



# LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS

Lima, Perú

18 de enero de 2016

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

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

-----En millones de S/.-----				
	Dic.14	Sept.15	Dic.14	Sept.15
Activos:	1,260.0	1,507.5	Patrimonio:	329.5 345.1
Ingresos:	667.8	466.9	ROAE*:	15.2% 20.0%
Utilidad:	46.4	32.5	ROAA*:	4.0% 4.7%

\*Indicadores anualizados

**Historia:** Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo → EQL 2+.pe (29.05.13) ↓EQL 2.pe (18.01.16). Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada → EQL 2+.pe (13.03.15) ↓EQL 2.pe (18.01.16).

Para la presente evaluación se ha utilizado los estados financieros consolidados auditados de Los Portales S.A. y Subsidiarias al 31 de diciembre de 2011, 2012, 2013 y 2014 así como estados financieros consolidados no auditados al 30 de septiembre de 2014 y 2015. Asimismo se ha utilizado información adicional proporcionada por Los Portales S.A.

**Fundamento.** Luego del análisis respectivo, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió bajar las categorías del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo y del Primer Programa de Papeles Comerciales - Oferta Privada de Los Portales S.A. y Subsidiarias (en adelante Los Portales o la Compañía) de EQL 2+.pe a EQL 2.pe. Se considera un importe máximo en circulación de US\$30 millones entre ambos programas.

Dicha decisión se sustenta en el menor respaldo patrimonial con que cuenta la Compañía a partir del fuerte deterioro de la capacidad de pago de Empresas ICA S.A. de C.V. (accionista del 50% de participación en Los Portales), dado que dicho accionista se encuentra en *default* (cesación de pagos). A este respecto, cabe mencionar que *Moody's Investors Service* redujo la clasificación de riesgo internacional de B2 a B3 en noviembre y luego de B3 a Caa3 en diciembre de 2015, como consecuencia de que dicho accionista anunciara el 18 de diciembre de 2015 que no realizaría el pago de US\$31 millones de intereses correspondiente a obligaciones por US\$700 millones. Luego de haberse acogido a un periodo de gracia de 30 días, Empresas ICA confirmó la cesación de pagos de dichas obligaciones, las cuales se encuentran en negociación con sus acreedores y grupos de interés. De esta manera, el *default* de Empresas ICA implica un muy limitado respaldo patrimonial a Los Portales.

Por otro lado, los aspectos que dan soporte a la clasificación asignada incluyen la diversificación en la fuente de ingresos de la Compañía, la misma que opera mediante cuatro unidades de negocios: i) Venta de Desarrollos

Inmobiliarios; ii) Playas de Estacionamiento; iii) Hoteles y iv) Rentas. Del mismo modo, se incorpora el crecimiento sostenido en las operaciones y niveles de generación de Los Portales, que en el periodo analizado se mantuvo gracias al enfoque en sectores C y D del negocio *core* (el inmobiliario), así como por la experiencia y *know how* de la Compañía y el amplio reconocimiento de la marca.

Como se indicó en anteriores evaluaciones, Los Portales venía presentando incrementos en sus indicadores de apalancamiento como consecuencia de la mayor deuda tomada (principalmente a través de préstamos con terceros), lo cual se habría estabilizado hacia el último trimestre del año, dada la estacionalidad natural en la entrega de proyectos de habilitación urbana y que habría generado una mayor facturación para dicho trimestre. Asimismo, Los Portales presenta indicadores estresados de liquidez y flujos de caja operativos hacia el segundo y tercer trimestre del 2015, sin embargo -tal como se mencionó líneas arriba- dada la mayor facturación efectuada hacia el último trimestre del año por las entregas de proyectos de habilitación urbana, dichos indicadores habrían mejorado de forma importante. Es más, según información publicada por la Compañía, al cierre del ejercicio 2015 Los Portales vendió la participación de 49% que tenía en Strip Centers del Perú (*joint venture* que mantenía con Parque Arauco) a esta última por un importe de S/.67 millones, mejorando así sustancialmente su posición de caja al cierre del año. La clasificación asignada también recoge la exposición que tiene Los Portales a las fluctuaciones del tipo de cambio, las mismas que impactaron los resultados y -por consiguiente-

“La nominación .pe refleja riesgos solamente comparables en Perú.”

el patrimonio en el año 2014 y en los primeros nueve meses del año 2015, mas no los flujos de caja (que se registran principalmente en moneda extranjera).

