



Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

LOS PORTALES S.A.

Lima, Perú

Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 20 de octubre de 2017

Contacto:

(511) 616 0400

Gabriela Bedregal

Analista

gbedregal@equilibrium.com.pe

Erika Salazar

Analista Asociado

esalazar@equilibrium.com.pe

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

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

La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pe>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2013, 2014, 2015 y 2016 así como Estados Financieros Intermedios al 30 de junio de 2016 y 2017 de Los Portales S.A. y Subsidiarias, información adicional proporcionada por el emisor y la versión preliminar del Contrato Marco y el Prospecto Marco del Programa, y el Complemento del Prospecto Marco y el Contrato Complementario de la 1era. Emisión, por esto último, cambios significativos en dichas versiones preliminares podrían implicar un cambio en la categoría de riesgo otorgada. Cabe indicar que también se tuvo acceso a la información financiera individual de Los Portales S.A. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de clasificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

El presente Informe es de uso privado y no podrá ser revelado a terceros por parte del Emisor sin el consentimiento y la autorización de Equilibrium. Si a pesar de lo indicado, el Emisor revela la clasificación asignada, dará lugar al incumplimiento del Contrato y Equilibrium automáticamente no tendrá ninguna responsabilidad que pueda surgir como consecuencia del conocimiento público de la clasificación que pueda realizar el Emisor y deberá indemnizar a Equilibrium por cualquier daño que pueda sufrir como consecuencia de lo anterior.

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

Dicha categoría se sustenta en el alto componente de los ingresos de la Compañía que está respaldado por contratos de largo plazo. Es así que aproximadamente el 70.00% de los ingresos de Los Portales provienen de la venta garantizada de lotes habilitados, cuyo pago es diferido hasta en 72 meses, mientras que aproximadamente el 3.00% de éstas proviene de la operación de concesiones de estacionamientos en diversos distritos de Lima que se extienden hasta el año 2028.

Adicionalmente, suma a la clasificación el carácter diversificado de los activos generadores de Los Portales, lo que le permitió reducir el impacto de la contracción en el sector inmobiliario del país de los últimos dos años.

Por otro lado, la clasificación contempla la mayor generación financiera a través del Flujo de Caja Operativo y la mejora en las condiciones de la deuda de la Compañía, contando a la fecha con plazos de pago que se han incrementado casi un año desde el año 2015 y con tasas de interés que han bajado en aproximadamente 60 puntos

Instrumento*

Bonos Corporativos

Clasificación**

(nuevo)
A-pe

básicos en los últimos meses. Esto último implicó el reemplazo de acreencias con terceros (de plazos cortos y mayores tasas) con emisiones en el mercado de capitales.

También se tomó en cuenta la Carta Fianza Bancaria a ser emitida por BBVA Banco Continental y que garantizaría el 15.00% del saldo del principal total pendiente de los Bonos, siendo este un mejorador a la categoría básica obtenida según nuestra metodología.

No menos importantes resultan la experiencia de la Compañía en las diversas unidades que opera y su posicionamiento en los sectores de habilitación urbana y estacionamientos.

A pesar de lo indicado anteriormente, limita a los instrumentos de largo plazo de Los Portales contar con una mayor clasificación, la menor prelación con la que cuentan los bonos corporativos respecto al pago de los bonos titulizados y de parte de la deuda bancaria, que comprometen aproximadamente el 35.00% de los activos de la Compañía.

Asimismo, se tomó en cuenta el aún limitado respaldo patrimonial que le confiere su accionista Constructoras ICA S.A.B. de C.V. (49.99% del accionariado). Empresas Ica S.A.B. de C.V. -la matriz- presentó fuertes problemas financieros en el año 2015 y solicitó su ingreso a concurso mercantil el 25 de agosto de este año, con pre-acuerdo con

sus acreedores. Cabe mencionar que un concurso mercantil es un recurso con el que cuentan las empresas para negociar el pago de deudas incumplidas con sus acreedores.

Del mismo modo, la decisión del Comité incorpora el aún elevado apalancamiento contable y financiero que registra, el cual se origina en la ausencia de aportes de capital durante los cuatro últimos ejercicios anuales y en el incremento del nivel de endeudamiento que, si bien se contuvo durante el 2016, este ha seguido creciendo durante los primeros meses de este año.

También se observó la exposición que tiene Los Portales a las fluctuaciones del tipo de cambio que, aunque no conlleve a un descalce en flujos, sí tiene un efecto en el estado

de resultados y en los indicadores de solvencia vía patrimonio.

