



## LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

Lima, Perú

06 de mayo de 2015

Clasificación	Categoría	Definición de Categoría
"Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo Los Portales" Hasta US\$ 50 millones	EQL 2+.pe	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.
"Primer Programa de Papeles Comerciales - Oferta Privada" Hasta US\$ 50 millones	EQL 2+.pe	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.

*"La clasificación que se otorga al presente valor no implica recomendación para comprar, vender o mantenerlo en cartera"*

-----En millones de S/.-----				
	Dic.13	Dic.14	Dic.13	Dic.14
Activos:	1,088.1	1,260.0	Patrimonio: 282.1	329.5
Ingresos:	555.6	667.8	ROAE:	19.2% 15.2%
Utilidad:	46.3	46.4	ROAA:	4.8% 4.0%

<b>Historia:</b> Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo → EQL2+.pe (29.05.13). Primer Programa de Papeles Comerciales - Oferta Privada → EQL2+.pe (13.03.15)
--

Para la presente evaluación se ha utilizado los estados financieros consolidados auditados de Los Portales S.A. y Subsidiarias al 31 de diciembre de 2011, 2012, 2013 y 2014. Asimismo se ha utilizado información adicional proporcionada por Los Portales S.A.

**Fundamento.** Como resultado del análisis y la evaluación respectiva, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió ratificar la categoría EQL2+.pe al Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo y al Primer Programa de Papeles Comerciales - Oferta Privada de Los Portales S.A. y Subsidiarias (en adelante Los Portales o la Compañía). Dicha clasificación de riesgo considera un importe máximo en circulación de US\$30 millones entre ambos programas combinados.

Esta decisión se sustenta en el crecimiento sostenido en las operaciones y proyectos que tiene la Compañía, en la progresiva mejora en sus niveles de generación y en el modelo de negocio inmobiliario (considerado *core* junto con el negocio de estacionamientos), los que van de la mano con la experiencia y *know how* de Los Portales, así como en el respaldo que otorgan sus accionistas (GR Holding S.A. – Grupo Raffo y Constructoras ICA S.A. de CV). Asimismo, se toma en consideración el amplio reconocimiento de la marca y el formato único con el cual opera en el Perú, mediante cuatro unidades de negocios: i) Inmuebles y Desarrollos Inmobiliarios; ii) Playas de Estacionamiento; iii) Hoteles y iv) Rentas.

No obstante lo anterior, limita la clasificación la concentración y crecimiento de sus obligaciones de corto plazo, la baja (en casos negativa) generación de flujos de caja operativos y la exposición que tiene la Compañía respecto a fluctuaciones cambiarias, las mismas que impactaron en resultados y - por consiguiente- en patrimonio en los dos últimos años, mas no en los flujos de caja.

Es igualmente importante señalar la variación contable registrada en los estados financieros de la Compañía producto de su adopción a NIIF, ya que el reconocimiento de

las ventas inmobiliarias depende de la culminación y entrega de los proyectos de habilitación urbana y de los proyectos de vivienda edificada, los cuales, a su vez, están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, mayormente de corto y mediano plazo. Mientras estos ingresos no pueden ser registrados como ingresos por ventas, son considerados anticipos de clientes.

Los Portales S.A. se constituyó en Lima en 1996 bajo la razón social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., cambiando su razón social a Los Portales S.A. en febrero de 2000. A la fecha del presente análisis, GR Holding (Grupo Raffo) posee el 50% del accionariado de la Compañía y Constructora ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México, conjuntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. (también del Grupo ICA de México) poseen el 50% de la participación restante.

En marzo de 2013, la Junta General de Accionistas aprobó el proceso de Reorganización Simple que entró en vigencia el 31 de marzo de 2013 y tuvo por objetivo escindir del patrimonio de Los Portales un bloque patrimonial constituido por la unidad de negocio Centro Comercial Lima Outlet Center, el mismo que fue aportado a la empresa Strip Centers del Perú S.A. (constituida tras acuerdo con Parque Arauco – operador de centros comerciales en Chile), la cual tiene la concesión y el derecho a usufructo del mencionado centro comercial, denominado ahora In Outlet. la Compañía tiene el 49% de participación en Strip Centers del Perú S.A. De acuerdo a lo señalado, Los Portales desarrolla sus actividades a través de cuatro líneas de negocio: Venta y Financiamiento de Inmuebles, Administración y Operación de Playas de Estacionamiento, Servicios Hoteleros y Servicios de Renta Inmobiliaria.

*"La nominación .pe refleja riesgos solamente comparables en Perú."*

Al 31 de diciembre de 2014 los ingresos de la Compañía totalizaron S/.667.8 millones, lo que implica un crecimiento de 20.2% respecto al año anterior y que responde a las mayores ventas por el negocio inmobiliario (+21.2% ó S/.11.2 millones), las mayores ventas por los servicios de playas de estacionamiento (+17.7% o S/.S/.8.0 millones) y los mayores ingresos financieros (+33.5% o S/.10.7 millones), éstos últimos generados por el financiamiento directo que otorga Los Portales a sus clientes para la compra de lotes.

El mayor incremento en ventas (+20.2%) en comparación al mostrado por los costos totales (+19.2%) explica el avance de 22.5% en los resultados brutos durante los últimos dos años analizados, los que se sitúan en S/.210.9 millones al cierre del ejercicio 2014.

Por otro lado, la utilidad operativa retrocede en términos relativos, pasando de 21.2% respecto a ingresos totales (al cierre 2013) a 17.6% respecto a ingresos totales (al cierre 2014), tras considerar el mayor gasto administrativo (+12.4%) y de ventas (+30.0%), así como un menor ingreso extraordinario que el mostrado a diciembre de 2013 (revaluación de un terreno por S/.19.3 millones). Se debe mencionar que al restar esa porción del ingreso extraordinario del estado de resultados al cierre 2013, el margen operativo deriva en un nivel de 17.7% respecto a ventas, en línea con lo registrado en el 2014.

El mayor gasto financiero del año 2014 frente al del año 2013 (+6.6%) producto del incremento en el saldo de obli-

gaciones financieras corrientes, además de la menor pérdida por ajustes de tipo de cambio durante los mismos años (-16.3%), contribuyen a que la utilidad neta de la Compañía se sitúe en S/.46.5 millones, manteniéndose en un nivel similar al del cierre 2013 (S/.46.3 millones). Nuevamente, cabe recordar que el ingreso extraordinario por revaluación de inversiones correspondiente al terreno de Lima Outlet Center que se consideraba a diciembre de 2013, presiona los resultados de ese periodo al alza.

Por último, Equilibrium considera que la experiencia y la capacidad de generación en las unidades de negocios de Los Portales y sus facilidades de acceso al crédito, aseguran una adecuada capacidad de observancia con las obligaciones de los instrumentos de deuda de corto plazo. No obstante, el cumplimiento de los mismos dependerá principalmente del mantenimiento y crecimiento en la generación de flujos de corto plazo de los negocios de vivienda, estacionamientos, hoteles y rentas, como consecuencia de la materialización de nuevos proyectos. Del mismo modo, se debe monitorear la generación de flujos de caja operativos y controlar el crecimiento de la deuda de corto plazo, que presiona los indicadores de liquidez. Asimismo, tomar en cuenta el riesgo cambiario que puede seguir afectando los resultados en materia de posición neta de balance (activos vs pasivos), ya que a nivel de flujos de caja la Compañía mantiene un adecuado calce entre sus compras y sus cobranzas.

