



Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

LOS PORTALES S.A.

Lima, Perú

Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 10 de mayo 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 2014, 2015, 2016 y 2017 de Los Portales S.A. y Subsidiarias además de información adicional proporcionada por el Emisor. Cabe indicar que también se tuvo acceso a la información financiera individual de Los Portales S.A. así como a los documentos de los Programas de Papeles Comerciales (la versión final del Prospecto Marco y Acto Marco) y de la Primera Emisión de Bonos Corporativos (la versión final del Contrato Marco, Prospecto Marco, Complemento al Prospecto Marco y Contrato Complementario). 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: Después del análisis realizado, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió subir de EQL 2.pe a EQL 2+.pe la clasificación de los Programas de Papeles Comerciales de Oferta Pública y de Oferta Privada de Los Portales S.A. (en adelante Los Portales o la Compañía). Asimismo, resolvió mantener la categoría A-.pe a la Primera Emisión contemplada en el Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.

La decisión de modificar el rating de corto plazo se sustenta en las mejoras en la generación de la Compañía en los últimos ejercicios medida a través del EBITDA y de Flujo de Caja Operativo (FCO), lo que a su vez ha permitido mayores coberturas tanto a los intereses como al servicio de deuda.

Por otro lado, ponderó favorablemente la reducción en la exposición cambiaria de la Compañía ante los menores pasivos mantenidos en moneda extranjera. De esta manera, su exposición disminuyó de US\$94 millones a US\$28 millones entre ejercicios.

Suma también a la clasificación la importante participación de los ingresos que están respaldados por contratos de largo plazo, la misma que supera el 70.00% a la fecha de análisis. No menos importante resultó el incremento del capital social en S/82.50 millones mediante la capitalización de resultados acumulados, el mismo que se registró en marzo del presente año como señal del compromiso de los accionistas con las operaciones de Los Portales.

Adicionalmente, pondera positivamente a la clasificación de los Bonos Corporativos, la Carta Fianza Bancaria emitida por BBVA Banco Continental S.A. que garantiza el

Instrumento*

Clasificación**

Papeles Comerciales

(modificada)
De EQL 2.pe a EQL 2+.pe

Bonos Corporativos

A-.pe

15.00% del saldo del principal total pendiente de dichos instrumentos.

No obstante, a la fecha limita a las clasificaciones de Los Portales, su aún elevado apalancamiento financiero. Al respecto, es de mencionar que en los últimos años se han encontrado mejoras en las condiciones de la deuda de la Compañía, al presentar plazos de pago con incrementos de casi un año desde el 2015 y cuyas tasas de interés han bajado en aproximadamente 20 puntos básicos del 2016 al 2017.

Las clasificaciones también recogen el riesgo reputacional en torno a la empresa Constructoras ICA S.A.B. de C.V., accionista del 49.99% de la Compañía, situación que se originó en los problemas financieros que enfrentó Empresas Ica S.A.B. de C.V. -la matriz- en el 2015, luego de lo que solicitó su ingreso a concurso mercantil en agosto del 2017. Si bien a la fecha de elaboración del presente informe se dio por culminado dicho proceso, dicho accionista todavía no presenta una situación financiera que le permita brindar respaldo patrimonial a Los Portales.

Del mismo modo, se ponderó la menor prelación de los Bonos Corporativos y de los Papeles Comerciales respecto al pago de los Bonos Titulizados y parte de la deuda bancaria garantizada con activos de la Compañía.

Como hecho de importancia del año analizado, se encontró que las operaciones de lotes habilitados y de viviendas unifamiliares 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 de dicha unidad; sin embargo, se rescata que a nivel consolidado se mantuvo el crecimiento del EBITDA.

Por último, cabe mencionar que las mejoras en algunos de los indicadores de Los Portales resultaron de las nuevas políticas financieras aplicadas desde el año 2016, pero se mantiene como reto para la Compañía el mejorar su estructura económico-financiera, lo que le permitiría incrementar su

escala de operaciones sin afectar sus indicadores de solvencia y rentabilidad. Finalmente, Equilibrium seguirá monitoreando la capacidad de pago de Los Portales, así como el cumplimiento de sus proyecciones, a fin de que las clasificaciones otorgadas se mantengan alineadas al perfil de riesgo de la Compañía.