Los Portales S.A. se constituyó en Lima en 1996. A la fecha del presente análisis, GR Holding (Grupo Raffo, accionista local y quien cuenta con el control de las operaciones) posee el 50% del accionariado de la Compañía y Constructora ICA S.A. de C.V. conjuntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. (ambos del Grupo ICA de México) poseen el 50% de la participación restante.

El nivel de ingresos de Los Portales registrado al 30 de septiembre de 2015 asciende a S/.466.9 millones, monto que deriva de la venta de Desarrollos Inmobiliarios en un 70.2%, de los servicios de playas de estacionamiento en un 12.5%, de los servicios hoteleros en un 8.2% y de los servicios de renta inmobiliaria en un 0.3%. Se debe mencionar que un 8.7% de los ingresos corresponden a intereses por letras de cambio, provenientes de la facultad que otorga Los Portales a sus clientes para diferir el pago de la compra de lotes de Habilitación Urbana en cuotas mensuales de hasta 72 meses. El total de ingresos presenta un crecimiento interanual de 27.2%.

Es de resaltar que la venta de inmuebles y los proyectos de vivienda edificadas están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, mayormente de corto plazo. Mientras estos ingresos no puedan ser reconocidos como ingresos por ventas (son reconocidos una vez se lleva a cabo la entrega simbólica del lote vendido), son registrados como anticipos de clientes en el pasivo del Estado de Situación.

Si bien los costos totales aumentaron 23.1% entre septiembre de 2014 y 2015, dicho crecimiento fue menor al presentado por los ingresos, lo que resultó en un avance de 35.9% en el resultado bruto al cierre de septiembre de 2015, el mismo que ascendió a S/.159.3 millones. La variación positiva en la utilidad bruta, sumada al ingreso por la actualización del valor razonable de inversiones en terrenos,

derivaron en un crecimiento de la utilidad operativa de 90.5% entre los meses analizados, tras lo cual el margen operativo se situó en 20.0%. De no considerar el ingreso extraordinario mencionado, el margen operativo se ubicaría en 15.4%. Por otro lado, la pérdida por diferencia en cambio por S/.41.5 millones (S/.19.3 millones registrados a septiembre de 2014) resta al resultado bruto y operativo de la Compañía, afectando al resultado neto y, por ende, al patrimonio. Es así que el margen neto asciende a 7.0% (4.0% a septiembre de 2014), incluyendo el ingreso por la actualización del valor razonable de inversiones (terrenos).

A la fecha de análisis Los Portales cuenta con S/.1,507.5 millones en activos, los mismos que presentan una concentración de 56.9% en el corto plazo, dada la participación de 42.8% de existencias, respondiendo al tipo de negocio, que cuenta con un alto *stock* de proyectos de habilitación urbana en curso. Entre los activos no circulantes destacan las inversiones inmobiliarias, compuestas en un 96% por terrenos en reserva.

El patrimonio aporta en un 22.9% al financiamiento de los activos, mientras que los pasivos tienen una participación de 59.9% en el corto plazo. Las obligaciones financieras de Los Portales ascienden a S/.614.0 millones (S/.510.7 millones a diciembre de 2014).

Finalmente, Equilibrium espera que la capacidad de pago frente a las obligaciones de los instrumentos de deuda de corto plazo de Los Portales se mantenga, dada la independencia de sus operaciones frente a la actual situación de Empresas ICA S.A. de C.V., a cuya situación se debe la reducción de la clasificación de los instrumentos de la Compañía. Asimismo, se continuará monitoreando los indicadores de solvencia y liquidez de Los Portales, pues se espera una mejora de dichos ratios -sobre todo liquidez dada la reciente venta de su participación en Strip Centers del Perú, aumentando la caja en S/.67 millones-, a fin de mantener una razonable posición de caja frente a sus obligaciones.