Cabe mencionar que las operaciones de lotes habilitados y de viviendas uni-familiares y multi-familiares se vieron afectadas por el Fenómeno El Niño Costero (FEN) de inicios de este año, de modo que el nivel de ingresos a junio de 2017 se redujo en 4.93% al incorporar una disminución de 9.42% de la unidad inmobiliaria.

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

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

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

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

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

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. Sus actividades son desarrolladas en base a una matriz diversificada que combina 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 de este año solicitó su ingreso a concurso mercantil, presentando un plan de reestructuración pre acordado con sus principales acreedores. En base a esto, la clasificación de la deuda de largo plazo de Empresas Ica asignada por *Moody's Investors Service* de Caa3, fue modificada a C y retirada el 30 de agosto del presente, considerando un porcentaje de menos de 35% de recuperación del capital de los bonistas. La situación del Grupo Ica no implicaría la salida de dicho accionista de la posición con la que cuenta en la Compañía.

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

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

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

Guadalupe Phillips Margain forma parte de la Plana de Directores desde el 23 de marzo del presente año. En cuanto a los ejecutivos que componen la plana gerencial, resalta que Arturo Gamarra ocupa a la fecha la Gerencia de Tesorería, Créditos y Cobranzas en lugar de Fernando Gómez Ñato, y este último encabeza actualmente la Gerencia de Estacionamientos en lugar de Eduardo Ibarra Rooth (cambios internos), mientras que el Sr. Ibarra ocupa la Gerencia de Hoteles. Por su parte, Bruno Alarcón ocupa la Gerencia de Administración y Logística desde enero de 2017, Janeth Zelada ocupa la Gerencia de Contabilidad desde abril del presente ejercicio y Ernesto Stowers Pérez asumió la Gerencia Legal Corporativa desde el 03 de octubre de 2017.

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

Operaciones productivas

Unidad Vivienda

Incluye la promoción y desarrollo del negocio inmobiliario, que además genera ingresos por el financiamiento directo que la Compañía brinda a los compradores de lotes. Dentro de esta unidad Los Portales desarrolla i) proyectos de habilitación urbana, los mismos que representan más del 80% de los ingresos (operativos y financieros) de la unidad inmobiliaria, además de ii) proyectos de edificación de viviendas de interés social a través de programas gubernamentales como Mi Vivienda y Techo Propio y proyectos multifamiliares de vivienda.

A junio de 2017, esta unidad participa con el 79.81% de los ingresos totales de Los Portales (83.55% a diciembre de 2016), y muestra una reducción de 6.36% respecto a junio de 2016.

Negocio de Estacionamientos

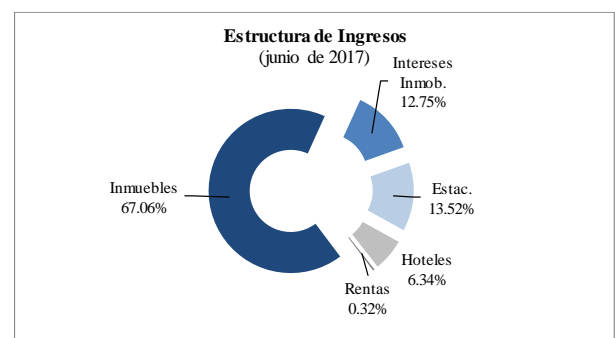
Representando el 13.52% de los ingresos totales a la fecha de análisis, el negocio de estacionamientos contempla la construcción, administración, operación y concesión de éstos, tanto propios como de terceros, además de la gestión de negocios asociados como *valet parking*, publicidad *indoor* y lavado de autos. Los Portales opera 190 playas de estacionamiento a nivel nacional (207 a diciembre de 2016), en formatos que varían desde micro playas hasta concesiones con entidades gubernamentales.

Negocio Hotelero

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros, de lujo y de carácter corporativo. La Compañía opera cinco hoteles: Country Club Lima Hotel, Los Portales Hotel Tarma, Los Portales Hotel Piura, Los Portales Hotel Chiclayo y Los Portales Hotel Cuzco, además gerencia el hotel Las Arenas de Máncora, en Piura. Esta unidad representa el 6.34% de los ingresos totales del primer semestre de la Compañía.

Unidad Rentas

Este negocio registra los ingresos por el arrendamiento de locales comerciales y de oficinas del Edificio Corporativo en el que se basan sus operaciones o en el Boulevard del Hotel Country Club Lima. Estos representan el 0.32% del total a junio de este ejercicio.



