



CONTINENTAL SOCIEDAD TITULIZADORA S.A. PATRIMONIO EN FIDEICOMISO D.L.861, TÍTULO XI, LOS PORTALES S.A., NEGOCIO INMOBILIARIO – SEGUNDO PROGRAMA – SEGUNDA EMISIÓN

Lima, Perú

Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 30 de mayo de 2019

Contacto:

(511) 616 0400

Hugo Barba

Analista Asociado

hbarba@equilibrium.com.pe

Carmen Alvarado

Analista

calvarado@equilibrium.com.pe

La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pe>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2018 y 2019 del Originador y del Patrimonio Fideicometido, además de información adicional proporcionada por el Originador. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente del Originador 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 21/09/18.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Clasificación de Equilibrium resolvió mantener la categoría AA-pe a la Segunda Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar del Negocio Inmobiliario de Los Portales S.A. (en adelante Los Portales, el Originador o la Compañía).

La decisión de comité se sustenta principalmente de la estructura misma de la titulización, la cual se compone de cuentas por cobrar respaldadas por letras de cambio del negocio de habilitación urbana de Los Portales S.A. Dichas cuentas por cobrar mantienen las siguientes características que incrementan la visibilidad en el cobro de las letras de cambio: (i) bajos niveles de morosidad, (ii) la reserva de dominio que Los Portales mantiene sobre los lotes a los que están relacionadas hasta el pago total, y (iii) el pago de una parte del inmueble (entre el 30% y 40%) antes de concretar la transferencia al Patrimonio Fideicometido. A lo anterior hay que sumar la experiencia y posicionamiento de Los Portales en el negocio de habilitación urbana, al ser su principal línea de negocio, lo que se refleja en la continua generación de cuentas por cobrar.

Asimismo, pondera favorablemente en la clasificación, la existencia de una Cuenta Reserva equivalente a una cuota trimestral y resguardos atribuibles tanto al Patrimonio Fideicometido como a Los Portales.

Sin perjuicio de los factores antes descritos, a la fecha limita a la Segunda Emisión de Bonos Titulizados el poder otorgar una mayor clasificación, el alto nivel de endeudamiento que todavía

Instrumento	Clasificación (*)
Bonos Titulizados	AA-pe

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

refleja el Originador en los cortes revisados, principalmente en los indicadores de palanca contable (pasivo / patrimonio) y financiera (deuda financiera / EBITDA), a pesar de la mejora registrada en el año 2018. Cabe mencionar que, en el primer trimestre de 2019, se evidencia un incremento en los ratios de endeudamiento, producto de la aplicación de la NIIF 16, que repercutió en que se registren pasivos por arrendamiento en la parte corriente y no corriente de las obligaciones con terceros.

Del mismo modo, se considera que, si bien se cuenta con un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles como garantía, éste no se encuentra registrado, sólo constituido, lo que implica que cualquier acreedor del Originador pueda embargar los lotes. Este riesgo se mitiga mediante el ejercicio de las funciones del *Controller* (quien se apoya en el sistema de Alerta Registral) y el compromiso de Los Portales de que las cuentas por cobrar cedidas cumplan en todo momento con las características descritas en los documentos del Programa.

Con relación a la situación del Grupo Ica, conglomerado empresarial al cual pertenece Constructoras ICA S.A.B. de C.V. (accionista de la Compañía con el 49.99%), cabe recordar que en el mes de marzo de 2018 salió del proceso de concurso mercantil en el cual se encontraban inmersos desde agosto de 2017 en México, luego de que lograran reestructurar las obligaciones con sus acreedores. Además, en esa fecha, el fondo financiero Fin-tech Europa ingresó como nuevo accionista con una participación del 40% del accionariado de Grupo Ica.