#### **Fortalezas**

1. Experiencia y *know how* en el negocio inmobiliario y de estacionamientos.
2. Óptima diversificación en unidades de negocio.
3. Crecimiento sostenido del número de proyectos inmobiliarios y del nivel de ventas.

#### **Debilidades**

1. Perfil de deuda de la Compañía persiste en la alta exposición a corto plazo.
2. Exposición al riesgo cambiario.

#### **Oportunidades**

1. Fuerte dinamismo del sector inmobiliario.
2. Creciente demanda de servicios hoteleros frente al desarrollo del sector turismo.
3. Creciente brecha entre oferta y demanda de servicios de estacionamiento en Lima.

#### **Amenazas**

1. Sensibilidad del negocio a los ciclos económicos.
2. Ingreso de nuevos desarrolladores de proyectos inmobiliarios.
3. Disminución del poder adquisitivo de los adquirentes de los lotes.

## DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

Los Portales S.A. es una empresa constituida en Lima el 06 de marzo de 1996 bajo la razón social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., cambiando a Los Portales S.A. en febrero de 2000. La actividad económica de la Compañía se centra en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, venta de departamentos, administración y operación de playas de estacionamiento, hoteles y renta inmobiliaria.

### Reorganización Empresarial

Hacia finales de 2009 e inicios de 2010 se dieron varios cambios en la estructura organizacional de Los Portales, los cuales no solo incluyeron la fusión por absorción de Los Portales S.A. con varias de sus subsidiarias y empresas relacionadas, sino también la transferencia de una de sus inversiones a LP Valores S.A., un acuerdo de incremento de capital por nuevos aportes en efectivo ascendentes a S/.25.5 millones.

En tal sentido, en Junta General de Accionistas realizada el 31 de agosto de 2009, se acordó la fusión por absorción de Los Portales S.A. con tres de sus subsidiarias: Los Portales Negocios Inmobiliarios S.A.C., Promotora Huampaní S.A.C. y Promotora El Golf II S.A.C. Dicha operación se formalizó el 01 de noviembre del mismo año. Adicionalmente, en Junta General de Accionistas de fecha 19 de abril de 2010, se acordó la escisión de un bloque patrimonial para ser transferido a favor de la empresa LP Valores S.A. y la consecuente reducción del capital social de la Compañía producto de dicha transferencia a S/.62.0 millones. Estos últimos acuerdos se formalizaron el 08 de junio de 2010.

Por otro lado, en Junta General de Accionistas realizada el 29 de abril del 2010, se acuerda la fusión por absorción de Los Portales S.A. con Inversiones en Inmuebles S.A., Inversiones en Estacionamientos S.A. (estas dos últimas empresas relacionadas) y con su subsidiaria Constructora Los Portales S.A.

El 18 de marzo de 2013, la Junta General de Accionistas aprobó el proceso de Reorganización Simple que entró en vigencia el 31 de marzo de 2013 y tuvo por objetivo escindir del patrimonio de Los Portales S.A. un bloque patrimonial constituido por la unidad de negocio Centro Comercial Lima Outlet Center, el mismo que fue aportado a Strip Centers del Peru S.A., la cual tendrá la concesión y el derecho a usufructo del mencionado centro comercial.

### Accionistas

A la fecha del presente análisis, la participación accionaria es la siguiente:

Accionsitas	
GR Holding S.A.	50.00%
Constructoras ICA S.A. de CV	49.99%
Ingenieros Civiles Asociados	0.01%

Así, GR Holding S.A., en conjunto con Santa Aurelia S.A. (ambas empresas del Grupo Raffo), mantiene el 50% del accionariado de la Compañía, mientras que Constructoras ICA S.A. de CV del Grupo ICA de México, juntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. posee el 50% restante.

### Directorio y Gerencia

La relación de Directores de Los Portales S.A. se encontró conformada de la siguiente manera:

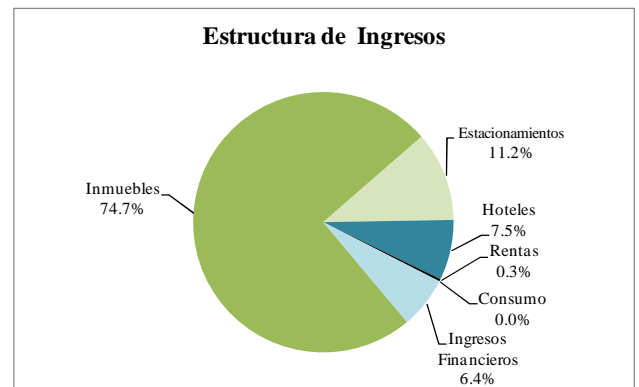
Directorio	
Ernesto Raffo Paine	Presidente del Directorio
Bernardo Quintana Isaac	Director
Guillermo Velaochaga Raffo	Director
Diego Quintana Kawage	Director
Ernesto Fernandini Raffo	Director
Alonso Quintana Kawage	Director
Alberto Pescetto Raffo	Director
Rodrigo Quintana Kawage	Director
Rubén Gerardo López Barrera	Director (Suplente)
Eduardo Ibarra Diaz Ufano	Director (Suplente)

A continuación se detalla la plana gerencial vigente a la fecha del análisis:

Gerencias	
Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Ramón García Quintana	Gerente Central de Administración y Finanzas
Wilfredo De Souza Ferreyra Ugarte	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Negocios de Estacionamientos
Luis Gómez Corthom	Gerente de Negocios Hoteleros
Patricia Mendoza Franco	Gerente Legal
Juan Carlos Izaguirre Alegre	Gerente de Contabilidad
Arturo Cámara Guzmán	Gerente de Administración
Juan García Apac	Gerente de Planeamiento

### Estrategia de Negocios

Los Portales S.A. mantiene como estrategia buscar mayor diversificación en sus negocios, los que se dividen en: habilitación urbana, desarrollo y venta de departamentos, administración de playas de estacionamiento, hoteles y rentas.



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

#### ➤ **Unidad Vivienda**

Incluye la promoción y desarrollo del negocio inmobiliario, que además genera ingresos por el financiamiento directo que realiza a los compradores de lotes. Actualmente desarrolla proyectos de habilitación urbana, viviendas de interés social, proyectos multifamiliares de vivienda a través de programas gubernamentales como Mi Vivienda y Techo Propio.

Al cierre del ejercicio 2014 el negocio inmobiliario participó con el 74.7% de los ingresos totales de la Compañía, ligeramente superior al 74.1% del cierre de 2013.

#### ➤ **Negocio de Estacionamientos**

Con un aporte de 11.2% en los ingresos totales a diciembre de 2014 (superior al 11.1% de diciembre de 2013), el negocio de estacionamientos considera 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 diciembre de 2014, la Compañía tenía 207 playas de estacionamiento en operación, por encima de las 185 que administraba a diciembre de 2013.

#### ➤ **Negocio Hotelero**

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros bajo dos marcas: una de lujo y otra de carácter corporativo. La Compañía opera seis hoteles: Country Club Lima Hotel, Los Portales Hotel Tarma, Los Portales Hotel Piura, Los Portales Hotel Chiclayo, Los Portales Hotel Cuzco y Las Arenas de Máncora en Piura.

Al 31 de diciembre de 2014, el negocio de hoteles representó el 7.5% de los ingresos totales de Los Portales, menor al 8.5% de diciembre de 2013.

Cabe mencionar que recientemente Los Portales incurrió en el segmento de Consumo a través de la operación de tres restaurantes bajo el nombre Pollería Pollo Stop.

#### ➤ **Negocio de Rentas**

Inició sus actividades en 2010 y se dedica a la habilitación de centros comerciales y *stripmalls*, así como a la gestión de arrendamiento de locales comerciales de propiedad de la Compañía.