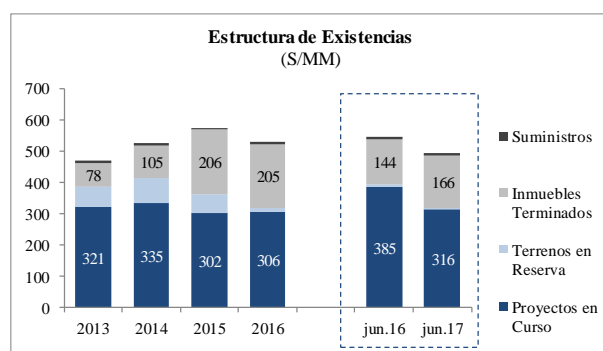
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

ANÁLISIS FINANCIERO

Activos y Liquidez

Al 30 de junio de 2017, los activos de Los Portales ascendieron a S/1,610.18 millones, consolidando un crecimiento anual promedio de 9.43% lo que obedece al dinamismo de las inversiones inmobiliarias realizadas por la Compañía.

Las existencias, que se ubican en S/493.13 millones al 30 de junio de 2017, representan la principal cuenta del activo con una participación de 30.63%; esto se explica en la alta cuota del negocio inmobiliario que implica el registro de terrenos en reserva, obras en curso, inmuebles terminados y suministros diversos. Respecto a junio de 2016, las existencias se redujeron en 10.03% dado el menor stock de terrenos en reserva y de inmuebles terminados; esto tiene el objetivo de reducir los días de la rotación de los inventarios, según lo indicado por la Compañía. Dada la importancia del desarrollo de estas cuentas para el crecimiento del negocio, se espera que hacia los siguientes periodos Los Portales aproveche el *land bank* con el que cuenta.



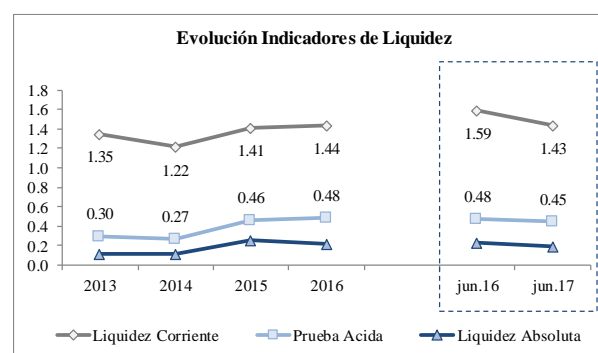
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

En cuanto a la cuenta de efectivo y equivalentes, ésta totalizó S/102.74 millones a junio de 2017 tras disminuir en 15.98% de manera interanual, producto del uso de fondos en la remodelación del Country Club Lima Hotel (aproximadamente US\$8.00 millones) y en adquirir terrenos para la reserva territorial (inversiones inmobiliarias). Según las proyecciones de Los Portales, durante los siguientes periodos se mantendrían niveles similares de efectivo al observado al corte de análisis. Cabe indicar que el total de efectivo y equivalentes incorpora saldos no disponibles por S/69.00 millones

Por su parte, las cuentas por cobrar comerciales ascendieron a S/477.34 millones con un incremento de S/5.92 millones de la porción circulante y de S/59.84 millones de la porción no circulante frente al mismo periodo del año pasado. Esta variación parte de las ventas realizadas de los inmuebles terminados durante el segundo semestre del año anterior, las mismas que favorecieron al registro de ingresos de finales del 2016. Cabe indicar que este incremento se encuentra neto de una venta de cartera de cuentas por cobrar del negocio de Habilitación Urbana por US\$5.00 millones (Contrato de Transferencia de Cartera de Letras sin Recurso) realizada del 15 de junio de este año a Alpha Investment S.A. Esta operación es un piloto cuyos efectos se estarán evaluando durante los siguientes periodos, según lo indicado por la gerencia de la Compañía.

Otro rubro importante es el de inversiones inmobiliarias, las que se ubican en S/267.23 millones a junio de este año exhibiendo un crecimiento interanual de S/49.55 millones. Estas están compuestas principalmente por la reserva territorial de la Compañía, *land bank* sobre el que no ha definido un uso y en el corto plazo no será vendido ni desarrollado. Este corresponde a un área total de 272.70 has. (243.30 has. a diciembre de 2016), y los terrenos están distribuidos en los distritos de La Molina, Chosica-Lurigancho y Carabayllo en Lima, además de las ciudades de Piura, Ica y Chimbote.

Siguiendo la evolución de las cuentas del activo circulante, los ratios de liquidez se redujeron de junio de 2016 a junio de 2017, de manera que la liquidez corriente pasó de 1.59 veces a 1.44 veces, mientras que el capital de trabajo pasó de S/322.01 millones a S/237.48 millones durante los 12 meses analizados.