#### **Fortalezas**

1. Diversificación en unidades de negocio.
2. Crecimiento sostenido del nivel de ventas y de los niveles de generación.
3. Experiencia y *know how* en los negocios en los que participa.

#### **Debilidades**

1. Accionista Empresas ICA se encuentra en *default*, brindando así limitado respaldo a la Compañía.
2. Perfil de deuda de la Compañía expuesta a corto plazo, en gran medida por préstamos de terceros.
3. Exposición al riesgo cambiario afecta el patrimonio de la Compañía.

#### **Oportunidades**

1. Dinamismo del negocio de habilitación urbana, con una tendencia independiente del sector inmobiliario en Perú.
2. Creciente demanda de servicios hoteleros frente al desarrollo del sector turismo.
3. Brecha entre oferta y demanda de servicios de estacionamientos en Lima.

#### **Amenazas**

1. Ingreso de nuevos desarrolladores de proyectos inmobiliarios.
2. Disminución del poder adquisitivo de los adquirentes de los lotes.

## DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

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

### Reorganización Empresarial

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

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

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

El 18 de marzo de 2013, la Junta General de Accionistas aprobó el proceso de Reorganización Simple que entró en vigencia el 31 de marzo de 2013 y tuvo por objetivo escindir del patrimonio de Los Portales S.A. un bloque patrimonial constituido por la unidad de negocio Centro Comercial Lima Outlet Center, el mismo que fue aportado a Strip Centers del Perú S.A. en negocio con Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C.

### Accionistas

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

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

Así, GR Holding S.A., (empresa del Grupo Raffo), mantiene el 50% del accionariado del Los Portales,

mientras que Constructoras ICA S.A. de CV del Grupo ICA de México, juntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. posee el 50% restante. Cabe indicar que Grupo ICA tiene una clasificación internacional de Caa3 asignada por Moody's, recientemente modificada desde B3 el 2 de diciembre de 2015, que a su vez siguió al *downgrade* previo efectuado el 5 de noviembre (rating anterior: B2).

### Directorio y Gerencia

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

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

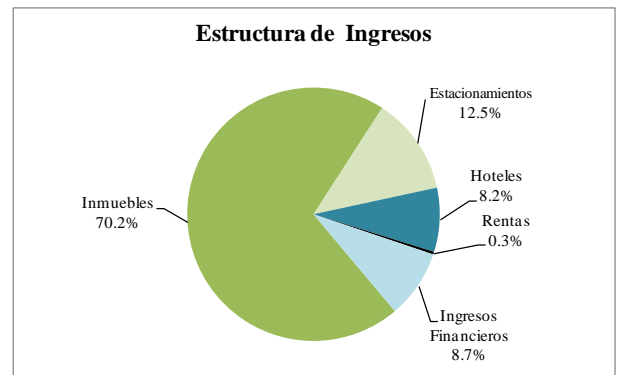
A continuación se detalla la plana gerencial vigente a la fecha del análisis:

Gerencias	
Guillermo Veloachaga Raffo	Gerente General
---	Gerente Central de Administración y Finanzas*
Wilfredo De Souza Ferreyra Ugarte	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Negocios de Estacionamientos
Luis Gómez Corthorn	Gerente de Negocios Hoteleros
Patricia Mendoza Franco	Gerente Legal
Juan Carlos Izaguirre Alegre	Gerente de Contabilidad
Arturo Gamarra Guzmán	Gerente de Administración
Juan García Apac	Gerente de Planeamiento

\* Gerencia vacante, ocupada hasta septiembre de 2015 por Ramón García Quintana. Dichas funciones están siendo cubiertas interinamente por el Gerente General y el Gerente de Tesorería.