Entre los principales hechos de relevancia del periodo relacionados al Originador, destaca que en Junta General de Accionistas del 31 de agosto de 2018, se aprobó el proceso de reorganización simple, mediante el cual Los Portales aportó un bloque patrimonial por S/48.5 millones¹ constituido por diversos activos y pasivos vinculados al negocio de estacionamientos a una subsidiaria constituida especialmente para gestionar dicho negocio (Los Portales Estacionamientos S.A.). El aporte se efectuó el 01 de octubre de 2018 por el valor en libros que tenían los activos y pasivos a esa fecha. Cabe mencionar que, al 31 de marzo de 2019, se encuentra pendiente transferir parcialmente el valor de la inversión de dos de las subsidiarias vinculadas a estacionamientos (Consortio Estacionamiento Gamarra S.A. y Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A.), debido a que faltan gestionar algunos permisos municipales². Teniendo en cuenta lo

previamente mencionado, a partir del presente Informe, Equilibrium ha decidido pasar a evaluar el riesgo y capacidad de pago del Originador a nivel individual.

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

Finalmente, Equilibrium seguirá de cerca la evolución de los eventos que puedan afectar el nivel de riesgo de la Segunda Emisión de Bonos Titulizados, comunicando al mercado cualquier cambio en el perfil de riesgo del instrumento clasificado.

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

- Incorporación de mayores garantías y resguardos dentro de la estructura de Bono Titulizados, incluyendo un aumento en la Cuenta Reserva.
- Mejora en el desempeño financiero del Originador.
- Fortalecimiento de la situación financiera de uno de los accionistas del Originador, mejorando el respaldo patrimonial.

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

- Deterioro en los indicadores financieros del Originador que implique una disminución en la clasificación de riesgo otorgada por Equilibrium.
- Incumplimiento de las proyecciones remitidas por el Originador.
- Incumplimiento de los resguardos establecidos dentro de los Bonos Titulizados.
- Modificación en la estructura de los Bonos Titulizados, incluyendo el retiro o cambio en alguno de los mejoradores que implique un menor respaldo.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

¹ El monto fue ratificado en Junta General de Accionistas de fecha 27 de marzo de 2019.

² Los valores de inversión pendientes de transferir ascienden a S/0.6 millones y S/0.3 millones, respectivamente.

DESCRIPCIÓN DE LA TITULIZACIÓN

Antecedentes

Los Portales S.A., el Originador de la presente titulización, cuenta como principal fuente de ingresos el negocio inmobiliario, el mismo que incluye la venta y desarrollo de proyectos de habilitación urbana formados por lotes de terreno para vivienda con instalaciones de servicios básicos (agua, desagüe y electricidad). Parte de estas ventas son financiadas a los clientes en cuotas respaldadas por letras de cambio hasta por 72 meses, para lo cual se firman contratos de compra-venta garantizada. Según estos documentos, la propiedad pasa a manos del comprador en el momento que termina de cancelar todas las cuotas pactadas, y, hasta entonces, la reserva de dominio se mantiene a favor de Los Portales S.A. En este sentido, los clientes deben realizar el pago de una cuota inicial de por lo menos 20% del valor de venta del lote, mientras que el saldo puede ser financiado a una tasa de interés efectiva anual aproximada de 16%. En los casos en que el cliente no pague tres cuotas, el comprador pierde el derecho de adquirir el terreno, aplicándose una penalidad del 30% del valor de venta del lote. Asimismo, las letras de cambio referidas contienen una cláusula de no protesto, lo que permite agilizar su ingreso en el registro de moras.

Los activos que sirven de respaldo a la Primera Emisión de Bonos Titulizados tienen las siguientes características:

- Tipo: Préstamo.
- Destino: Financiamiento para adquisición de primera y segunda vivienda.
- Moneda: Dólares Estadounidenses.
- Periodicidad de Cuota: Pagos mensuales.
- Garantía: El Originador mantiene la reserva de dominio sobre los lotes asociados.
- Mora: Todas las cuentas que ingresen deberán estar al día en el pago y nunca haber presentado retrasos de tres cuotas consecutivas o alternadas simultáneamente.

Estructura

El Fiduciario y el Originador acordaron la transferencia en dominio fiduciario de las cuentas por cobrar cedidas y las letras de cambio que servirán para respaldar el pago de las obligaciones que se asuman. Además, se acordó la transferencia fiduciaria a favor del Patrimonio Fideicometido de Inmuebles (PFI) de los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas de cada Emisión³, según establecido en la Primera Adenda.