El proyecto más importante de este rubro es el centro comercial InOutlet ubicado en la Av. Elmer Faucett, cuya operación inició en julio de 2010 bajo la denominación "Lima Outlet Center". Actualmente cuenta con más de 80 locales en su interior y con más de 1 millón de visitantes al año en promedio.

Con respecto a este local, el mismo fue segregado del patrimonio de los Portales el 31 de marzo de 2013 y aportado a la sociedad realizada con Strip Centers del Perú S.A., la cual tiene la concesión y el derecho a usufructo del mencionado centro comercial. Los Portales S.A. no

consolida los ingresos operativos provenientes de las operaciones de Strip Centers del Perú S.A.

El negocio de rentas aportó el 0.3% de los ingresos totales de la Compañía a diciembre de 2014, sin cambios respecto a diciembre de 2013 (0.3%).

#### **Adopción de Normas Internacionales de Información Financiera - NIIF**

En cumplimiento con la Resolución SMV 102-2012-EF/94.01.1, Los Portales S.A. y Subsidiarias adoptó por primera vez las NIIF a partir del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2011. Para la preparación de los estados financieros consolidados, se reconoció una serie de ajustes entre los cuales destacamos los siguientes:

- La Compañía optó por valorizar los inmuebles, maquinaria y equipo a valor razonable, tomando en cuenta la valuación realizada por un perito independiente. De esta manera el mencionado rubro registró un incremento con abono en la cuenta "Resultados acumulados" en el patrimonio neto, neto del impuesto a la renta diferido.
- De acuerdo a los NIIF, el reconocimiento de ingresos se da cuando se produce la entrega física de los terrenos habilitados.
- De acuerdo al punto anterior, las cuentas por cobrar canceladas por clientes, antes de la entrega física, se reconocen como anticipo de clientes en el pasivo.

#### **ANÁLISIS FINANCIERO**

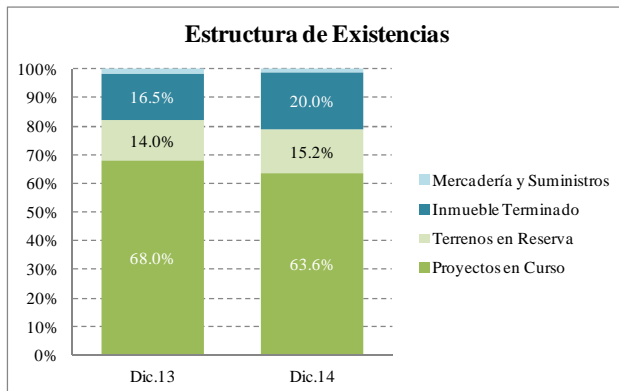
##### **Activos**

Al 31 de diciembre de 2014, los activos de Los Portales totalizaron S/.1,260.0 millones y muestran un crecimiento de 15.8% frente al cierre del ejercicio 2013. Esta evolución se debe al crecimiento de 25.7% de los activos no corrientes, el mismo que se sustentó en (i) el aumento de 37.1% en las cuentas por cobrar comerciales no corrientes, las que pasaron de S/.119.1 millones a S/.163.3 millones, (ii) el aumento de 37.1% en las inversiones financieras permanentes (participación de menos de 50% del capital en Inversiones Real Once S.A., Miraflores S.A. y Strip Centers del Perú S.A.) y (iii) el aumento de 34.5% en inversiones inmobiliarias, que cambiaron de S/.112 millones (a diciembre de 2013) a S/.150.7 millones (a diciembre de 2014).

Cabe mencionar que dentro de la cuenta Inversiones Inmobiliarias, el 96% corresponde a terrenos adquiridos por la Compañía como "reserva territorial", sobre los cuales a la fecha de análisis no se tiene definido ningún desarrollo y en el corto plazo no serán vendidos ni desarrollados. Estos terrenos comprenden un área total de 129.2 hectáreas en los distritos de La Molina, Chosica – Lurigancho y Carabayllo en Lima y en Piura, Ica y Chimbote.

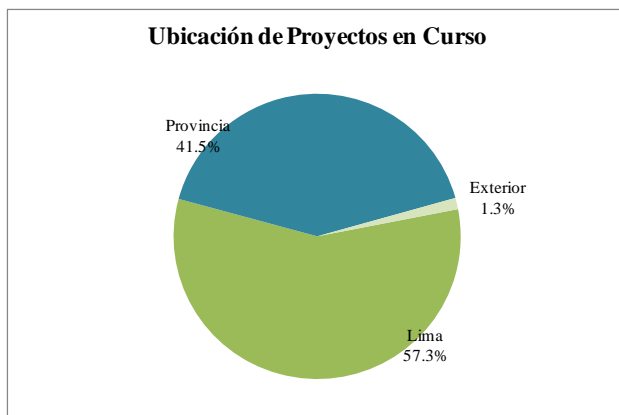
Con un crecimiento de 9.1% del 2013 al 2014, el activo corriente aporta en menor medida al aumento en el total de activos, y se ubica en S/.706.7 millones al cierre del ejercicio

anual analizado, impulsado por mayores existencias (+11.6%) y mayores cuentas por cobrar comerciales (+36.7%).



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

Las existencias están compuestas principalmente por proyectos en curso (63.6% del total existencias), los que están distribuidos en Lima, Ica, Chimbote, Pimentel, Piura, Trujillo, Tumbes, Huancayo, Arequipa, Cusco y Tacna. Estos proyectos son de habilitación urbana, urbanizaciones de viviendas bajo programas gubernamentales (Techo Propio y Mi Vivienda) y edificios de viviendas multifamiliar. Adicionalmente, la Compañía tiene proyectos en curso por S/4.3 millones (1.3% del total de proyectos) en Houston, Texas.



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

Asimismo, a diciembre de 2014 los inventarios incluyen inmuebles terminados por 20.0%. Éstos adquieren importancia en el último año analizado, pues representaron el 16.5% del total existencias en diciembre de 2013.

Dentro de la estructura de inventarios, los terrenos en reserva (sobre los que se desarrollarían proyectos inmobiliarios en el curso corriente de las operaciones) totalizaron S/79.9 millones al cierre de 2014 (S/65.8 millones a diciembre de 2013) y corresponden a 15 inmuebles, con una extensión de 93.9 hectáreas ubicadas en las provincias de Lima, Ica, Chiclayo y Áncash.

En cuanto a las cuentas por cobrar comerciales de corto plazo, éstas ascienden a S/93.6 millones en el último año analizado, lo que implica un aumento de 36.7% respecto a diciembre de 2013 y corresponden esencialmente a letras por cobrar e intereses devengados, derivados de las ventas financiadas por la Compañía a clientes por hasta 72 meses (según Contrato de Venta Garantizado).

A diciembre de 2013, Los Portales mantenía S/22.0 millones (equivalente a US\$7.7 millones) en Cuentas por Cobrar a Relacionadas, correspondientes a la opción de compra firmada en el 2006 con la compañía Belmosi S.A. (antes Bradley Corp.), por el cual Bradley Corp. otorgaba la opción irrevocable de compra del 50.0% de las acciones de Génesis y Renwick, una compañía dedicada a la habilitación urbana en Houston, Texas. Luego que la Compañía decidiera no ejecutar la opción de compra, se produjo el reembolso de US\$9.3 millones (los US\$7.8 millones iniciales correspondientes a la opción más penalidades), el mismo que fue destinado a la compra del 100% de las acciones de LP USA (propiedad de GR Holding), empresa dedicada a habilitación urbana en Houston, Texas, EEUU. De esta manera, las cuentas por cobrar a relacionadas retrocedieron 98.1% y se ubicaron en S/435 mil a diciembre de 2014.