### Estrategia de Negocios

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



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

### ➤ **Unidad Vivienda**

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

Al cierre del ejercicio 2014 el negocio inmobiliario participó con el 74.7% de los ingresos totales del Los Portales y 70.2% a septiembre de 2015, siendo 32.6% mayor al de septiembre de 2014.

### ➤ **Negocio de Estacionamientos**

Con un aporte de 11.2% en los ingresos totales a diciembre de 2014 y de 12.5% a septiembre de 2015, el negocio de estacionamientos considera la construcción, administración, operación y concesión de éstos, tanto propios como de terceros, además de la gestión de negocios asociados como valet parking, publicidad *indoor* y lavado de autos. A septiembre de 2015 Los Portales tuvo 217 playas de estacionamiento en operación, por encima de las 208 que administraba al cierre de diciembre de 2014.

### ➤ **Negocio Hotelero**

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros bajo dos marcas: una de lujo y otra de carácter corporativo. El Los Portales 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.

Al 30 de septiembre de 2015 el negocio de hoteles representó el 8.2% de los ingresos totales de Los Portales, similar a la participación de septiembre de 2014 (9.1%).

Cabe mencionar que en el año 2014 Los Portales incursionó en el segmento de Consumo a través de la operación de tres restaurantes bajo el nombre Pollería Pollo Stop.

### ➤ **Negocio de Rentas**

Este segmento inició sus actividades en 2010 y se dedica a la habilitación de centros comerciales y *stripmalls* (vía la empresa Strip Centers del Perú, en sociedad con Inmuebles Comerciales del Perú, filial de Parque Arauco), así como a la gestión de arrendamiento de locales comerciales.

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

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

El negocio de rentas aportó el 0.3% de los ingresos totales del Los Portales a septiembre de 2015, sin mayores cambios respecto a septiembre de 2014 (0.4%). Cabe mencionar que recientemente (diciembre de 2015) Los Portales vendió su participación de 49% en este negocio a Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C.

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

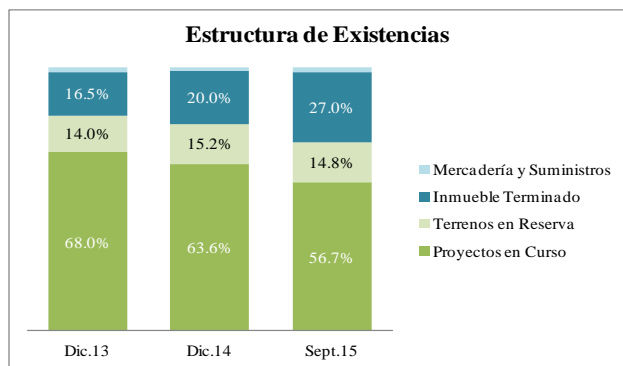
En cumplimiento con la Resolución SMV 102-2012-EF/94.01.1, Los Portales S.A. y Subsidiarias adoptó por primera vez las NIIF a partir del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2011. Para la preparación de los estados financieros consolidados, se reconoció una serie de ajustes entre los cuales destacamos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

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

### **ANALISIS FINANCIERO**

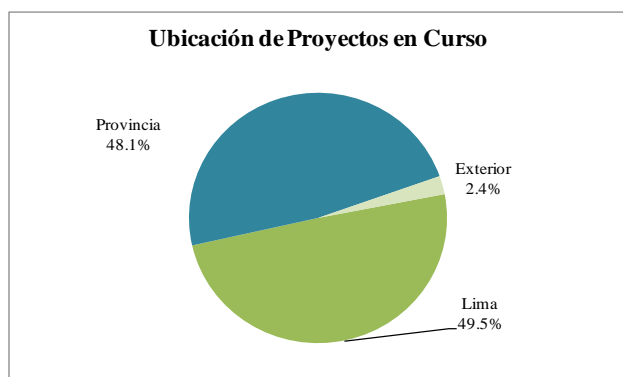
#### **Activos**

Al 31 de diciembre de 2014 los activos de Los Portales y Subsidiarias S.A. totalizaron S/.1,260.0 millones, tras crecer 15.8% respecto al cierre del ejercicio 2013, mientras que a septiembre de 2015 dicho rubro sumó S/.1,507.5 millones, con un incremento de 19.6% respecto a diciembre de 2014. Dicha evolución deriva principalmente del aumento de 21.3% de los activos corrientes en los nueve meses analizados, impulsados a su vez por mayores existencias (+22.5%) y mayores cuentas por cobrar comerciales corrientes (+21.7%).