Dado que el PFI no constituye una garantía de la Primera Emisión del programa, éste no se encuentra inscrito ante Registros Públicos. No obstante, el registro público se llevaría a cabo en caso se verifique la existencia de una Contingencia Material que afecte la situación legal y el registro de los inmuebles cedidos. Además, según establecido en la primera adenda, el PFI tampoco está inscrito en el Registro Mobiliario de Contratos. Lo anterior hace relevante el rol del *Controller* al monitorear el estado registral de los lotes en el Sistema de Alertas de Registros Públicos, permitiendo asegurar la permanente correspondencia entre las cuentas por cobrar cedidas y los inmuebles relacionados.

El PFI funciona como un Patrimonio Fideicometido de Inmuebles Global, al administrar los inmuebles que respaldan todas

las Emisiones contempladas en el Segundo Programa. Es así que, la operatividad del PFI, según establece la Primera Adenda al Contrato Marco para la Constitución de Fideicomisos de Titulización, implica que, a partir de la Segunda Emisión, por cada nueva Emisión, el Originador deberá celebrar una adenda al Acto Constitutivo de Fideicomiso de Administración de Inmuebles.

Componentes

Entre los activos cedidos al Patrimonio Fideicometido se encuentran: i) las cuentas por cobrar del Originador respaldadas por letras de cambio, ii) los ingresos generados por dichas cuentas y los recursos de las cuentas del Patrimonio Fideicometido, y iii) los intereses que se generen.

Por otro lado, los activos cedidos al PFI son los lotes vinculados a las cuentas por cobrar cedidas en virtud de la reserva de dominio pactada en los Contratos de Compraventa Garantizada.

Administración de los Flujos

Con la finalidad de contar con una adecuada gestión y cobertura sobre el pago de la deuda, la estructura de la Primera Emisión del Bono Titulizado contempla la constitución de las siguientes cuentas en el BBVA Continental a nombre del Patrimonio Fideicometido:

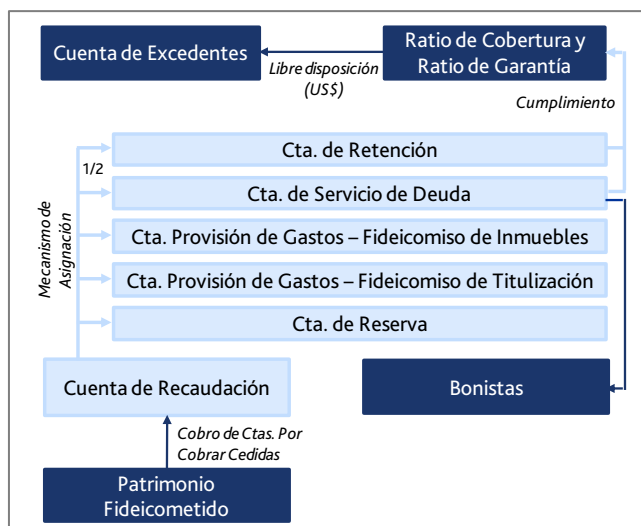
- Cuenta de Profondeo
- Cuenta de Recaudación
- Cuenta de Reserva: Una cuota
- Cuenta de Provisión de Gastos – Comisión del Servidor
- Cuenta de Provisión de Gastos – Fideicomiso de Titulización
- Cuenta Provisión de Gastos – Fideicomiso de Inmuebles
- Cuenta de Servicio de Deuda
- Cuenta de Retención
- Cuenta de Excedentes

Mecanismo de Asignación de Flujos

En base a las gestiones de cobranza de las cuentas cedidas, en cada fecha de medición el Fiduciario distribuye los ingresos recaudados según siguiente detalle:

- Provisiona un tercio de los gastos de administración del Fideicomiso de Titulización y un tercio de los gastos de mantenimiento del Fideicomiso de Inmuebles en las cuentas correspondientes.
- Deposita la mitad del monto requerido en la Cuenta de Servicio de Deuda.
- Transfiere los montos excedentes tras verificar el cumplimiento de los resguardos del Patrimonio Fideicometido.

³ En los casos que no se haya finalizado el proceso de independización, son transferidos los predios matrices vinculados a los lotes.