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

- Mejora de la palanca financiera y la cobertura del servicio de deuda vía Flujo de Caja Operativo.
- Fortalecimiento de la situación financiera de los accionistas de Los Portales, conllevando a un mayor respaldo patrimonial.
- Incorporación de mayores líneas con entidades financieras de primera línea que permitan a la Compañía contar con un adecuado plan de contingencia en caso de problemas de liquidez.
- Mejora de los indicadores de rentabilidad antes de rubros extraordinarios y de diferencia cambiaria.
- Incorporación de garantías o resguardos que respalden los instrumentos clasificados.

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

- Reducción de los indicadores de cobertura de la Compañía y/o desvío de estos respecto a lo proyectado.
- Incumplimiento de los resguardos que aplican a la deuda de Los Portales, incluso por instrumentos distintos a los clasificados.
- Mayor deterioro del respaldo patrimonial por eventos que afecten a sus accionistas y/o por variaciones en la política de reparto de dividendos de Los Portales.
- Detrimento de los ratios de liquidez y de apalancamiento de la Compañía, acompañado de un menor acceso al crédito.
- Deterioro en la generación financiera de la Compañía y/o 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 2017 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. Posteriormente, en marzo de 2018 se dio por culminado el proceso de concurso mercantil. En este sentido, Equilibrium mantiene el monitoreo respecto a la situación de dicho accionista y a los posibles impactos en el riesgo crediticio de los instrumentos clasificados.

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.

Operaciones productivas

Unidad Vivienda

Incluye proyectos de habilitación 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 cierre del año 2017, esta unidad mostró una reducción de 10.12% respecto al 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.

Negocio de Estacionamientos

Este negocio 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. A la fecha de análisis, Los Portales opera 189 playas de

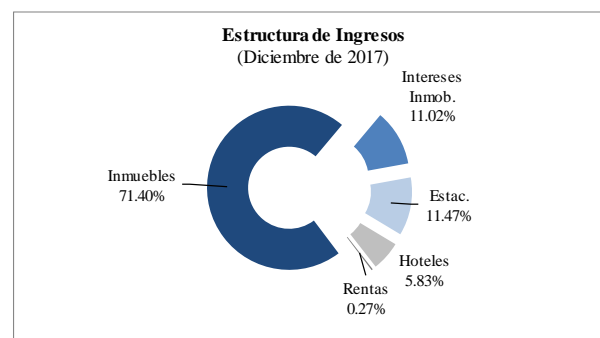
estacionamiento a nivel nacional (207 a diciembre de 2016), en formatos que varían desde micro playas hasta concesiones con entidades gubernamentales. Esta unidad representa el 11.47% de los ingresos totales a la fecha de corte de análisis.

Negocio Hotelero

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros, de lujo y de carácter corporativo. La Compañía opera los 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. Los ingresos generados por este negocio representan el 5.83% de los ingresos totales del cierre del 2017.

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 y en el Boulevard del Hotel Country Club Lima. Esta unidad participa con el 0.27% de los ingresos al corte evaluado.



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

ANÁLISIS FINANCIERO

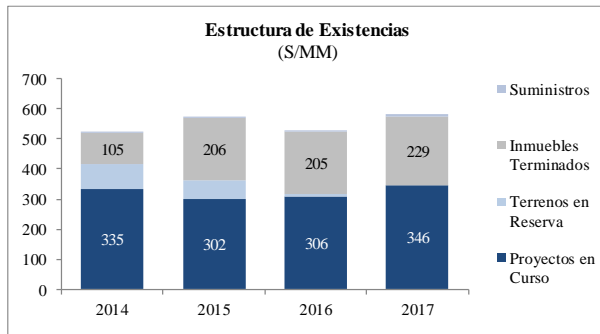
Activos y Liquidez

Al cierre del año 2017, los activos de Los Portales totalizaron S/1,653.73 millones, con un aumento anual de 2.55% que resulta del incremento de las existencias y las cuentas por cobrar comerciales.

Por un lado, el inventario de la Compañía totalizó S/581.73 millones (35.18% de los activos), con un aumento de 9.95% respecto al año 2016. Esta variación responde al mayor *stock* de proyectos inmobiliarios en desarrollo y de los inmuebles terminados, lo que a su vez superó la reducción de los terrenos para desarrollo, cuyas existencias no se renovaron ante el registro de las compras en el rubro de inversiones inmobiliarias.

