417	435	444	8,038	11,993	5,564
Otras Cuentas por Cobrar	23,442	15,011	26,321	43,456	24,324	34,809
Total Existencias	471,417	526,145	576,410	575,754	529,063	553,387
Gastos Pagados por Anticipado	8,747	7,091	10,037	15,802	1,630	4,085
Total Activo Corriente	647,921	706,718	910,216	943,246	835,871	838,379
Cuentas por Cobrar Comerciales	119,108	163,354	278,715	305,037	328,512	367,814
Inversiones Financieras Permanentes	40,944	56,143	15,781	14,736	14,350	13,956
Inversiones Inmobiliarias	112,012	150,703	189,372	167,236	217,686	214,968
Inm., Mob. y Equipo, Neto	134,465	141,970	150,011	149,739	157,534	155,439
Intangibles, Neto	33,660	41,123	45,184	43,571	43,403	40,703
Otras Cuentas por Cobrar	0	0	7,437	14,295	15,319	10,145
Total Activo No Corriente	440,189	553,293	686,500	694,614	776,804	803,025
TOTAL ACTIVOS	1,088,110	1,260,011	1,596,716	1,637,860	1,612,675	1,641,404
Cuentas por Pagar Comerciales	124,494	198,460	268,632	239,867	286,250	223,401
Anticipo de Clientes	179,061	129,856	141,940	125,249	76,752	115,201
Cuentas por Pagar Relacionadas	0	6,193	10	6	9	13,167
Otras Cuentas por Pagar	33,422	44,853	34,028	46,318	51,628	51,040
Deuda Financiera C/P	78,685	140,941	100,426	120,523	90,556	86,496
Papeles Comerciales	51,149	62,407	77,597	80,487	78,446	73,004
Deuda Bancaria	27,536	78,534	22,829	40,036	12,110	13,492
Parte Corriente Deuda Financiera L/P	63,781	61,000	99,696	46,028	74,884	75,608
Obligaciones con Terceros	41,436	30,289	42,163	3,526	3,544	479
Bonos de Titulización y Corporativos	10,721	11,180	23,712	34,034	34,155	33,701
Deuda Bancaria	11,624	19,531	33,821	8,468	37,185	41,428
Total Pasivo Corriente	479,442	581,303	644,732	577,991	580,079	564,913
Cuentas por Pagar Comerciales	16,245	14,491	57,205	70,618	79,583	85,468
IR Diferido	21,653	15,025	27,757	32,383	37,311	32,263
Otras Cuentas por Pagar	10,920	10,920	13,115	11,344	11,566	11,005
Obligaciones Financieras	277,750	308,802	480,247	532,747	475,949	486,793
Préstamos de Terceros	114,612	180,712	206,156	126,945	124,935	39,072
Bonos de Titulización y Corporativos	56,794	51,391	105,063	243,809	228,591	307,510
Deuda Bancaria	106,344	76,699	169,028	161,993	122,423	140,211
Total Pasivo No Corriente	326,568	349,238	578,324	647,092	604,409	615,529
TOTAL PASIVO	806,010	930,541	1,223,056	1,225,083	1,184,488	1,180,442
Capital Social	171,254	171,254	171,254	171,254	171,254	171,254
Reserva Legal	16,445	21,243	26,565	31,876	31,876	34,154
Resultados de Conversión	0	889	3,461	3,422	3,262	2,676
Resultados Acumulados	48,064	88,714	107,647	176,719	153,370	203,604
Resultados del Ejercicio	46,337	47,370	64,733	29,506	68,425	49,274
TOTAL PATRIMONIO NETO	282,100	329,470	373,660	412,777	428,187	460,962
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1,088,110	1,260,011	1,596,716	1,637,860	1,612,675	1,641,404