Fuente: Los Portales / Elaboración: Equilibrium

Garantías

Los activos del Patrimonio Fideicometido garantizan las obligaciones que se emitan en el marco de dicho Programa. A la fecha, Equilibrium clasifica la Primera y Segunda Emisión de Bonos Titulizados dentro de un Segundo Programa.

Destino de los Recursos

El destino de la Segunda Emisión fue adquirir capital de trabajo para la ejecución de futuros proyectos de habilitación urbana y otros propósitos corporativos.

ENTIDADES PARTICIPANTES

Fiduciario

Continental Sociedad Titulizadora S.A., Subsidiaria de BBVA Continental, fue constituida en febrero de 1999. Actualmente se dedica de manera exclusiva a ejercer la función de Fiduciario en procesos de titulización, así como a la adquisición de activos para constituir Patrimonios Fideicometidos en respaldo de la emisión de valores de contenido crediticio. A continuación, se presenta la principal información financiera de Continental Sociedad Titulizadora S.A.:

(S/000)	2015	2016	2017	2018	Mar.19
Activos	2,373	2,925	3,486	4,264	4,999
Pasivo	123	256	243	470	719
Patrimonio	2,251	2,669	3,242	3,794	4,280
Utilidad	232	418	574	552	486
ROAA*	5.16%	7.89%	17.89%	14.24%	21.06%
ROAE*	8.50%	9.33%	19.41%	15.69%	24.02%

*Indicadores anualizados.

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

Originador

Los Portales S.A. fue constituida en Lima el 6 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.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

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

ANÁLISIS DE RIESGO DE LA ESTRUCTURA

Los activos que sirven de respaldo y de garantía a la Segunda Emisión de Bonos Titulizados están expuestos a los siguientes riesgos:

Incumplimiento en el pago de las cuotas por parte de sus clientes: Se asume el riesgo crediticio de los clientes del negocio de habilitación urbana de Los Portales S.A. En este sentido, el Originador cuenta con personal encargado de la evaluación crediticia de sus clientes y mantiene la reserva de dominio sobre los lotes hasta el pago final de éstos, factores que mitigan en parte este riesgo.

Desastres naturales que afecten las zonas habilitadas: Los lotes habilitados están expuestos a desastres naturales, lo que podría afectar el pago de las letras adeudadas. No obstante, cabe indicar que estos lotes cuentan con seguros que cubren estas eventualidades y que mitigan en parte dicho riesgo.

Incumplimiento de las obligaciones del Controller encargado de monitorear el estado registral de los inmuebles asociados al PFI: Dado que entre las garantías de asociadas a la Primera Emisión de Bonos Titulizados no se encuentra el Patrimonio Fideicometido de Inmuebles, y que por tanto los lotes asociados a este no están registrados a favor del Patrimonio Fideicometido, se agudiza el riesgo de incumplimiento por parte del *controller*, único encargado de monitorear la situación registral de los inmuebles y que se basa en el Sistema de Alerta Registral de Registros Públicos. En caso este factor no funcione, según lo establecido en los documentos del Programa, los bonistas podrían no contar con un respaldo para la exigibilidad de sus derechos.

Deterioro de la capacidad del Originador para generar nuevas cuentas por cobrar: Este factor es importante para que los resguardos financieros aplicables al Patrimonio Fideicometido se cumplan y se mantenga el calce entre los Bonos y los Activos Titulizados, dado que el Originador reemplaza las cuentas por cobrar cedidas que vencen o son canceladas anticipadamente por los clientes y, por ende, retiradas del Patrimonio Fideicometido.

ANÁLISIS FINANCIERO DE LOS PORTALES S.A.

Activos y Liquidez

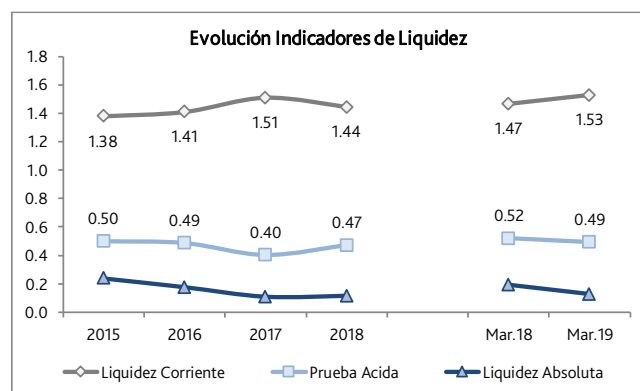
Al 31 de diciembre de 2018, los activos de Los Portales ascendieron a S/1,591.8 millones, mostrando una disminución de 1.52% en comparación al cierre del año anterior. Dicho comportamiento estuvo explicado por los menores saldos registrados en el activo corriente; esto último especialmente por la disminución de los inmuebles registrados en inventarios, tanto en proyectos inmobiliarios en desarrollo como en inmuebles ter-