Ese último rubro reflejó también un aumento en la transferencia a inventarios, resultando en una reducción anual de S/38.78 millones respecto al año 2016. Las inversiones inmobiliarias están compuestas principalmente por la reserva territorial de la Compañía (*land bank*), activos sobre los que aún no se ha definido la fecha de inicio del desarrollo de los proyectos inmobiliarios. Esta reserva corresponde a un área total de 223.50 has. (243.30 has. a diciembre de 2016), y los terrenos están distribuidos en Lima, Piura, Ica y Chimbote.

Es de indicar que la variación en el registro de la adquisición de terrenos va de la mano con el incremento del Flujo de Caja Operativo, al pasar una porción del rubro de compras de terrenos a ser registrado como un Flujo de Inversión. Esto se realizó para que las nuevas compras se configuren como una inversión inmobiliaria hasta que se asignen a un proyecto específico, momento en que se asignarían a un producto en desarrollo dentro de los inventarios.

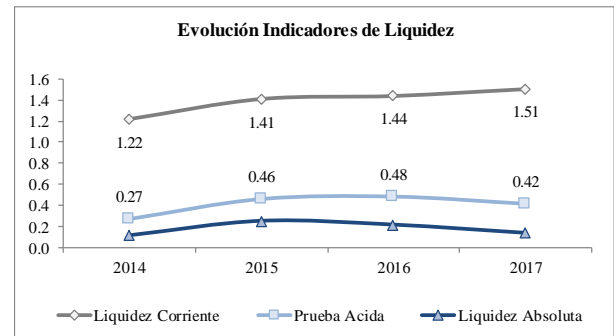


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Por otro lado, las cuentas por cobrar comerciales corrientes y no corrientes representaron el 34.05% de los activos, sumando un incremento de S/90.27 millones respecto al año 2016 ante la acumulación de entregas pendientes de unidades inmobiliarias durante el año en cuestión. 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 el 15 de junio del 2017 a Alpha Investment S.A.

Respecto a la cuenta de efectivo y equivalentes, la misma que totalizó S/76.68 millones al ejercicio 2017, con una reducción de S/47.92 millones debido al uso de fondos para el pre pago de instrumentos de deuda y por la ralentización del negocio inmobiliario. Cabe indicar que el total de efectivo y equivalentes incorpora saldos no disponibles por S/55.60 millones.

Dado el incremento del activo circulante y la reducción del pasivo circulante, el ratio de liquidez general pasó de 1.44 a 1.55 veces, mientras que el capital de trabajo pasó de S/255.46 millones a S/289.68 millones en el año analizado. Por otro lado, los indicadores más ácidos de liquidez reflejan ligeras disminuciones que derivan de la variación del nivel de efectivo, ubicándose la liquidez ácida y la liquidez absoluta en 0.42 y 0.13 veces respectivamente (0.48 y 0.21 veces a diciembre de 2016).

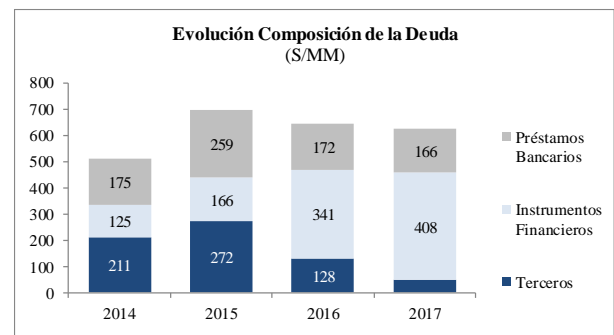


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Estructura Financiera y Solvencia

La Compañía respalda sus activos principalmente a través de endeudamiento con terceros (70.20%), y en menor proporción mediante el patrimonio de sus accionistas (29.80%). Cabe destacar que se identifica un progresivo aumento de la participación del patrimonio en la estructura de fondeo. En línea con esto, el pasivo total disminuyó en 1.99% entre ejercicios, hasta ubicarse en S/1,160.92 millones. La evolución del endeudamiento se explica por el ajuste registrado en el pasivo no corriente (-S/13.77 millones), a razón de la disminución en la deuda bancaria y cuentas por pagar comerciales de largo plazo.

Las obligaciones financieras de la Compañía retrocedieron ligeramente en 2.93% hasta totalizar S/622.57 millones; lo cual a su vez les ha permitido obtener eficiencias en el costo financiero de la deuda. Por otro lado, es relevante indicar que Los Portales emitió Bonos Corporativos Privados durante el ejercicio, cuyos recursos han permitido disminuir favorablemente la deuda con terceros (de S/128.48 millones a S/49.39 millones).