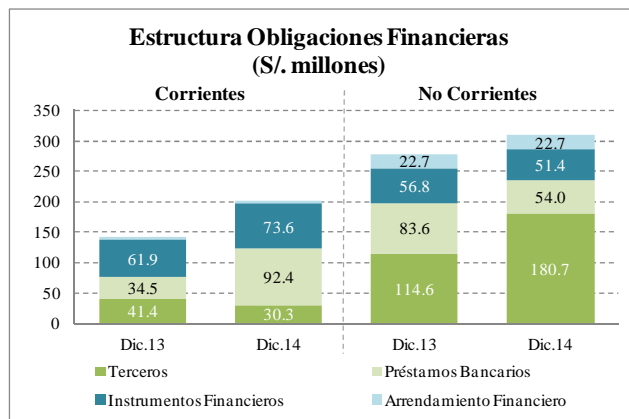
### Pasivos y Patrimonio

Las fuentes de financiamiento de activos, durante los dos últimos periodos anuales analizados, guardan una estructura similar, toda vez que los pasivos de la Compañía totalizaron S/930.5 millones al cierre de diciembre 2014, representando el 73.9% de las fuentes de financiamiento, ligeramente por encima del 74.1% que representaron a diciembre de 2013. El pasivo total muestra un crecimiento de 15.5% del 2013 al 2014 como consecuencia de mayores pasivos corrientes (+21.2%). Por su parte, los pasivos no corrientes registraron un incremento de 6.9%.

A corto plazo, destaca el aumento de las cuentas por pagar comerciales (+59.4%), las que representaron el 15.8% del total pasivo y patrimonio a diciembre de 2014, y que pasaron de S/124.5 millones a S/198.5 millones entre los periodos 2013 y 2014, toda vez que la Compañía presentó un mayor saldo de facturas por pagar originadas por la adquisición de terrenos, materiales y suministros de construcción, además de servicios prestados por empresas relacionadas al desarrollo de obras.

En línea con los mayores ingresos por el negocio inmobiliario, el saldo corriente de anticipos de clientes (S/129.9 millones al cierre de diciembre de 2014) se contrajo 27.5% respecto a diciembre de 2013, debido a que la Compañía registra los pagos recibidos de clientes como anticipos durante el periodo de habilitación hasta la entrega del bien. Sin embargo, una vez que se realiza la entrega de éste, se procede a registrar la venta como un ingreso, y durante el año 2014, S/504.1 millones de los anticipos fueron abonados a resultados.

Por otro lado, se observó un incremento de 41.7% en las obligaciones financieras de corto plazo del ejercicio 2013 al 2014, las mismas que ascendieron a S/.201.9 millones. Es de señalar que dentro de la estructura de las obligaciones financieras de la Compañía se encuentran préstamos de terceros, préstamos bancarios, saldos por instrumentos financieros y por arrendamiento financiero. En línea con lo mencionado, se observa un aumento de S/.57.9 millones en los préstamos bancarios, lo que impulsó el aumento en las obligaciones corrientes, contrarrestando la caída de S/.11.1 millones en los préstamos con terceros.



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

Los instrumentos financieros corrientes contienen los papeles comerciales (US\$17 millones y S/.13.0 millones a diciembre de 2014) y la parte corriente de los bonos titulizados.

Cabe mencionar que la Serie B (US\$5.0 millones) de la Primera Emisión de Papeles Comerciales de Los Portales redimió el 02 de noviembre de 2014. El 12 de septiembre de 2014 se colocó la serie A de la Cuarta Emisión de Papeles Comerciales por un monto de S/.13 millones, a una tasa de 5.3325% y vencimiento a 360 días. Además, con fechas 31 de octubre y 19 de noviembre de 2014 se colocaron las Series A y B de la Tercera Emisión de Papeles Comerciales por un monto de US\$6.0 millones cada una, a tasas de 2.8078% y 2.8939% y vencimientos a 180 y 360 días, respectivamente.

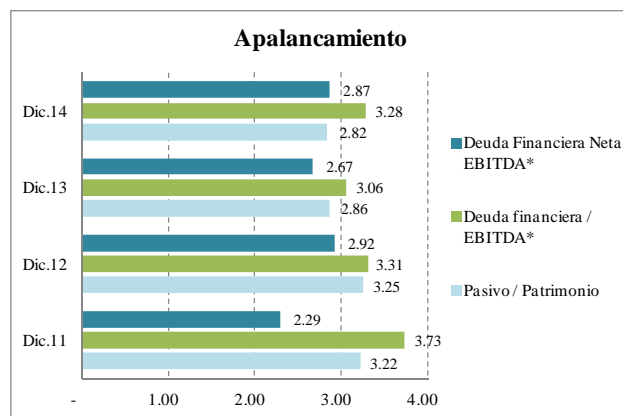
En cuanto a las obligaciones financieras no corrientes, éstas ascendieron a S/.308.8 millones al cierre de diciembre de 2014, 11.2% mayores que a diciembre de 2013, respondiendo al crecimiento de los préstamos por pagar a terceros (+57.7%), los cuales pasaron de S/.114.6 millones a S/.180.7 millones durante el periodo de análisis.

Los préstamos con terceros conforman una fuente de financiamiento relativamente más cara, por lo que cabe recordar que uno de los propósitos de la emisión de los bonos titulizados por US\$25.0 millones, realizada en febrero de 2013 y que vencen en 2021, fue utilizar los fondos para el repago de la deuda con terceros que era de muy corto plazo (12 meses) y devengaba altas tasas de interés (13.0% aproximadamente) en ese entonces.

Según lo señalado por la Compañía, los préstamos con terceros que mantiene presentan mejores plazos (hasta 24 meses) y devengan una menor tasa (11.7%) en comparación a periodos anteriores. Sin embargo, Los Portales se encuentra en búsqueda de alternativas de financiamiento a fin de reducir la participación de los préstamos con terceros como fuente de financiamiento y así abaratar su costo de fondeo promedio.

Durante el año 2014 se amortizó capital de los bonos titulizados, lo que generó un retroceso de 9.5% en el saldo de los instrumentos financieros de largo plazo, totalizando S/.51.4 millones. Por su lado, la parte no corriente de los préstamos bancarios se redujo a S/.54.0 millones desde S/.83.6 millones durante el periodo de análisis. Dichos préstamos presentan tasas de 6.58% en promedio y tienen vencimiento hasta el 2021. El saldo de obligaciones por arrendamiento financiero se concentra en el largo plazo registrando variaciones relevantes respecto a diciembre de 2013 y ubicándose en S/.22.7 millones.

El patrimonio de la Compañía representó el 26.1% del total de fuentes de financiamiento de activos al cierre del ejercicio 2014, y ascendió a S/.329.5 millones, siendo 16.8% mayor que a diciembre de 2013. En este sentido, se observaron mayores resultados acumulados registrados (S/.48.1 millones a diciembre de 2013 y S/.89.6 millones a diciembre de 2014), de los cuales se transfirieron S/.4.8 millones a la Reserva Legal y se repartieron dividendos por S/.18.6 millones a inicios del presente año. Asimismo, los resultados acumulados a la fecha de análisis incorporan una pérdida de S/.66 mil por resultados acumulados de LP USA, empresa dedicada a la promoción y desarrollo de negocios inmobiliarios en los Estados Unidos (habilitación urbana, desarrollo de denuncios agrícolas y urbanos, desarrollo y promoción de viviendas uni y multifamiliares, centros comerciales y empresariales y otras actividades). Cabe recordar que en Junta General de Accionistas llevada a cabo en marzo de 2013, se aprobó el aumento del capital social de la Compañía a través de aportes en efectivo por S/.51.6 millones.