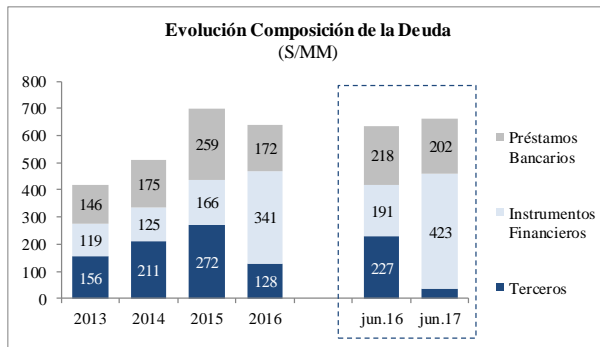
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Estructura Financiera y Solvencia

Las fuentes de fondeo de los activos de Los Portales a junio de 2017 se dividen en pasivos con el 72.75% y en patrimonio con el 27.25%, contando este último con un crecimiento anual promedio de 17.68%.

Respecto al pasivo, este ascendió a S/1,171.34 millones y exhibió un incremento de 4.05% frente a junio de 2016, lo que obedece a un mayor nivel de deuda, la que pasó de S/636.14 millones a S/660.42 millones en el periodo evaluado. Lo anterior parte de mayores emisiones de bonos corporativos (privados) y bonos titulizados (pasan de S/90.69 millones a S/316.52 millones), con las que Los Portales canceló parte de su deuda con terceros (pasan de S/223.09 millones a S/34.44 millones). Cabe indicar que la deuda bancaria no corriente disminuye, pasando de S/171.17 millones a S/147.12 millones en línea con la precancelación de parte de las acreencias otorgadas por *Amicorp Bank and Trust Limited* (-S/30.96 millones de junio de 2016 a junio de este año).

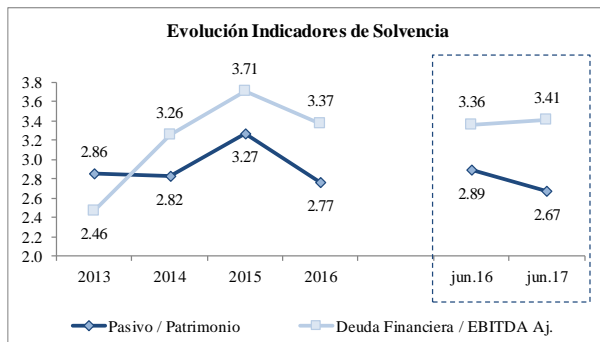
Lo antes mencionado está en línea con la estrategia de financiamiento aplicada por Los Portales en el 2015 y en el 2016, cuyas bases eran el control del nivel de la deuda, el control del costo de esta y el incremento de los plazos. De esta manera, el plazo promedio de sus financiamientos se incrementó de 3.0 años en el 2015 a 3.6 años en el 2016, y se ubicaría hacia el cierre de este año en 3.9 años, según lo indicado por la Gerencia de la Compañía.



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

Las cuentas por pagar comerciales, que constituyen el segundo rubro más importante del pasivo, registraron incrementos al pasar de S/262.77 millones a S/321.28 millones de junio a junio, en línea con el mayor saldo de facturas por la adquisición de terrenos, materiales y suministros de construcción, además del pago de servicios prestados por terceros para el desarrollo de obras. Es de precisar que el tramo circulante de las cuentas por pagar incorpora las operaciones de *factoring* realizadas por Los Portales.

Entre otras cuentas del pasivo se encuentran los anticipos de clientes, que corresponden a los pagos recibidos durante el periodo de habilitación de inmuebles en proceso antes de la entrega del bien (programada usualmente para finales de cada año). Una vez que se entrega el inmueble se procede a reconocer los anticipos como ingresos. De este modo, los anticipos ascendieron a S/91.15 millones a junio de 2017, con una reducción de S/52.63 millones respecto a junio de 2016 que, según lo indicado por la Compañía, responde al menor dinamismo de la unidad inmobiliaria como efecto del Fenómeno El Niño Costero.



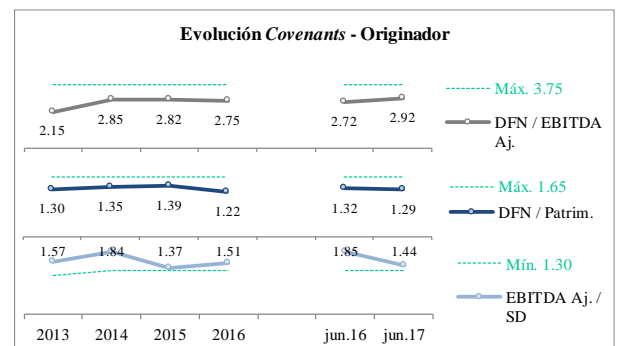
*EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos + intereses cargados al costo de ventas

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

Respecto a los indicadores de apalancamiento, el ratio deuda / EBITDA Ajustado¹ se ubicó en 3.41 veces a junio de 2017, incrementando ligeramente respecto a junio de 2016 (3.36 veces) al incorporar el incremento de la deuda. Por su parte, el ratio pasivo / patrimonio se redujo de 2.89 veces a 2.67 veces en el mismo periodo como efecto de la acumulación de resultados.