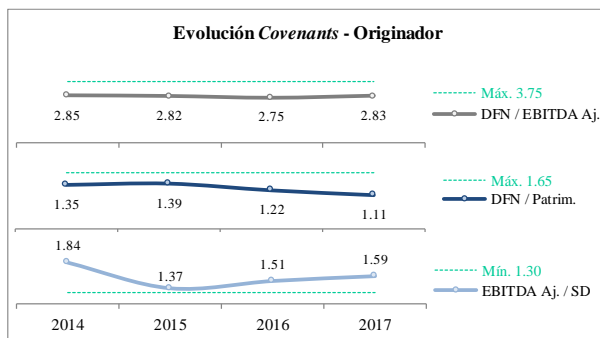


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

En el marco del programa de Bonos Titulizados, la Compañía se encuentra sujeta al cumplimiento de un conjunto de resguardos financieros (*covenants*), los cuales se detallan a continuación:

- i) Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado (límite máximo de 3.75 veces): aumentó de 2.75 a 2.83 veces entre ejercicios, explicado principalmente por el menor dinamismo en la partida de Efectivo y Equivalentes;
- ii) Deuda Financiera Neta / Patrimonio (límite máximo de 1.65 veces): disminuyó de 1.22 a 1.111 veces a razón del fortalecimiento del patrimonio;

- iii) EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda (límite mínimo de 1.30 veces): aumentó de 1.51 a 1.59 veces.



*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

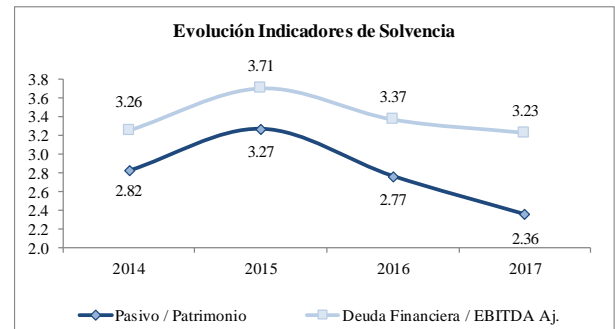
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Por otro lado, las cuentas por pagar comerciales -originadas en las operaciones de compra de terrenos, materiales y suministros de construcción, además del desarrollo de obras- disminuyeron en 1.07% y representaron a la fecha de corte de la evaluación el 22.42% del fondeo. Cabe indicar que, dado el modelo de negocio de la Compañía y la participación de operaciones de *factoring*, las cuentas por pagar tienen una participación mayoritaria en el corto plazo.

Otra cuenta relevante del pasivo son los anticipos de clientes, los cuales están asociados a los pagos recibidos en el periodo de habilitación de los inmuebles y previo a la entrega del bien; una vez que ello ocurre contablemente se reconocen los anticipos en el Estado de Resultados como ingreso. Al 31 de diciembre de 2017, los anticipos se ubicaron en S/65.43 millones, reflejando una disminución en 14.75% respecto al 2016, debido al menor dinamismo de la unidad inmobiliaria.

El patrimonio aumentó en 15.09% en el último ejercicio, explicado por el incremento en la partida de resultados. Es importante precisar que, en Junta de Accionistas realizada el 23 de marzo de 2018, se aprobó la capitalización parcial de los resultados acumulados e incrementó el capital social en S/82.50 millones hasta ubicarse en S/253.8 millones; esto último resulta favorable en tanto brinda estabilidad al patrimonio y a los indicadores de solvencia.

Respecto a estos últimos, el apalancamiento contable (pasivo/patrimonio) disminuyó favorablemente a 2.36 veces (2.77 veces en el 2016), en tanto el nivel de apalancamiento financiero (Deuda Financiera / EBITDA Ajustado) retrocedió al mínimo de los últimos ejercicios (3.23 veces) debido al menor nivel de deuda y el mayor nivel de generación que registró la Compañía.