\*EBITDA Ajustado: incluye ingresos financieros por letras generadas.  
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

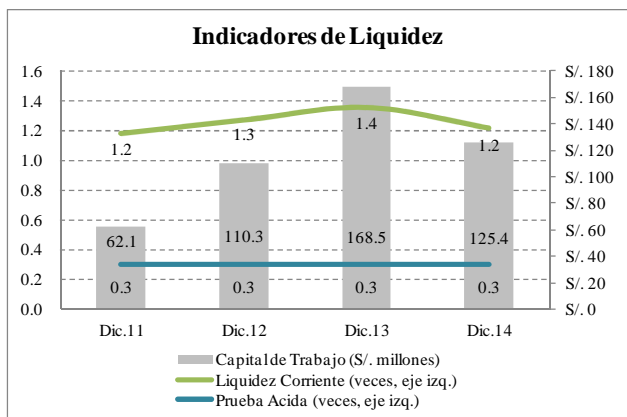
Respecto al ratio de apalancamiento de Los Portales, éste se redujo ligeramente durante el periodo de análisis producto

del mayor crecimiento en el patrimonio (+16.8%) con respecto al 15.5% de crecimiento del pasivo. En este sentido, el ratio pasivo/patrimonio cayó a 2.82 veces tras ubicarse en 2.86 veces en diciembre de 2013. Por el contrario, el ratio deuda financiera sobre EBITDA Ajustado aumentó de 3.06 veces a 3.28 veces entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014 y el ratio deuda financiera neta sobre EBITDA Ajustado siguió la misma tendencia, avanzando a 2.87 veces tras el 2.67 veces de diciembre 2013.

### Liquidez

Al cierre del periodo 2014, el activo corriente avanzó 9.1% respecto a diciembre de 2013, ascendiendo a S/.706.7 millones como consecuencia del crecimiento de 11.6% de las existencias (que representaron el 41.8% del total de activos, y correspondieron principalmente a proyectos en curso), además de los mayores saldos en caja por 20.5% y del aumento de 236.7% en Cuentas por Cobrar Comerciales. Por otro lado, los pasivos corrientes crecieron 22.4% y se situaron en S/.586.9 millones impulsados por mayores cuentas por pagar comerciales (+59.4%) y un aumento en los préstamos bancarios (150.4%) para financiar las operaciones de la Compañía.

Debido al mayor crecimiento de los pasivos corrientes por sobre los activos corrientes, la liquidez de la Compañía pasó de 1.35 veces a 1.22 veces entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014, por lo que además se presentó un menor superávit de capital de trabajo, pasando de S/.168.5 millones a S/.125.4 millones.

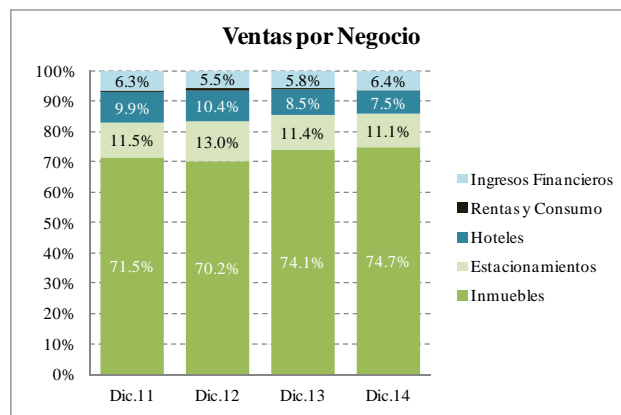


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

### Resultados

Respecto al estado de resultados de Los Portales al cierre del ejercicio 2014, en éste se observaron ingresos totales de S/.667.8 millones, 20.2% superiores respecto al año anterior, impulsados por los mayores ingresos en sus negocios *core*: por venta de inmuebles se percibieron ingresos 21.2% mayores, ascendiendo a S/.498.7 millones, por servicio de playas de estacionamiento se registraron ventas 17.7% mayores, ubicándose éstas en S/.74.4 millones y por ingresos financieros (+33.5%) generados por el financiamiento directo que otorga la Compañía a sus clientes para la compra de lotes.

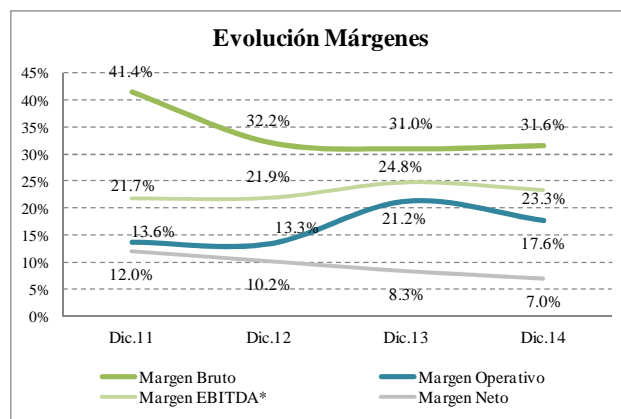
Los ingresos financieros participaron con el 6.4% del total de ingresos, siendo equivalentes a S/.42.7 millones.



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

Cabe resaltar que el negocio inmobiliario de la Compañía presenta cierta estacionalidad dado que la entrega de una porción significativa de los inmuebles vendidos se realiza durante el cuarto trimestre del ejercicio, impulsando las ventas de dicho periodo. Esto responde a que según las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) que rigen la contabilidad de la Compañía, las ventas de este segmento se reconocen en el estado de resultados una vez que se realice la entrega física del bien. Dicha entrega -según los cronogramas de la Compañía- se programa en mayor medida durante el último trimestre de cada año.

En línea con lo anterior, los costos totales de Los Portales (S/.456.9 millones) crecieron 19.2% de diciembre de 2013 a diciembre de 2014 debido al mayor costo del servicio de estacionamientos (+21.4%) y costo asociado a la venta de inmuebles (+19.6%). De esta manera, la utilidad bruta durante el periodo de análisis aumentó 22.5% y se situó en S/.210.9 millones.



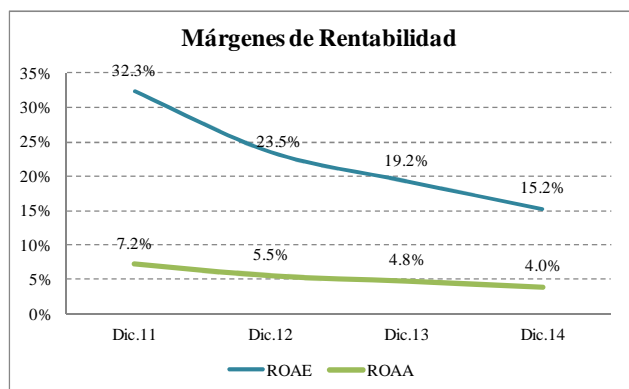
\*\*EBITDA incluye ingresos financieros por letras generadas  
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium.