minados. Esto último resulta favorable, pues refleja el mayor nivel de ventas alcanzado durante el año analizado. De igual modo, se evidenció un ajuste en otras cuentas por cobrar (-74.13% respecto a diciembre de 2017).

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

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

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



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

Estructura Financiera y Solvencia

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

Al 31 de marzo de 2019, los pasivos de la Compañía ascendieron a S/1,092.2 millones, reflejando una disminución interanual de 5.56%, aunque en comparación a diciembre se observa un aumento de 3.35%. Los mayores pasivos registrados en el primer trimestre se explican principalmente por la aplicación de la NIIF 16, que conllevó al registro de pasivos por arrendamientos por un importe de S/45.9 millones (considerando la porción corriente y no corriente).

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

Entre los componentes de la deuda de Los Portales S.A., se encuentra el Segundo Programa de Bonos Titulizados por hasta US\$60 millones, cuyos Activos Titulizados corresponden a cuentas por cobrar asociadas a proyectos de habilitación urbana, respaldadas por letras de cambio originadas por Los Portales S.A. Bajo este programa, se creó el Patrimonio en Fideicomiso – D.Leg.861. Título XI, Los Portales S.A. - Negocio Inmobiliario - Segundo Programa - Segunda Emisión, cuyas características principales se presentan en la siguiente tabla.

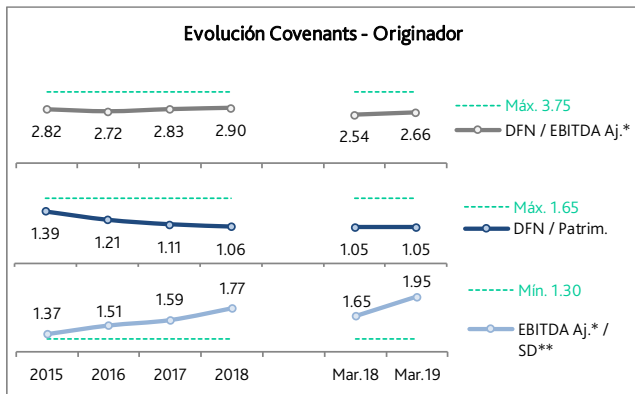
Segunda Emisión Segundo Programa de Bonos Titulizados

Monto:	US\$20.0 millones
Saldo en Circulación:	US\$11.7 millones
Redención:	28/09/20221
Tasa:	7.50% anual
Fecha de Colocación:	29/09/2016
Amortización:	Trimestral
Fiduciario de la Titulización:	Continental Sociedad Titulizadora S.A.

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

Asimismo, la Segunda Emisión de Bonos Titulizados exige a la Compañía el cumplimiento de los resguardos financieros que se muestran a continuación⁴:

⁴ Los resguardos financieros son calculados a nivel consolidado (Los Portales S.A. y Subsidiarias). Las cifras presentadas en el gráfico corresponden a la información reportada por la Compañía.



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

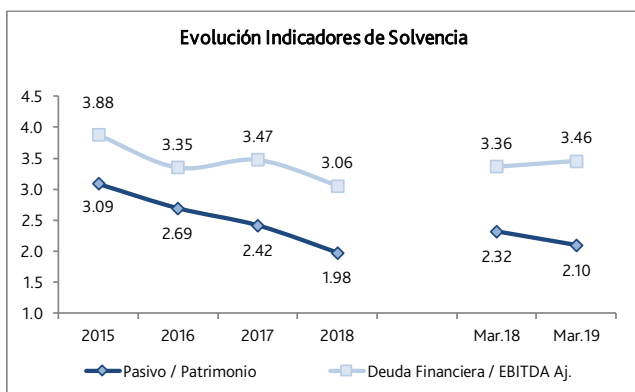
** Servicio de Deuda = Parte cte. de la deuda de largo plazo + intereses pagados

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

Los Portales S.A. mantiene en circulación dos Programas de Papeles Comerciales y un Primer Programa de Bonos Corporativos de oferta pública, los mismos que son clasificados por Equilibrium, contando con una clasificación de EQL Z+ y A-, respectivamente.