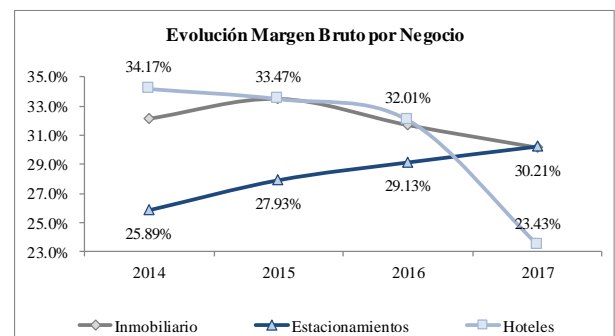
*EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos + intereses cargados al costo de ventas

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

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al cierre del año 2017, Los Portales presentó ingresos por S/791.35 millones, los mismos que contaron con una reducción de 6.66% respecto al 2016 debido, por un lado, al menor dinamismo de la unidad inmobiliaria ante el impacto del Fenómeno El Niño Costero y, por otro lado, a la menor actividad de la unidad hotelera dados los trabajos de remodelación de Country Club Lima Hotel. Cabe resaltar el positivo desempeño de la unidad de Estacionamientos, que generó S/4.40 millones más en el año evaluado.

En esa línea, el costo total de las ventas se ubicó en S/532.56 millones, con una disminución de 9.41% entre el 2016 y el 2017. Esto reflejó tanto el menor dinamismo de la unidad inmobiliaria como la reclasificación contable de algunos costos que pasaron a ser gastos, esto último con el valor aproximado de S/7.00 millones. Con esto, el resultado bruto se ubicó en S/258.79 millones, un monto similar al del año anterior. Por unidades, se encontró un menor margen bruto de la unidad hotelera al pasar este de 32.01% a 23.43%, dada la remodelación de Country Club Lima Hotel.



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

Los egresos operativos se incrementaron en S/4.44, situándose en S/153.50 millones. De este modo, la utilidad operativa totalizó S/110.14 millones, con una reducción entre ejercicios de 2.39%.

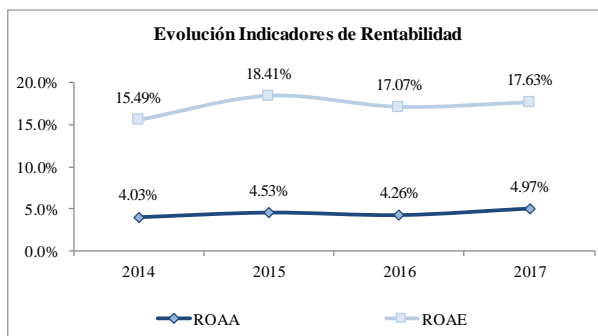
Respecto a los gastos financieros, estos se redujeron en 29.38%, variación que recoge, principalmente, las menores tasas negociadas por Los Portales con sus acreedores financieros. Es de indicar que la Compañía registra intereses pagados por S/59.27 millones al periodo 2017, monto que es utilizado para el cálculo de los indicadores de cobertura. Estos datos se pueden encontrar a continuación:

(S/ miles)	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Intereses devengados	44,560	55,852	69,124	67,027
Intereses capitalizados por activos calificables	-33,915	-43,314	-56,994	-58,461
Gastos Financieros	10,645	12,538	12,130	8,566
Intereses pagados LTM	24,195	33,831	50,765	59,270

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

La diferencia cambiaria presentó un incremento de S/8.51 millones al final del año 2017. Este rubro plasma la disminución del tipo de cambio contable respecto al ejercicio 2016 (pasó de S/3.356 a S/3.241) y los menores activos y pasivos mantenidos en moneda extranjera por parte de la Compañía, la que contó con el 34.39% de sus activos y el 56.82% de sus pasivos en Dólares Estadounidenses a la fecha de evaluación.

Dicho lo anterior, la utilidad neta de Los Portales pasó de S/68.43 millones a S/81.19 millones, viéndose favorecido por el incremento en la diferencia de cambio y por la reducción de los gastos financieros que pasan por resultados. En este sentido, el indicador de Rentabilidad Anualizada respecto al Activo Promedio aumentó de 4.26% a 4.97%, mientras que la Rentabilidad Anualizada respecto al Patrimonio Promedio pasó de 17.07% a 17.63%.

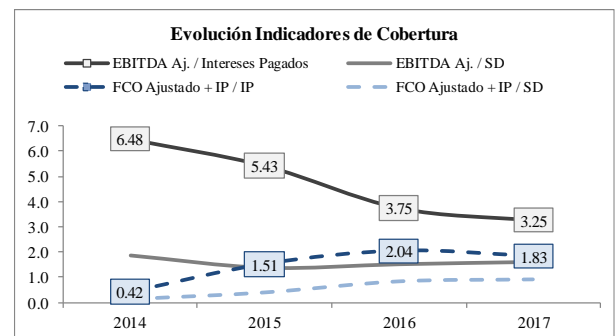


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Al analizar la generación financiera de la Compañía, se regresan al EBITDA los intereses que en su momento se capitalizaron y que ahora son cargados al costo de ventas como parte de la unidad inmobiliaria, con lo que se obtiene un EBITDA Ajustado de S/192.77 millones al 31 de diciembre de 2017 (S/190.18 millones al cierre del año 2016).