Respecto a los rubros operativos, el gasto administrativo creció 12.4% mientras que el gasto de ventas creció 30.0%, ajustando la utilidad operativa y situándola en S/.117.8 mi-

lones al cierre de diciembre de 2014. En términos relativos, el margen operativo disminuyó desde 21.2% de diciembre 2013 a 17.6% a diciembre de 2014. Cabe recordar que a diciembre de 2013, la Compañía presentó un ingreso extraordinario de S/.19.4 millones generado por el cambio en el valor razonable de inversiones inmobiliarias. Dicha inversión responde al terreno cedido por Los Portales a Strip Centers del Perú. De no considerar este ingreso extraordinario, la utilidad operativa a diciembre de 2013 retrocedería 17.7%.

Tras considerar el mayor gasto financiero (+6.6%) producto del incremento en el saldo de obligaciones financieras corrientes a la fecha, así como la menor pérdida por diferencia de cambio (-16.3%) generada por la depreciación del nuevo sol en relación a la mostrada durante el 2013, la utilidad neta de la Compañía al 31 de diciembre de 2014 fue de S/.46.5 millones, manteniéndose en un nivel similar a la del ejercicio anterior (+0.3%). Si bien esta cifra es menor en términos relativos que la del año anterior (el margen neto respecto a ventas pasó de 8.3% a 7.0%), se debe recordar que el ingreso extraordinario por revaluación de inversiones favorece los resultados a diciembre de 2013.

El EBITDA ajustado del negocio se vio beneficiado por la evolución positiva en los márgenes brutos, por lo que la generación de la Compañía, según este indicador, se situó en S/.155.9 millones, 13.2% por encima de la cifra de diciembre de 2013.



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

Los indicadores de rentabilidad promedio sobre activos ROAA (4.0%) y sobre patrimonio ROAE (15.5%) retrocedieron respecto a diciembre de 2013 (4.8% y 19.2%, respectivamente) debido a los menores ingresos extraordinarios vistos a diciembre de 2014, sumado al mayor gasto administrativo y de ventas registrado a la fecha de análisis, así como a los mayores activos (+15.8%) y mayor patrimonio (+16.8%).

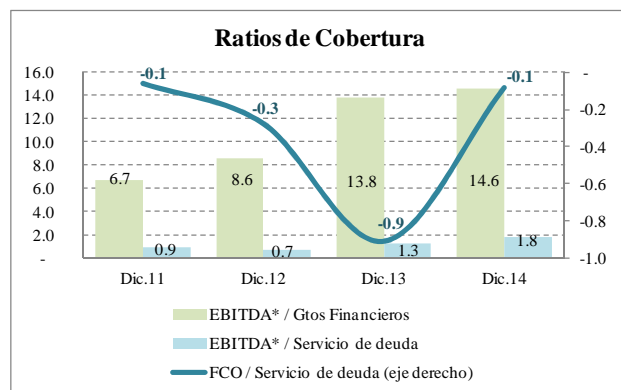
### Indicadores Financieros de Cobertura

Para este análisis, se consideran los siguientes indicadores:

- EBITDA ajustado / Gastos Financieros: para evaluar la cobertura de los intereses por la generación propia del negocio. Los Portales S.A. y Subsidiarias ha mantenido

este indicador holgadamente desde diciembre de 2011 hasta el cierre de 2014, cuando el indicador se ubicó en 14.6 veces.

- EBITDA ajustado / Servicio de Deuda: para evaluar la capacidad de generación en relación a las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. En este caso, el indicador en 2011 y 2012 estuvo por debajo de 1.0 veces, y en diciembre de 2013 fue de 1.3 veces, lo cual se explicó por la estructura del financiamiento que hasta antes de la emisión de los bonos titulizados mantenía altas porciones corrientes de la deuda a largo plazo, pero que demuestra señales de mejora en cuanto a la cobertura de la misma. Este indicador se calcula según los resguardos financieros establecidos para la titulización de cuentas por cobrar efectuada por la Compañía. Siendo así, a diciembre 2014 el indicador fue de 1.8 veces.
- Flujo de Caja Operativo (FCO) / Servicio de Deuda: para evaluar la caja derivada de las actividades de operación del negocio vs las amortizaciones. Al igual que en el indicador anterior, este ratio se ve estresado por el perfil de la deuda.



\*EBITDA Ajustado: incluye ingresos financieros por letras generadas  
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

### PRIMER PROGRAMA DE INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO: LOS PORTALES

**Monto:** US\$50.0 millones o su equivalente en Nuevos Soles.

**Moneda:** Nuevos soles y/o Dólares.

**Vigencia del Programa:** El programa tiene una duración de dos (2) años contados a partir de la fecha de su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores, renovado por (2) años adicionales.

**Emissiones:** El número de emisiones será determinado en forma conjunta por la Compañía y el Estructurador de acuerdo a sus necesidades financieras y las condiciones de mercado vigentes. Las emisiones podrán, a su vez, ser fraccionadas en series.

**Series:** Cada una de las Emisiones que formen parte del Programa podrá comprender una o más series

**Plazo de Vencimiento:** Cada Emisión o Serie de Instrumentos de Corto Plazo tendrá un plazo de vencimiento máximo



de hasta un (1) año, el mismo que sería finalmente determinado por la Compañía con el Estructurador de acuerdo a las condiciones vigentes del mercado.

**Pago de Intereses y del Principal:** La redención del principal será determinada por el Representante Autorizado, y será comunicada a los inversionistas y a la SMV a través del acto Complementario, del Complemento del Prospecto Marco respectivo y el Aviso de Oferta. El pago de intereses de los Instrumentos de Corto Plazo se realizará conforme a lo que se indique en los Actos Complementarios y en los Complementos del Prospecto Marco.

**Opción de Rescate:** De ser el caso, será definida por el Representante Autorizado por el Emisor y el mecanismo será incorporado en los respectivos Prospectos Complementarios, Actos Complementarios y Avisos de Oferta.

**Garantías:** Se encuentran respaldados genéricamente con el patrimonio del emisor. No cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del Emisor.

A la fecha del presente informe, la Compañía mantiene vigentes los siguientes instrumentos:

#### **Primera Emisión (hasta US\$ 20 millones)**

Serie D

Monto: US\$ 5.0 millones

Vencimiento: 08 de junio de 2015

Tasa: Rendimiento implícito 2.4984%

En fechas 02 de noviembre y 07 de diciembre de 2014 redimieron las series B y C de la Primera Emisión, por importes de US\$5 y US\$5.4 millones, respectivamente.

#### **Tercera Emisión (hasta US\$ 30 millones)**

Serie B

Monto: US\$ 6.0 millones

Vencimiento: 15 de noviembre de 2015

Tasa: Rendimiento implícito 2.8939%

Serie C

Monto: US\$ 6.0 millones

Vencimiento: 14 de abril de 2016

Tasa: Rendimiento implícito 2.9270%

En fecha 02 de mayo del 2015 redimió la serie A de la Tercera Emisión, por importe de US\$6.

#### **Cuarta Emisión (hasta S/.85 millones)**

Serie A

Monto: S/.13 millones

Vencimiento: 11 de septiembre de 2015

Tasa: Rendimiento implícito 5.3325%

#### **PRIMER PROGRAMA DE PAPELES COMERCIALES - OFERTA PRIVADA: LOS PORTALES**

**Monto:** US\$50.0 millones o su equivalente en Nuevos Soles.

**Moneda:** Nuevos soles y/o dólares.

**Vigencia del Programa:** El programa tendrá vigencia hasta el 1 de enero de 2021.

**Emisiones:** Una o más emisiones. Las emisiones podrán, a su vez, ser fraccionadas en series.

**Series:** Cada una de las Emisiones que formen parte del Programa podrá comprender una o más series

**Plazo de Vencimiento:** Cada Emisión o Serie de Instrumentos de Corto Plazo tendrá un plazo de vencimiento máximo de hasta un (1) año, el mismo que sería finalmente determinado por la Compañía con el Estructurador de acuerdo a las condiciones vigentes del mercado.