Por otro lado, al cierre de diciembre de 2018, el patrimonio de la Compañía ascendió a S/534.9 millones, reflejando un incremento de 13.12% en comparación a similar periodo del año anterior, lo cual se explicó en mayor medida por la capitalización parcial de utilidades acumuladas por S/82.5 millones realizada en el mes de mayo de 2018, lo cual resulta favorable para los indicadores de solvencia de Los Portales. Al 31 de marzo de 2019, el patrimonio se situó en S/520.5 millones, presentando un aumento interanual de 4.40%, pero una reducción de 2.71% en el trimestre. Esto último explicado por la distribución de dividendos acordada en el mes de marzo del presente ejercicio⁵.

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



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

Rentabilidad y Eficiencia

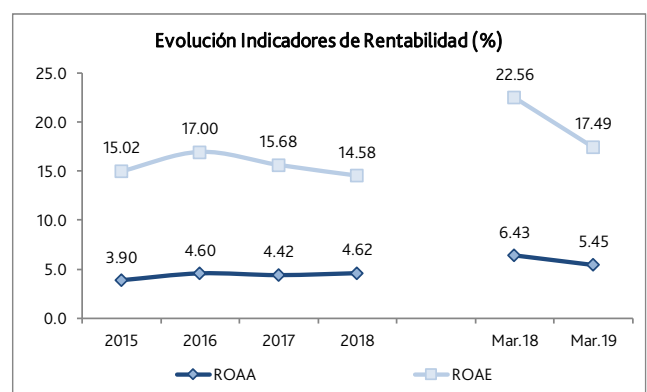
En el año 2018, los ingresos de Los Portales sumaron S/766.3 millones, lo cual se explicó principalmente por el crecimiento de

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

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

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

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



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

Generación y capacidad de pago

Al 31 de diciembre de 2018, el EBITDA Ajustado de Los Portales ascendió a S/195.8 millones, logrando un incremento de 9.26%

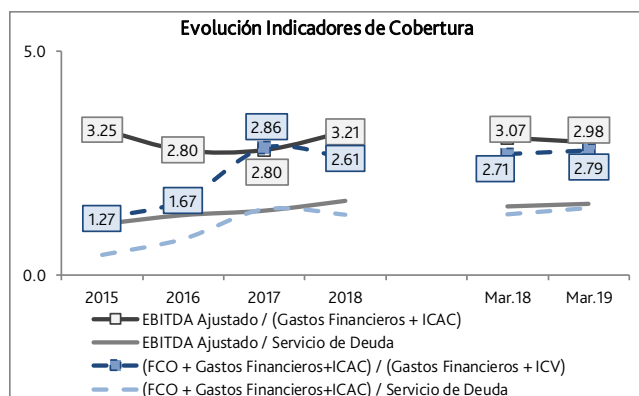
⁵ En Junta General Obligatoria Anual de Accionistas de fecha 27 de marzo de 2019 se acordó, entre otros puntos, la aplicación de los Resultados del 2018, de la siguiente manera: S/19.83 millones serán distribuidos como dividendos; S/7.47 millones fueron

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

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

Por su parte, el Flujo de Caja Operativo (FCO) de la Compañía se redujo de S/118.6 millones en el 2017 a S/98.2 millones al corte de análisis, como consecuencia de los mayores pagos realizados a proveedores. Al 31 de marzo de 2019, se evidencia una mejora en términos de FCO al sumar S/25.4 millones (S/13.1 millones el primer trimestre de 2018). Como consecuencia de lo explicado previamente, la cobertura de gastos financieros e ICAC⁶ con el EBITDA Ajustado se ubicó en 3.21 veces y teniendo en cuenta el Flujo de Caja Operativo⁷ en 2.61 veces; mientras que los indicadores de cobertura del servicio de deuda se situaron en 1.66 veces con el EBITDA Ajustado y en 1.35 veces vía el Flujo de Caja Operativo.