Si bien el Flujo de Caja Operativo de Los Portales pasó de S/52.61 millones a S/107.23 millones en el año evaluado, es de indicar que el dato del 2017 contiene un menor cargo por compra de terrenos, en vista que parte de dicho rubro pasó de las actividades operativas a las de inversión. En este sentido, en el presente análisis, Equilibrium consideró un FCO ajustado para el 31 de diciembre de 2017, el mismo que ascendió a S/49.10 millones y que se ubica por debajo del dato de un año antes. Esta reducción refleja el impacto del FEN en la unidad inmobiliaria de la Compañía y los mayores gastos asignados a la cobranza. Es de resaltar que se anticipa el registro de un mayor Flujo de Caja Operativo para el año en curso, en la medida en que se entreguen los proyectos inmobiliarios que se postergaron por el FEN.

Los ratios de cobertura de los intereses pagados se vieron afectados por el incremento en éstos últimos, de modo que el EBITDA Ajustado / intereses pagados pasó de 3.75 a 3.25 veces, mientras que el FCO Ajustado + intereses pagados / intereses pagados disminuyó de 2.04 a 1.83 veces.



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

**FCO Ajustado: Monto del 2017 se muestra alineado por reclasificación contable de una parte de la compra de terrenos, que pasaron de las actividades de operación a las de inversión.

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

Los Portales S.A. y Subsidiarias

En Miles de Soles

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	64,408	162,621	124,599	76,680
Cuentas por Cobrar Comerciales	93,628	134,383	144,262	155,163
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	435	444	11,993	5,652
Otras Cuentas por Cobrar	15,011	26,321	24,324	38,884
Total Existencias	526,145	576,410	529,063	581,730
Gastos Pagados por Anticipado	7,091	10,037	1,630	1,849
Total Activo Corriente	706,718	910,216	835,871	859,958
Cuentas por Cobrar Comerciales	163,354	278,715	328,512	407,882
Inversiones Financieras Permanentes	56,143	15,781	14,350	14,020
Inversiones Inmobiliarias	150,703	189,372	217,686	178,908
Inm., Mob. y Equipo, Neto	141,970	150,011	157,534	153,463
Intangibles, Neto	41,123	45,184	43,403	39,499
Otras Cuentas por Cobrar	0	7,437	15,319	0
Total Activo No Corriente	553,293	686,500	776,804	793,772
TOTAL ACTIVOS	1,260,011	1,596,716	1,612,675	1,653,730
Cuentas por Pagar Comerciales	198,460	268,632	286,250	294,317
Anticipo de Clientes	129,856	141,940	76,752	65,432
Cuentas por Pagar Relacionadas	6,193	10	9	0
Otras Cuentas por Pagar	44,853	34,028	51,628	55,885
Deuda Financiera C/P	140,941	100,426	90,556	94,660
Papeles Comerciales	62,407	77,597	78,446	79,181
Deuda Bancaria	78,534	22,829	12,110	15,479
Parte Corriente Deuda Financiera L/P	61,000	99,696	74,884	59,984
Obligaciones con Terceros	30,289	42,163	3,544	672
Bonos de Titulización y Corporativos	11,180	23,712	34,155	21,685
Deuda Bancaria	19,531	33,821	37,185	37,627
Total Pasivo Corriente	581,303	644,732	580,079	570,278
Cuentas por Pagar Comerciales	14,491	57,205	79,583	76,485
IR Diferido	15,025	27,757	37,311	34,772
Otras Cuentas por Pagar	10,920	13,115	11,566	11,451
Obligaciones Financieras	308,802	480,247	475,949	467,929
Préstamos de Terceros	180,712	206,156	124,935	48,715
Bonos de Titulización y Corporativos	51,391	105,063	228,591	306,651
Deuda Bancaria	76,699	169,028	122,423	112,563
Total Pasivo No Corriente	349,238	578,324	604,409	590,637
TOTAL PASIVO	930,541	1,223,056	1,184,488	1,160,915
Capital Social	171,254	171,254	171,254	171,254
Reserva Legal	21,243	26,565	31,876	34,154
Resultados de Conversión	889	3,461	3,262	2,662
Resultados Acumulados	88,714	107,647	153,370	203,556
Resultados del Ejercicio	47,370	64,733	68,425	81,189
TOTAL PATRIMONIO NETO	329,470	373,660	428,187	492,815
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1,260,011	1,596,716	1,612,675	1,653,730