**Pago de Intereses y del Principal:** El 100% del Principal se pagará en la Fecha de Redención de la Emisión o Serie.

**Opción de Rescate:** Conforme a lo señalado en el artículo 330 de la Ley General de Sociedades.

**Garantías:** Se encuentran respaldados genéricamente con el patrimonio del emisor. No cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del Emisor.

Es importante señalar que el saldo en circulación combinado de ambos programas no deberá ser superior a US\$ 30 millones.

Cabe indicar también que Los Portales S.A. llevó a cabo un proceso de Titulización de activos, cediendo cuentas por cobrar del negocio inmobiliario que respaldan la emisión de US\$ 25 millones en Bonos de Titulización, los mismos que se colocaron en fecha 14 de febrero de 2013 a un plazo de 8 años y a una tasa de 7.34%.

## Los Portales S.A. y Subsidiarias

### Estado de Situación Financiera

En miles de Nuevos Soles

	Dic.11	%	Dic.12	%	Dic.13	%	Dic.14	%	Var % Dic.14 / Dic.13	Var % Dic.13 / Dic.12
<b>ACTIVOS</b>										
<b>Activo Corriente</b>										
Caja y Bancos	30,834	4.3%	36,120	4.3%	53,429	4.9%	64,408	5.1%	20.5%	47.9%
Cuentas por Cobrar Comerciales	50,669	7.1%	53,810	6.3%	68,469	6.3%	93,628	7.4%	36.7%	27.2%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	786	0.1%	20,148	2.4%	22,417	2.1%	435	0.0%	-98.1%	11.3%
Otras Cuentas por Cobrar	21,545	3.0%	12,682	1.5%	0	0.0%	15,011	1.2%	N.A.	-100.0%
Total Existencias	295,196	41.2%	393,151	46.3%	471,417	43.3%	526,145	41.8%	11.6%	19.9%
Otros activos	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	N.A.	N.A.
Activos Disponibles para la Venta	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	N.A.	N.A.
Gastos Pagados por Anticipado	7,771	1.1%	6,283	0.7%	32,190	3.0%	7,091	0.6%	-78.0%	412.3%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>406,801</b>	<b>56.8%</b>	<b>522,194</b>	<b>61.5%</b>	<b>647,922</b>	<b>59.5%</b>	<b>706,718</b>	<b>56.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>24.1%</b>
<b>Activo No Corriente</b>										
Cuentas por Cobrar Comerciales a L/P	65,734	9.2%	74,475	8.8%	119,108	10.9%	163,354	13.0%	37.1%	59.9%
Otras Cuentas por Cobrar	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	N.A.	N.A.
Inversiones Financieras Permanentes	2,892	0.4%	3,931	0.5%	40,944	3.8%	56,143	4.5%	37.1%	941.6%
Inversiones Inmobiliarias	104,473	14.6%	101,949	12.0%	112,011	10.3%	150,703	12.0%	34.5%	9.9%
Imm. Mob. y Equipo, Neto	96,816	13.5%	114,525	13.5%	134,465	12.4%	141,970	11.3%	5.6%	17.4%
Intangibles, Neto	39,258	5.5%	31,410	3.7%	33,660	3.1%	41,123	3.3%	22.2%	7.2%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>309,173</b>	<b>43.2%</b>	<b>326,290</b>	<b>38.5%</b>	<b>440,188</b>	<b>40.5%</b>	<b>553,293</b>	<b>43.9%</b>	<b>25.7%</b>	<b>34.9%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>715,974</b>	<b>100.0%</b>	<b>848,484</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,088,110</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,260,011</b>	<b>100.0%</b>	<b>15.8%</b>	<b>28.2%</b>
<b>PASIVOS</b>										
<b>Pasivo Corriente</b>										
Cuentas por Pagar Comerciales	37,275	5.2%	70,952	8.4%	124,494	11.4%	198,460	15.8%	59.4%	75.5%
Anticipo de Clientes	163,306	22.8%	185,335	21.8%	179,061	16.5%	129,856	10.3%	-27.5%	-3.4%
Cuentas por Pagar Relacionadas	14	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	6,193	0.5%	N.A.	N.A.
Otras Cuentas por Pagar	59,446	8.3%	34,425	4.1%	33,422	3.1%	44,853	3.6%	34.2%	-2.9%
Parte Corriente Obligaciones con Terceros	63,715	8.9%	95,454	11.2%	41,436	3.8%	30,289	2.4%	-26.9%	-56.6%
Papeles Comerciales	0	0.0%	0	0.0%	51,149	4.7%	62,407	5.0%	22.0%	N.A.
Parte Corriente de Bonos de Titulización	0	0.0%	0	0.0%	10,721	1.0%	11,180	0.9%	4.3%	N.A.
Parte Corriente de la Deuda Bancaria L/P	20,977	2.9%	25,772	3.0%	39,160	3.6%	98,065	7.8%	150.4%	51.9%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>344,733</b>	<b>48.1%</b>	<b>411,938</b>	<b>48.5%</b>	<b>479,442</b>	<b>44.1%</b>	<b>581,303</b>	<b>46.1%</b>	<b>21.2%</b>	<b>16.4%</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>										
Cuentas por Pagar Comerciales a L/P	26,520	3.7%	29,341	3.5%	27,165	2.5%	25,411	2.0%	-6.5%	-7.4%
Préstamos de Terceros a L/P	71,219	11.1%	108,934	12.8%	114,612	10.5%	180,712	14.3%	57.7%	5.2%
Instrumentos Financieros - Emisiones	0	0.0%	0	0.0%	56,793	5.2%	51,391	4.1%	-9.5%	N.A.
Deuda Bancaria a L/P	77,041	10.8%	77,583	9.1%	106,344	9.8%	76,699	6.1%	-27.9%	37.1%
IR Diferido	23,708	3.3%	20,570	2.4%	21,653	2.0%	15,025	1.2%	-30.6%	5.3%
Tributos a Largo Plazo	2,977	0.4%	585	0.1%	0	0.0%	0	0.0%	N.A.	-100.0%
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>201,465</b>	<b>28.1%</b>	<b>237,013</b>	<b>27.9%</b>	<b>326,567</b>	<b>30.0%</b>	<b>349,238</b>	<b>27.7%</b>	<b>6.9%</b>	<b>37.8%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>546,198</b>	<b>76.3%</b>	<b>648,951</b>	<b>76.5%</b>	<b>806,010</b>	<b>74.1%</b>	<b>930,541</b>	<b>73.9%</b>	<b>15.5%</b>	<b>24.2%</b>
<b>PATRIMONIO</b>										
Capital Social	119,634	16.7%	119,634	14.1%	171,254	15.7%	171,254	13.6%	0.0%	43.1%
Reserva Legal	8,031	1.1%	12,535	1.5%	16,445	1.5%	21,243	1.7%	29.2%	31.2%
Resultados de Conversión	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	889	0.1%	N.A.	N.A.
Resultados Acumulados	-6,552	-0.9%	23,983	2.8%	48,064	4.4%	89,603	7.1%	86.4%	100.4%
Resultados del Ejercicio	48,663	6.8%	43,381	5.1%	46,337	4.3%	46,481	3.7%	0.3%	6.8%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>169,776</b>	<b>23.7%</b>	<b>199,533</b>	<b>23.5%</b>	<b>282,100</b>	<b>25.9%</b>	<b>329,470</b>	<b>26.1%</b>	<b>16.8%</b>	<b>41.4%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>715,974</b>	<b>100.0%</b>	<b>848,484</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,088,110</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,260,011</b>	<b>100.0%</b>	<b>15.8%</b>	<b>28.2%</b>