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

Cabe señalar que Los Portales está sujeto al cálculo de *covenants* según lo establecido en los documentos de los dos programas de bonos titulizados vigentes a la fecha: i) el ratio de deuda financiera neta / EBITDA Ajustado se sitúa en 2.92 veces a junio de 2017, mayor al 2.72 veces del mismo periodo del año anterior (límite máximo de 3.75 veces); ii) el indicador de deuda financiera neta / patrimonio pasó de 1.32 veces a 1.29 veces en los doce meses evaluados (límite máximo de 1.65 veces) y iii) el ratio de EBITDA Ajustado / servicio de deuda se redujo de 1.85 veces a 1.44 veces en el periodo analizado (límite mínimo de 1.30 veces). Cabe indicar que, según la información alcanzada por la Compañía, estos indicadores serán más holgados durante los siguientes años.



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

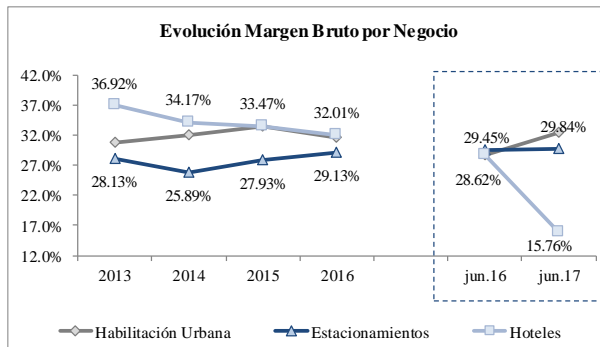
** Servicio de Deuda = Parte cte. de la deuda de largo plazo + intereses pagados

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

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al 30 de junio de 2017, los ingresos de Los Portales totalizaron S/332.87 millones, con una reducción interanual de 4.93% que deriva, por un lado, del menor dinamismo de la unidad inmobiliaria ante el impacto del Fenómeno El Niño Costero y, por otro lado, de la menor actividad de la unidad hotelera ante los trabajos de remodelación de Country Club Lima Hotel. Cabe resaltar el positivo desempeño de la unidad de Estacionamientos en el primer semestre de este año, la misma que generó S/2.92 millones más en los 12 meses analizados a pesar de la reducción de micro operaciones.

Respecto a los costos de venta, éstos se redujeron en 7.84% en los doce meses evaluados como consecuencia de la reclasificación contable de algunos costos que pasaron a ser gastos. Esto originó un incremento de 2.24% del resultado bruto, al ubicarse este en S/103.39 millones al primer semestre de este año con un margen de 31.06%. Por unidades, resalta que el margen bruto de la unidad hotelera se vio afectado al pasar de 38.62% a 15.76% de junio del año pasado a junio de este año, dada la remodelación de Country Club Lima Hotel.



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

Por su parte, la utilidad operativa ascendió a S/28.73 millones y registró una disminución total de S/7.52 millones, al incorporar los pagos enfrentados para reducir la operación de microplayas y el número de personal.

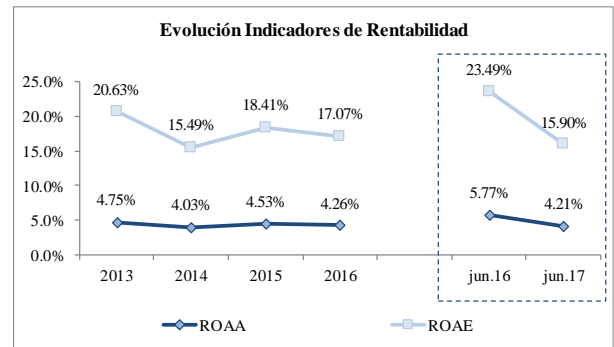
Los gastos financieros se redujeron como efecto de las menores tasas negociadas por Los Portales con sus acreedores financieros y ante la mayor capitalización de intereses. Al respecto, es de indicar que dado que la unidad inmobiliaria de la Compañía implica el desarrollo de activos inmobiliarios en plazos prolongados (hasta seis años), Los Portales registra intereses capitalizados por activos calificables que se detraen de los intereses devengados. Aparte, la Compañía registra intereses pagados anualizados a junio de 2017 por S/58.74 millones, monto que es utilizado para el cálculo de los indicadores de cobertura. Estos datos se pueden encontrar a continuación:

(S/ miles)	Dic.15	Jun.16	Dic.16	Jun.17
Intereses devengados	55,852	34,347	69,124	31,788
Intereses capitalizados por activos calificables	-43,314	-26,522	-56,994	-28,876
Gastos Financieros	12,538	7,825	12,130	2,912
Intereses pagados LTM	33,831	41,904	50,765	58,741

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

Cabe resaltar que Los Portales está expuesto a las variaciones del tipo de cambio, contando a junio de 2017 con un resultado positivo de S/13.16 millones (S/14.66 millones a junio de 2016).

Por todo lo anterior, la utilidad neta de la Compañía se ubica en S/27.79 millones, con un margen de 8.35% y una reducción de 8.01% frente a junio de 2016. En línea con esta disminución, el indicador de Rentabilidad Anualizada respecto al Activo Promedio disminuye desde 5.77% a junio de 2016 hasta 4.21% a junio de 2017, mientras que la Rentabilidad Anualizada respecto al Patrimonio Promedio pasa de 23.49% a 15.90% como efecto del incremento del patrimonio en los 12 meses analizados.

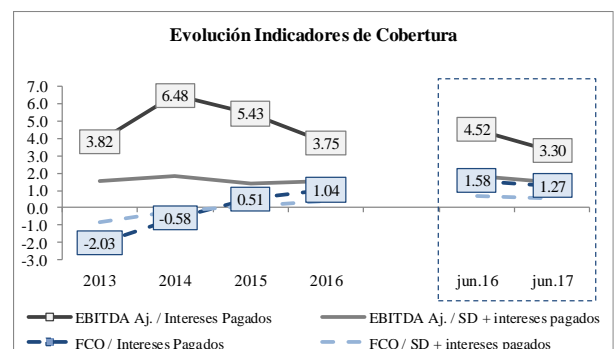


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Dado el peso relativo del negocio inmobiliario en las cifras de Los Portales, se suman al EBITDA los intereses que en su momento fueron capitalizados y que ahora son cargados a costo de ventas, con lo que se obtiene un EBITDA Ajustado de S/193.68 millones al semestre analizado (S/189.25 millones a junio de 2016).

En cuanto al Flujo de Caja Operativo (FCO), éste se ubicó en S/29.79 millones durante el primer semestre de este año, superando ampliamente los S/7.92 millones del mismo periodo del año anterior. Se debe indicar que los proyectos de habilitación urbana y de vivienda edificada están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, lo que implicó hasta el año 2015 el registro de un Flujo de Caja Operativo negativo. Esto fue revertido por Los Portales al modificar su estrategia de compra y uso de inmuebles para el desarrollo y venta, enfocándose a la fecha en el uso intensivo de los inmuebles terminados con los que cuenta.

Los ratios de cobertura de intereses pagados tanto vía EBITDA Ajustado como vía FCO anualizado disminuyen entre junio de 2016 y junio de 2017 en línea con el aumento del denominador, y se ubican en 3.30 veces y 1.27 veces respectivamente. Asimismo, la cobertura del servicio de deuda vía EBITDA Ajustado y vía FCO anualizado se reduce al incorporar una mayor parte corriente de la deuda de largo plazo y mayores intereses pagados.