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Ingresos por Venta de Inmuebles	498,737	576,731	628,589	564,989
Ingresos Financieros del Negocio Inmobiliario	42,722	56,649	79,755	87,229
Ingresos por Servicios de Playas de Estacionamiento	74,433	79,118	86,384	90,786
Ingresos por Servicios Hoteleros	50,049	54,190	51,159	46,168
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	1,905	2,188	1,896	2,174
Total ingresos	667,846	768,876	847,783	791,346
Costos de Venta de Inmuebles	-367,479	-421,293	-490,757	-432,599
Costos por Servicios de Playa de Estacionamiento	-52,699	-57,023	-61,220	-63,360
Costos por Servicios Hoteleros	-32,945	-36,050	-34,783	-35,349
Costos por Servicios de Renta Inmobiliaria	-1,333	-1,324	-1,101	-1,248
Total costos	-454,456	-515,690	-587,861	-532,556
RESULTADO BRUTO	213,390	253,186	259,922	258,790
Gastos de Administración	-73,301	-79,976	-90,424	-91,362
Gastos de Ventas	-37,924	-46,693	-58,641	-62,138
Otros Ingresos / Gastos, Neto	7,378	2,651	1,981	4,850
RESULTADO OPERATIVO	109,543	129,168	112,838	110,140
Revalorización de Terrenos	8,232	31,319	649	4
Gastos Financieros	-10,645	-12,538	-12,130	-8,566
Diferencia en Cambio	-34,623	-71,253	4,240	12,751
Participación en inversiones	-3,084	4,085	63	-503
Ganancia por venta de asociada	0	7,303	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	69,423	88,084	105,660	113,826
Impuesto a las ganancias	-22,942	-25,923	-37,036	-32,037
Result. Neto antes de la Dif. Cambiaria de las Oper. En el	46,481	62,161	68,624	81,789
Diferencia en Cambio Op. en el Exterior	889	2,572	-199	-600
RESULTADO NETO	47,370	64,733	68,425	81,189

Los Portales S.A. y Subsidiarias

PRINCIPALES INDICADORES	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
SOLVENCIA				
Pasivo / Patrimonio	2.82	3.27	2.77	2.36
Deuda Financiera / Pasivo	0.55	0.56	0.54	0.54
Deuda Financiera / Patrimonio	1.55	1.82	1.50	1.26
Pasivo / Activo	0.74	0.77	0.73	0.70
Pasivo Corriente / Pasivo	0.62	0.53	0.49	0.49
Pasivo No Corriente / Pasivo	0.38	0.47	0.51	0.51
Deuda Financiera / EBITDA Ajustado ¹	3.26	3.71	3.37	3.23
LIQUIDEZ				
Liquidez Corriente	1.22	1.41	1.44	1.51
Prueba Ácida	0.27	0.46	0.48	0.42
Liquidez Absoluta	0.11	0.25	0.21	0.13
Capital de Trabajo (S/000)	125,415	265,484	255,792	289,680
GESTIÓN				
Gastos operativos / Ingresos	16.65%	16.47%	17.58%	19.40%
Gastos financieros / Ingresos	1.59%	1.63%	1.43%	1.08%
Días de rotación de cuentas por cobrar	120	157	188	236
Días de rotación de inventarios	395	385	338	375
Días de rotación de cuentas por pagar	140	188	212	249
Ciclo de Conversión de Efectivo	375	354	315	362
RENTABILIDAD				
Margen bruto	31.95%	32.93%	30.66%	32.70%
Margen operativo	16.40%	16.80%	13.31%	13.92%
Margen neto	6.96%	8.08%	8.09%	10.34%
ROAA (Return Over Average Assets)	4.03%	4.53%	4.26%	4.97%
ROAE (Return Over Average Equity)	15.49%	18.41%	17.07%	17.63%
GENERACIÓN (S/000)				
FCO del periodo	-14,073	17,408	52,614	107,229
FCO Anualizado	-14,073	17,408	52,614	107,229
FCO Ajustado ²	-14,073	17,408	52,614	49,100
EBITDA Ajustado del periodo	156,857	183,546	190,177	192,773
EBITDA Ajustado ¹	156,857	183,546	190,177	192,773
Margen EBITDA Ajustado	23.49%	23.87%	22.43%	24.36%
COBERTURA				
EBITDA Ajustado / Inter. Pagad. ³	6.48	5.43	3.75	3.25
EBITDA Ajustado / Servicio de Deuda ⁴	1.84	1.37	1.51	1.59
EBITDA Ajustado / SD + Papeles Comerciales	1.06	0.87	0.93	0.96
(FCO Ajustado + Inter. Pagad.) / Inter. Pagad.	0.42	1.51	2.04	1.83
(FCO Ajustado + Inter. Pagad.) / Servicio de Deuda	0.12	0.38	0.82	0.90
(FCO Ajustado + Inter. Pagad.) / SD + Papeles Comerciales	0.07	0.24	0.51	0.54