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



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

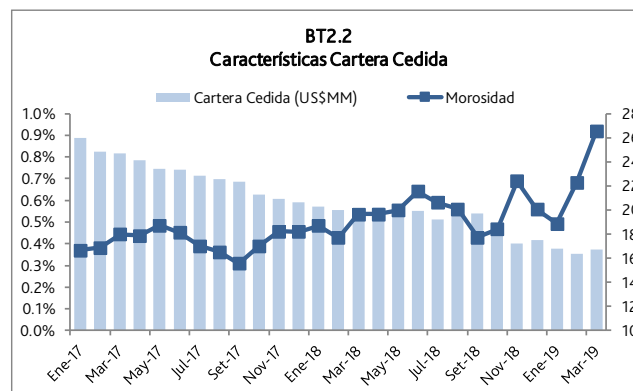
PATRIMONIO EN FIDEICOMISO D.L. 861, TÍTULO XI, LOS PORTALES S.A., NEGOCIO INMOBILIARIO – SEGUNDO PROGRAMA – SEGUNDA EMISIÓN

El Patrimonio se constituyó el 6 de setiembre de 2016, mediante la inscripción del Acto Constitutivo de Fideicomiso de Titulización celebrado entre Continental Sociedad Titulizadora S.A. y Los Portales S.A. en respaldo del Segundo Programa de Bonos Titulizados.

Entre los criterios para la selección de los clientes cedidos a la Titulización se encuentran la entrega del proyecto de Habilitación Urbana, que no se tenga ningún gravamen, que el cliente cuente con un buen comportamiento de pago, que tenga trenes completos para la inclusión (no haya letras ya endosadas a otros

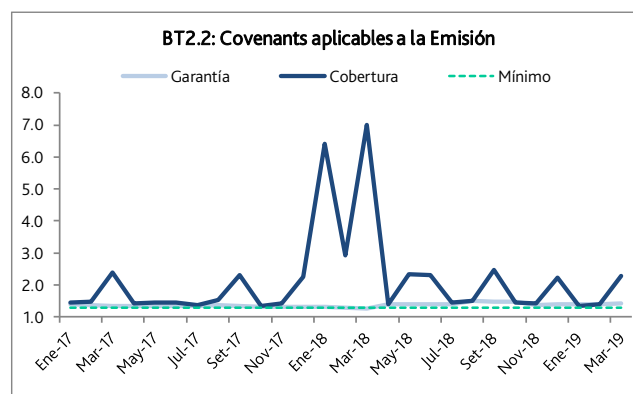
Bancos) y que se tengan más de seis letras pendientes por cobrar para ser endosadas e incluidas.

Al 31 de diciembre de 2018, los activos en titulización de la Segunda Emisión ascendieron a S/67.9 millones (S/63.8 millones a marzo de 2019), contando a su vez con 1,198 clientes y 51 proyectos, además de las siguientes características:



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

Adicionalmente, el Patrimonio Fideicomitado debe cumplir con algunos resguardos financieros⁸. A la fecha de análisis, dichos resguardos financieros se cumplen satisfactoriamente, según se detalla:



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

ACTIVIDADES COMPLEMENTARIAS

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

⁶ Se suman a los Gastos Financieros los Intereses Capitalizados de Activos Calificables (ICAC), que son intereses devengados que se registran en el estado de situación financiera.

⁷ Para el cálculo de los indicadores de cobertura se le regreso al FCO los gastos financieros e ICAC del periodo, dado que son deducidos en los estados financieros presentados por la Compañía.

⁸ (i) **Ratio de Garantía** (≥ 1.30 veces), divide: (i) Cuenta SD + Cuenta de Retención + valor nominal de las Cuentas por Cobrar Cedidas, entre (ii) Saldo del principal de los Bonos; y, (ii) **Ratio de Cobertura** (≥ 1.30 veces), divide: (i) Cuenta SD + valor nominal de los flujos de las Cuentas por Cobrar Cedidas hasta el pago de la próxima cuota, entre (ii) Monto Requerido de la deuda para el pago del próximo SD.