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
Ingresos por Venta de Inmuebles	411,640	498,737	576,731	430,201	628,589	348,224
Ingresos Financieros del Negocio Inmobiliario	32,007	42,722	56,649	57,938	79,755	63,706
Ingresos por Servicios de Playas de Estacionamiento	63,215	74,433	79,118	64,290	86,384	67,735
Ingresos por Servicios Hoteleros	47,151	50,049	54,190	36,242	51,159	32,681
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	1,608	1,905	2,188	1,416	1,896	1,623
Total ingresos	555,621	667,846	768,876	590,087	847,783	513,969
Costos de Venta de Inmuebles	-307,205	-367,479	-421,293	-336,067	-490,757	-272,098
Costos por Servicios de Playa de Estacionamiento	-45,432	-52,699	-57,023	-45,492	-61,220	-47,093
Costos por Servicios Hoteleros	-29,741	-32,945	-36,050	-25,395	-34,783	-26,076
Costos por Servicios de Renta Inmobiliaria	-1,033	-1,333	-1,324	-824	-1,101	-973
Total costos	-383,411	-454,456	-515,690	-407,778	-587,861	-346,240
RESULTADO BRUTO	172,210	213,390	253,186	182,309	259,922	167,729
Gastos de Administración	-64,498	-73,301	-79,976	-63,144	-90,424	-65,688
Gastos de Ventas	-27,910	-37,924	-46,693	-37,731	-58,641	-47,496
Otros Ingresos / Gastos, Neto	37,994	7,378	2,651	3,095	1,981	8,955
RESULTADO OPERATIVO	117,796	109,543	129,168	84,529	112,838	63,500
Revalorización de Terrenos		8,232	31,319	0	649	0
Gastos Financieros	-9,984	-10,645	-12,538	-9,871	-12,130	-5,117
Diferencia en Cambio	-41,345	-34,623	-71,253	1,620	4,240	12,570
Participación en inversiones	1,228	-3,084	4,085	528	63	-630
Ganancia por venta de asociada	0	0	7,303	0	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	67,695	69,423	88,084	76,806	105,660	70,323
Impuesto a las ganancias	-21,358	-22,942	-25,923	-23,650	-37,036	-20,463
Result. Neto antes de la Dif. Cambiaria de las Oper. En	46,337	46,481	62,161	53,156	68,624	49,860
Diferencia en Cambio Op. en el Exterior	0	889	2,572	-23,650	-199	-586
RESULTADO NETO	46,337	47,370	64,733	29,506	68,425	49,274

Los Portales S.A. y Subsidiarias

PRINCIPALES INDICADORES	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	2.86	2.82	3.27	2.97	2.77	2.56
Deuda Financiera / Pasivo	0.52	0.55	0.56	0.57	0.54	0.55
Deuda Financiera / Patrimonio	1.49	1.55	1.82	1.69	1.50	1.41
Pasivo / Activo	0.74	0.74	0.77	0.75	0.73	0.72
Pasivo Corriente / Pasivo	0.59	0.62	0.53	0.47	0.49	0.48
Pasivo No Corriente / Pasivo	0.41	0.38	0.47	0.53	0.51	0.52
Deuda Financiera / EBITDA Ajustado ¹	2.46	3.26	3.71	3.30	3.37	3.68
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	1.35	1.22	1.41	1.63	1.44	1.48
Prueba Ácida	0.30	0.27	0.46	0.53	0.48	0.44
Liquidez Absoluta	0.11	0.11	0.25	0.28	0.21	0.16
Capital de Trabajo (S/000)	168,479	125,415	265,484	365,255	255,792	273,466
GESTIÓN						
Gastos operativos / Ingresos	16.63%	16.65%	16.47%	17.09%	17.58%	22.02%
Gastos financieros / Ingresos	1.80%	1.59%	1.63%	1.67%	1.43%	1.00%
RENTABILIDAD						
Margen bruto	30.99%	31.95%	32.93%	30.90%	30.66%	32.63%
Margen operativo	21.20%	16.40%	16.80%	14.32%	13.31%	12.35%
Margen neto	8.34%	6.96%	8.08%	9.01%	8.09%	9.70%
ROAA (Return Over Average Assets) *	4.75%	4.03%	4.53%	4.81%	4.26%	5.38%
ROAE (Return Over Average Equity) *	20.63%	15.49%	18.41%	19.97%	17.07%	20.19%
GENERACIÓN (S/000)						
FCO del periodo	-90,749	-14,073	17,408	12,123	52,614	48,896
FCO Anualizado	-90,749	-14,073	17,408	55,586	52,614	89,387
EBITDA Ajustado del periodo	170,565	156,857	183,546	136,849	190,177	122,946
EBITDA Ajustado ¹	170,565	156,857	183,546	212,084	190,177	176,274
Margen EBITDA Ajustado	30.70%	23.49%	23.87%	23.19%	22.43%	23.92%
COBERTURA *						
EBITDA Ajustado ¹ / Intereses pagados ²	3.82	6.48	5.43	4.73	3.75	3.02
EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda ³	1.57	1.84	1.37	1.79	1.51	1.32
EBITDA Ajustado / SD + Papeles Comerciales	1.07	1.06	0.87	1.07	0.93	0.85
FCO / Intereses pagados ²	-2.03	-0.58	0.51	1.24	1.04	1.53
FCO / Servicio de Deuda	-0.84	-0.17	0.13	0.47	0.42	0.67
FCO / SD + Papeles Comerciales	-0.57	-0.10	0.08	0.28	0.26	0.43