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

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

Los Portales S.A. y Subsidiarias

En Miles de Soles

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Jun.16	Dic.16	Jun.17
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	53,429	64,408	162,621	122,284	124,599	102,744
Cuentas por Cobrar Comerciales	68,469	93,628	134,383	136,423	144,262	142,342
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	22,417	435	444	768	11,993	14,089
Otras Cuentas por Cobrar	23,442	15,011	26,321	40,404	24,324	27,922
Total Existencias	471,417	526,145	576,410	548,091	529,063	493,134
Gastos Pagados por Anticipado	8,747	7,091	10,037	17,720	1,630	3,286
Total Activo Corriente	647,921	706,718	910,216	865,690	835,871	783,517
Inversiones por Cobrar Comerciales a L/P	119,108	163,354	278,715	275,154	328,512	334,994
Inversiones Financieras Permanentes	40,944	56,143	15,781	14,209	14,350	14,026
Inversiones Inmobiliarias	112,012	150,703	189,372	167,114	217,686	267,233
Inm., Mob. y Equipo, Neto	134,465	141,970	150,011	150,345	157,534	154,079
Intangibles, Neto	33,660	41,123	45,184	42,636	43,403	41,401
Otras Cuentas por Cobrar	0	0	7,437	0	15,319	14,934
Total Activo No Corriente	440,189	553,293	686,500	649,458	776,804	826,667
TOTAL ACTIVOS	1,088,110	1,260,011	1,596,716	1,515,148	1,612,675	1,610,184
Cuentas por Pagar Comerciales	124,494	198,460	268,632	206,547	286,250	237,444
Anticipo de Clientes	179,061	129,856	141,940	149,782	76,752	91,151
Cuentas por Pagar Relacionadas	0	6,193	10	3	9	0
Otras Cuentas por Pagar	33,422	44,853	34,028	36,157	51,628	55,106
Deuda Financiera C/P	78,685	140,941	100,426	91,021	90,556	88,272
Papeles Comerciales	51,149	62,407	77,597	77,538	78,446	77,780
Deuda Bancaria	27,536	78,534	22,829	13,483	12,110	14,492
Parte Corriente Deuda Financiera L/P	63,781	61,000	99,696	60,169	74,884	74,063
Obligaciones con Terceros	41,436	30,289	42,163	4,399	3,544	1,375
Bonos de Titulización y Corporativos	10,721	11,180	23,712	22,716	34,155	32,376
Deuda Bancaria	11,624	19,531	33,821	33,054	37,185	40,312
Total Pasivo Corriente	479,442	581,303	644,732	543,679	580,079	546,036
Cuentas por Pagar Comerciales	16,245	14,491	57,205	56,226	79,583	83,837
IR Diferido	21,653	15,025	27,757	29,780	37,311	32,379
Otras Cuentas por Pagar	10,920	10,920	13,115	11,120	11,566	11,005
Obligaciones Financieras	277,750	308,802	480,247	484,954	475,949	498,083
Préstamos de Terceros	114,612	180,712	206,156	223,091	124,935	34,441
Bonos de Titulización y Corporativos	56,794	51,391	105,063	90,690	228,591	316,521
Deuda Bancaria	106,344	76,699	169,028	171,173	122,423	147,121
Total Pasivo No Corriente	326,568	349,238	578,324	582,080	604,409	625,304
TOTAL PASIVO	806,010	930,541	1,223,056	1,125,759	1,184,488	1,171,340
Capital Social	171,254	171,254	171,254	171,254	171,254	171,254
Reserva Legal	16,445	21,243	26,565	31,876	31,876	34,154
Resultados de Conversión	0	889	3,461	2,976	3,262	2,627
Resultados Acumulados	48,064	88,714	107,647	153,554	153,370	203,651
Resultados del Ejercicio	46,337	47,370	64,733	29,729	68,425	27,158
TOTAL PATRIMONIO NETO	282,100	329,470	373,660	389,389	428,187	438,844
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1,088,110	1,260,011	1,596,716	1,515,148	1,612,675	1,610,184

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Jun.16	Dic.16	Jun.17
Ingresos por Venta de Inmuebles	411,640	498,737	576,731	246,444	628,589	223,223
Ingresos Financieros del Negocio Inmobiliario	32,007	42,722	56,649	37,292	79,755	42,455
Ingresos por Servicios de Playas de Estacionamiento	63,215	74,433	79,118	42,097	86,384	45,017
Ingresos por Servicios Hoteleros	47,151	50,049	54,190	23,366	51,159	21,104
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	1,608	1,905	2,188	944	1,896	1,075
Total ingresos	555,621	667,846	768,876	350,143	847,783	332,874
Costos de Venta de Inmuebles	-307,205	-367,479	-421,293	-202,096	-490,757	-179,542
Costos por Servicios de Playa de Estacionamiento	-45,432	-52,699	-57,023	-29,699	-61,220	-31,586
Costos por Servicios Hoteleros	-29,741	-32,945	-36,050	-16,679	-34,783	-17,777
Costos por Servicios de Renta Inmobiliaria	-1,033	-1,333	-1,324	-544	-1,101	-581
Total costos	-383,411	-454,456	-515,690	-249,018	-587,861	-229,486
RESULTADO BRUTO	172,210	213,390	253,186	101,125	259,922	103,388
Gastos de Administración	-64,498	-73,301	-79,976	-41,015	-90,424	-46,687
Gastos de Ventas	-27,910	-37,924	-46,693	-24,874	-58,641	-31,506
Otros Ingresos / Gastos, Neto	37,994	7,378	2,651	1,014	1,981	3,535
RESULTADO OPERATIVO	117,796	109,543	129,168	36,250	112,838	28,730
Revalorización de Terrenos		8,232	31,319	0	649	0
Gastos Financieros	-9,984	-10,645	-12,538	-7,825	-12,130	-2,912
Diferencia en Cambio	-41,345	-34,623	-71,253	14,659	4,240	13,160
Participación en inversiones	1,228	-3,084	4,085	0	63	-560
Ganancia por venta de asociada	0	0	7,303	0	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	67,695	69,423	88,084	43,084	105,660	38,418
Impuesto a las ganancias	-21,358	-22,942	-25,923	-12,870	-37,036	-10,625
RESULTADO NETO	46,337	46,481	62,161	30,214	68,624	27,793
Diferencia en Cambio Op. en el Exterior	0	889	2,572	-485	-199	-635
RESULTADO NETO	46,337	47,370	64,733	29,729	68,425	27,158