LOS PORTALES S.A.

Reformulado

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

Reformulado

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

LOS PORTALES S.A.

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

¹ Indicadores Anualizados.

² EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado + intereses cargados al costo de ventas.

³ ICAC: Intereses Capitalizados sobre Activos Calificables.

LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

Reformulado

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

Reformulado

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

LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

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

COVENANTS REPORTADOS	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado ² ($\leq 3.75x$)	2.82	2.72	2.83	2.54	2.90	2.66
Deuda Financiera Neta / Patrimonio ($\leq 1.65x$)	1.39	1.21	1.11	1.05	1.06	1.05
EBITDA Ajustado / SD ⁴ (2013 $\geq 1.15x$ 2014 $\geq 1.30x$)	1.37	1.51	1.59	1.65	1.77	1.95

¹ Indicadores anualizados.

² EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado + intereses cargados al costo de ventas.

³ Los datos de intereses pagados fueron proporcionados por Los Portales S.A.

⁴ Servicio de Deuda = Parte cte. de la deuda de largo plazo + intereses pagados.

PATRIMONIO EN FIDEICOMISO – D.L.861. TÍTULO XI, LOS PORTALES S.A. NEGOCIO INMOBILIARIO -SEGUNDO PROGRAMA - SEGUNDA EMISIÓN

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA En miles de Soles	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Caja y bancos	5,515	5,817	5,338	5,783	5,377
Cuentas por cobrar	0	0	0	0	0
Total Activo Corriente	5,515	5,817	5,338	5,783	5,377
Activos en titulación	93,728	72,025	69,381	62,108	58,437
TOTAL ACTIVO	99,243	77,842	74,719	67,891	63,814
Cuentas por pagar	114	25	114	119	117
Obligaciones por titulación	11,209	10,826	10,785	18	0
Total Pasivo Corriente	11,323	10,851	10,899	137	117
Bonos por titulación	53,137	40,519	37,642	42,219	38,745
Total Pasivo No Corriente	53,137	40,519	37,642	42,219	38,745
TOTAL PASIVO	64,460	51,370	48,541	42,356	38,862
Título de participación	36,925	34,482	35,417	36,632	37,197
Resultados acumulados	0	-2,142	-8,100	-8,099	-11,098
Resultado del ejercicio	-2,142	-5,958	-1,139	-2,998	-1,147
TOTAL PATRIMONIO	34,783	26,383	26,178	25,535	24,952
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	99,243	77,753	74,719	67,891	63,814

ESTADO DE RESULTADOS En miles de Soles	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Intereses por bonos de titulación	-1,288	-4,379	-922	-3,573	-780
Gastos administrativos	-362	-379	-101	-427	-54
RESULTADO OPERACIONAL	-1,650	-4,758	-1,023	-4,000	-834
Ingresos financieros	4	18	5	18	24
Diferencia en cambio	0	0	0	0	0
Otros ingresos / gastos netos	-496	-1,218	-121	984	-337
RESULTADO DEL EJERCICIO	-2,142	-5,958	-1,139	-2,998	-1,147

ANEXO I

HISTORIA DE LA CLASIFICACIÓN* - CONTINENTAL SOCIEDAD TITULIZADORA S.A. SEGUNDO PROGRAMA DE BONOS DE TITULIZACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR DE LOS PORTALES S.A. - NEGOCIO INMOBILIARIO – SEGUNDA EMISIÓN

Instrumento	Clasificación Anterior (al 30.09.18)**	Clasificación Actual (al 31.03.19)	Definición de Categoría Actual
Segundo Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. - Negocio Inmobiliario Segunda Emisión (hasta por US\$25.00 millones)	AA-.pe	AA-.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta clasificación y la inmediata superior son mínimas.

*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 29 de noviembre de 2018.

ANEXO II

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

Accionistas al 30.05.19

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

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

Directores al 30.05.19

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

*Desde el 02.10.18

**Desde el 01.10.18

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

Plana Gerencial al 30.05.19

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

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

© 2019 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

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

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

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

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

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

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

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