COVENANTS ORIGINADOR	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado ¹ ($\leq 3.75x$)	2.85	2.82	2.75	2.83
Deuda Financiera Neta / Patrimonio ($\leq 1.65x$)	1.35	1.39	1.22	1.11
EBITDA Ajustado / SD ³ (2013 $\geq 1.15x$ 2014 $\geq 1.30x$)	1.84	1.37	1.51	1.59

¹ EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado + intereses cargados al costo de ventas.

² FCO Ajustado = Monto del 2017 se muestra alineado por reclasificación contable de una parte de la compra de terrenos, que pasaron de las actividades de operación operativas a las de inversión.

³ Los datos de intereses pagados del 2015 y 2014 fueron proporcionados por Los Portales S.A.

⁴ 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 Papeles Comerciales de Los Portales

Monto del Programa	Hasta por US\$50.00 MM o su equivalente en Soles
Oferta	Pública
Garantías/Resguardos	-
Duración del Programa	6 años
Estructura de pagos	<i>Bullet</i>

	Novena Emisión	Décima Emisión
Serie	B	A
Monto Máximo por Emisión	S/42.00 MM	S/20.00 MM
Monto colocado	S/20.000 MM	S/16.67 MM
Tasa	7.05992%	7.1668%
Fecha de Colocación	23.02.2017	11.04.2017
Fecha de Pago	19.02.2018	07.04.2018

Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada

Monto del Programa	Hasta por US\$50.00 MM o su equivalente en Soles
Oferta	Pública
Garantías/Resguardos	-
Duración del Programa	Hasta enero de 2021
Estructura de pagos	<i>Bullet</i>

Este programa no cuenta con valores en circulación.

Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública de Los Portales

Monto del Programa	Hasta por US\$25.00 MM o su equivalente en Soles
Oferta	Pública
Garantías/Resguardos	-
Duración del Programa	6 años
Estructura de pagos	<i>Bullet</i>

	Primera Emisión	B	Tercera Emisión
Serie	A	B	A
Monto colocado	S/20.00 MM	S/20.00 MM	S/25.00 MM
Tasa	5.9954%	4.9869%	5.6454%
Fecha de Colocación	28.08.2017	19.02.2018	05.12.2017
Periodo de Pago	24.08.2018	15.02.2019	01.12.2018

El saldo en circulación combinado de los anteriores tres programas no deberá ser superior a US\$30.00 millones.

ANEXO I

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

(continuación)

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:	Cancelar el saldo de los pasivos en circulación materia del “Primer Programa de Bonos de Titulización d Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario”, la “Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Oferta Privada de Los Portales S.A.”, así como para cubrir necesidades de financiamiento de la Compañía incluyendo la amortización de otros pasivos y/o financiar las operaciones propias al giro de su negocio.

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 LA CLASIFICACIÓN* – LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

Instrumento	Clasificación Anterior	Clasificación Actual	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Papeles Comerciales de Los Portales	EQL 2.pe**	(modificada) De EQL 2.pe a 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	EQL 2.pe**	(modificada) De EQL 2.pe a 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 de Los Portales	EQL 2.pe**	(modificada) De EQL 2.pe a EQL 2+.pe	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.
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 24 de noviembre de 2017 con información a junio de 2017.

*** Sesión de Comité del 06 de febrero de 2018 con información a setiembre de 2017.

ANEXO III

Accionistas al 31.12.2017

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 31.12.2017

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 31.12.2017

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
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 Inversionistas
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.