Los Portales S.A. y Subsidiarias

PRINCIPALES INDICADORES	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Jun.16	Dic.16	Jun.17
SOLVENCIA						
Pasivo / Activo	0.74	0.74	0.77	0.74	0.73	0.73
Pasivo / Patrimonio	2.86	2.82	3.27	2.89	2.77	2.67
Deuda Financiera / Pasivo	0.52	0.55	0.56	0.57	0.54	0.56
Deuda Financiera / EBITDA Ajustado ¹	2.46	3.26	3.71	3.36	3.37	3.41
<i>Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado ¹</i>	<i>2.15</i>	<i>2.85</i>	<i>2.82</i>	<i>2.72</i>	<i>2.75</i>	<i>2.92</i>
<i>Deuda Financiera Neta / Patrimonio</i>	<i>1.30</i>	<i>1.35</i>	<i>1.39</i>	<i>1.32</i>	<i>1.22</i>	<i>1.29</i>
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	1.35	1.22	1.41	1.59	1.44	1.43
Prueba Ácida	0.30	0.27	0.46	0.48	0.48	0.47
Liquidez Absoluta	0.11	0.11	0.25	0.22	0.21	0.19
Capital de Trabajo (S/000)	168,479	125,415	265,484	322,011	255,792	237,481
GESTIÓN						
Gastos operativos / Ingresos	16.63%	16.65%	16.47%	18.82%	17.58%	23.49%
Gastos financieros / Ingresos	1.80%	1.59%	1.63%	2.23%	1.43%	0.87%
RENTABILIDAD						
Margen bruto	30.99%	31.95%	32.93%	28.88%	30.66%	31.06%
Margen operativo	21.20%	16.40%	16.80%	10.35%	13.31%	8.63%
Margen neto	8.34%	6.96%	8.08%	8.63%	8.09%	8.35%
ROAA (Return Over Average Assets) *	4.75%	4.03%	4.53%	5.77%	4.26%	4.21%
ROAE (Return Over Average Equity) *	20.63%	15.49%	18.41%	23.49%	17.07%	15.90%
GENERACIÓN (S/000)						
EBITDA Ajustado del periodo	170,565	156,857	183,546	64,757	190,177	68,259
EBITDA Ajustado ¹	170,565	156,857	183,546	189,248	190,177	193,679
FCO del periodo	-90,749	-14,073	17,408	7,918	52,614	29,792
FCO Anualizado	-90,749	-14,073	17,408	66,085	52,614	74,488
COBERTURA *						
EBITDA Ajustado ¹ / Intereses pagados ²	3.82	6.48	5.43	4.52	3.75	3.30
<i>EBITDA Ajustado ¹ / Servicio de Deuda ³</i>	<i>1.57</i>	<i>1.84</i>	<i>1.37</i>	<i>1.85</i>	<i>1.51</i>	<i>1.44</i>
FCO / Intereses pagados ²	-2.03	-0.58	0.51	1.58	1.04	1.27
FCO / Servicio de Deuda ³	-0.84	-0.17	0.13	0.65	0.42	0.55

* Indicadores anualizados.

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

² Los datos de intereses pagados son proporcionados por Los Portales S.A.

³ Servicio de Deuda = Parte cte. de la deuda de largo plazo + intereses pagados.

ANEXO I

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

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

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

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CLASIFICADOS

Primera Emisión	
Monto:	Hasta por US\$16MM o su equivalente en Soles.
Plazo:	3 años.
Estructura de pagos:	<i>Bullet</i> con pagos de interés trimestral.
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. (<i>outstanding</i> a la fecha: US\$10'937,500.00) y de la Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Oferta Privada Los Portales S.A. (<i>outstanding</i> de US\$5,052,500.00).

Esta emisión aún no cuenta con valores en circulación.

ANEXO II

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

Instrumento	Clasificación Anterior	Clasificación Actual	Definición de Categoría Actual
Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.	-	(nueva) 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>.

ANEXO III

Accionistas al 20.10.2017

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 20.10.2017

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 20.10.2017

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

*Desde el 03 de octubre de 2017.

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

© 2017 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, consecencial 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.