* Indicadores anualizados.

COVENANTS ORIGINADOR	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Set.17
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado ¹ ($\leq 3.75x$)	2.15	2.85	2.82	2.54	2.75	3.17
Deuda Financiera Neta / Patrimonio ($\leq 1.65x$)	1.30	1.35	1.39	1.30	1.22	1.21
EBITDA Ajustado / SD ³ ($2013 \geq 1.15x$ $2014 \geq 1.30x$)	1.57	1.84	1.37	1.79	1.51	1.32

¹ EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado - resultado por revalorización + intereses cargados al costo de ventas.² Los datos de intereses pagados son proporcionados por Los Portales S.A.³ Servicio de Deuda = Parte cte. de la deuda de largo plazo + intereses pagados.

ANEXO I

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CLASIFICADOS – LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.

Monto del Programa:	Hasta por US\$30MM o su equivalente en Soles.
Oferta:	Pública.
Duración del Programa:	Hasta por 6 años.
Destino de recursos:	Sustitución de pasivos existentes.

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CLASIFICADOS

	Primera Emisión
Serie:	Única
Monto:	US\$6'681,000
Plazo:	3 años
Estructura de pagos:	<i>Bullet</i> con pagos de interés trimestral
Vencimiento:	20/12/2020
Tasa de Interés:	5.500%
Garantías:	Carta Fianza emitida por BBVA Banco Continental por el 15% del saldo del principal total pendiente de los Bonos emitidos
Destino de los recursos:	Prepago de la Primera Emisión contemplada en el 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.

ANEXO II

HISTORIA DE CLASIFICACIÓN* – LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

Instrumento	Clasificación Anterior (Al 30.06.17)**	Clasificación Actual	Definición de Categoría Actual
Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.	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 05 evaluaciones se encuentra disponible en: <http://www.equilibrium.com.pe/clasificacionhistorica.pdf>

** Sesión de Comité del 20 de octubre del 2017

ANEXO III

Accionistas al 06.02.2018

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

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

Directores al 06.02.2018

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

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

Plana Gerencial al 06.02.2018

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 Nato	Gerente de Negocios de Estacionamientos
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Negocios Hoteleros
Arturo Gamarra Guzmán	Gerente de Tesorería, Créditos y Cobranzas
Ernesto Stowers Pérez*	Gerente Legal Corporativo
Janeth Zelada Rodríguez	Gerente de Contabilidad
Bruno Alarcón Casafranca	Gerente de Administración y Logística
Juan Garcia Apac	Gerente de Planeamiento
Javier Vildosola Carpio	Gerente de Finanzas Corporativas y Relación con In- versionistas
Lucienne Freundt-Thurne	Gerente de Capital Humano

*Desde el 03 de octubre de 2017.

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

© 2018 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 RECOMENDACIÓN 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.