## Los Portales S.A. y Subsidiarias

### Estado de Resultados

En miles de Nuevos Soles

	Dic.11	%	Dic.12	%	Dic.13	%	Dic.14	%	Var % Dic.14 / Dic.13	Var % Dic.13 / Dic.12
Ingreso por Venta de Inmuebles	290,101	71.5%	299,040	70.2%	411,640	74.1%	498,737	74.7%	21.2%	37.7%
Ingreso por Servicios de Playas de Estacionamiento	46,716	11.5%	55,283	13.0%	63,215	11.4%	74,433	11.1%	17.7%	14.3%
Ingresos por Servicios Hoteleros	40,325	9.9%	44,151	10.4%	47,151	8.5%	50,049	7.5%	6.1%	6.8%
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	3,114	0.8%	4,164	1.0%	1,608	0.3%	1,905	0.3%	18.5%	-61.4%
Ingresos por Servicios de Consumo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	N.A.	N.A.
Ingresos Financieros	25,644	6.3%	23,338	5.5%	32,007	5.8%	42,722	6.4%	33.5%	37.1%
<b>Ingresos Totales</b>	<b>405,900</b>	<b>100.0%</b>	<b>425,976</b>	<b>100.0%</b>	<b>555,621</b>	<b>100.0%</b>	<b>667,846</b>	<b>100.0%</b>	<b>20.2%</b>	<b>30.4%</b>
Costo de Venta de Inmuebles	-180,831	-44.6%	-219,820	-51.6%	-307,205	-55.3%	-367,479	-55.0%	19.6%	39.8%
Costo por Servicios de Playa de Estacionamiento	-32,141	-7.9%	-39,166	-9.2%	-45,432	-8.2%	-55,162	-8.3%	21.4%	16.0%
Costo por Servicios Hoteleros	-23,464	-5.8%	-28,062	-6.6%	-29,741	-5.4%	-32,945	-4.9%	10.8%	6.0%
Costo por Servicios de Renta Inmobiliaria	-1,500	-0.4%	-1,844	-0.4%	-1,033	-0.2%	-1,333	-0.2%	29.0%	-44.0%
Costo por Servicios de Consumo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	N.A.	N.A.
<b>Costos Totales</b>	<b>-237,936</b>	<b>-58.6%</b>	<b>-288,892</b>	<b>-67.8%</b>	<b>-383,411</b>	<b>-69.0%</b>	<b>-456,919</b>	<b>-68.4%</b>	<b>19.2%</b>	<b>32.7%</b>
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>167,964</b>	<b>41.4%</b>	<b>137,084</b>	<b>32.2%</b>	<b>172,210</b>	<b>31.0%</b>	<b>210,927</b>	<b>31.6%</b>	<b>22.5%</b>	<b>25.6%</b>
Gastos de Administración	-49,918	-12.3%	-56,129	-13.2%	-64,498	-11.6%	-72,473	-10.9%	12.4%	14.9%
Gastos de Ventas	-37,613	-9.3%	-22,127	-5.2%	-27,910	-5.0%	-36,289	-5.4%	30.0%	26.1%
Otros Ingresos / Gastos, Neto	-2,981	-0.7%	-2,082	-0.5%	37,994	6.8%	15,610	2.3%	-58.9%	-1924.9%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>77,452</b>	<b>19.1%</b>	<b>56,746</b>	<b>13.3%</b>	<b>117,796</b>	<b>21.2%</b>	<b>117,775</b>	<b>17.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>107.6%</b>
Gastos Financieros	-13,119	-3.2%	-10,852	-2.5%	-9,984	-1.8%	-10,645	-1.6%	6.6%	-8.0%
<b>Utilidad Antes de Diferencia en Cambio</b>	<b>64,333</b>	<b>15.8%</b>	<b>45,894</b>	<b>10.8%</b>	<b>107,812</b>	<b>19.4%</b>	<b>107,130</b>	<b>16.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>134.9%</b>
Diferencia en Cambio	1,474	0.4%	21,350	5.0%	-41,345	-7.4%	-34,623	-5.2%	-16.3%	-293.7%
Participación en inversiones	0	0.0%	0	0.0%	1,228	0.2%	-3,084	-0.5%	-351.1%	N.A.
<b>Utilidad Antes de Partic. e IR</b>	<b>65,807</b>	<b>16.2%</b>	<b>67,244</b>	<b>15.8%</b>	<b>67,695</b>	<b>12.2%</b>	<b>69,423</b>	<b>10.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>0.7%</b>
Impuesto a la Renta	-17,144	-4.2%	-23,863	-5.6%	-21,358	-3.8%	-22,942	-3.4%	7.4%	-10.5%
<b>Utilidad / Pérdida Neta</b>	<b>48,663</b>	<b>12.0%</b>	<b>43,381</b>	<b>10.2%</b>	<b>46,337</b>	<b>8.3%</b>	<b>46,481</b>	<b>7.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>6.8%</b>

## Los Portales S.A. y Subsidiarias

### Indicadores

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14
<b>Solvencia</b>				
Pasivo / Patrimonio	3.22	3.25	2.86	2.82
Total Pasivo / Total Activo	0.76	0.76	0.74	0.74
Deuda L/P / Patrimonio	0.87	0.93	0.98	0.94
Pasivo Corriente / Total Pasivos	0.63	0.63	0.59	0.62
Deuda Financiera Neta / EBITDA*	2.29	2.92	2.67	2.87
Deuda Financiera Neta / Patrimonio	1.19	1.36	1.30	1.35
<b>Liquidez</b>				
Liquidez Corriente	1.18	1.27	1.35	1.22
Prueba Acida	0.30	0.30	0.30	0.30
Capital de Trabajo	62,068	110,256	168,480	125,415
<b>Gestión</b>				
Gastos Adm y Vtas / Ingresos	21.6%	18.4%	16.6%	16.3%
Gastos Financieros / Ingresos	3.2%	2.5%	1.8%	1.6%
Rotación de Cobranzas	45	45	44	38
Rotación de Cuentas por Pagar	52	66	97	137
Rotación de Inventarios	447	490	443	311
Ciclo de conversión de efectivo	439	469	390	211
<b>Rentabilidad</b>				
Margen Bruto	41.4%	32.2%	31.0%	31.6%
Margen Neto	12.0%	10.2%	8.3%	7.0%
Margen Operativo	19.1%	13.3%	21.2%	17.6%
ROAE	32.3%	23.5%	19.2%	15.2%
ROAA	7.2%	5.5%	4.8%	4.0%
<b>Generación</b>				
EBIT del Periodo (en miles de Nuevos Soles)	80,572	84,834	127,879	142,889
EBITDA* del Periodo (en miles de Nuevos Soles)	88,253	93,076	137,521	155,753
Margen EBITDA*	21.7%	21.9%	24.8%	23.3%
FCO del Periodo (en miles de Nuevos Soles)	-5,762	-36,393	-90,749	-6,967
<b>Cobertura</b>				
EBITDA* / Servicio de deuda (veces)	0.90	0.70	2.83	1.83
EBITDA* / Gastos Financieros (veces)	6.73	8.58	13.77	14.63
FCO / Servicio de Deuda (veces)	-0.06	-0.28	-1.87	-0.08

\*EBITDA Ajustado incluye ingresos financieros por letras generadas