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

Las existencias del Los Portales incluyen principalmente proyectos en curso (56.7% del total existencias), registrando un incremento de S/30.9 millones frente al cierre anual de 2014; dichos proyectos de desarrollo inmobiliario están distribuidos en Lima, Ica, Chimbote, Pimentel, Piura, Trujillo, Tumbes, Huancayo, Arequipa, Cusco y Tacna. Estos proyectos son de habilitación urbana, urbanizaciones de viviendas bajo programas gubernamentales (Techo Propio y Mi Vivienda) y edificios de viviendas multifamiliar. Cabe mencionar que 2.4% del total de proyectos están en Houston, Texas.



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

Los inmuebles terminados representan el segundo componente más importante de las existencias, con una participación de 27.0% en septiembre de 2015, los que adquirieron importancia en el año 2014 tras representar el 16.5% del total de existencias en diciembre de 2013, seguidos de terrenos en reserva (sobre los que se desarrollarían proyectos inmobiliarios en el curso corriente de las operaciones), los mismos que totalizaron S/95.4 millones en septiembre de 2015 y corresponden a 14 inmuebles matrices, con una extensión de 75.3 hectáreas ubicadas en las provincias de Lima, Ica, Chiclayo y Áncash.

Derivadas de la venta de inmuebles y servicios y de los alquileres, las cuentas por cobrar comerciales ascienden a S/335.7 millones a septiembre de 2015 (S/257.0 millones al cierre de 2014) y corresponden esencialmente a letras por cobrar e intereses devengados, provenientes de las ventas diferidas por el Los Portales a clientes por hasta 72

meses (según Contrato de Venta Garantizado del negocio inmobiliario). A septiembre de 2015, el 34.0% de las cuentas por cobrar son a corto plazo.

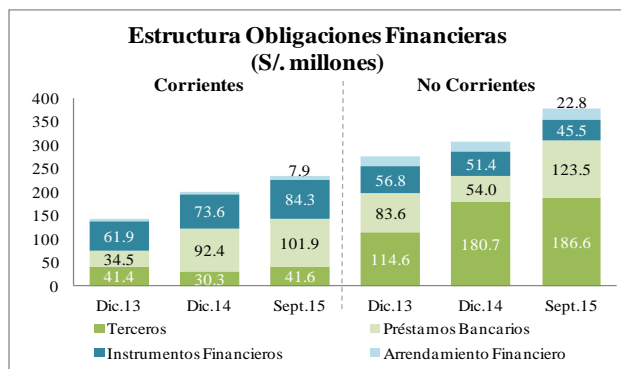
Por su parte, los activos no corrientes incrementaron 17.5% entre diciembre de 2014 y septiembre de 2015, lo que se sustentó en (i) el aumento de 35.7% en las cuentas por cobrar comerciales no corrientes, las que pasaron de S/163.3 millones a S/221.7 millones, (ii) el aumento de 9.7% en inversiones inmobiliarias, principalmente tras registrarse una Actualización del Valor Razonable por S/21.6 millones y (iii) el aumento de 24.2% en las inversiones financieras permanentes, (participación de menos de 50% del capital en Inversiones Real Once S.A., Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A. y Strip Centers del Perú S.A.) que se vieron favorecidas por un cambio en el valor patrimonial proporcional de Strip Centers del Perú S.A.

Cabe mencionar que dentro de la cuenta Inversiones Inmobiliarias, el 96.0% corresponde a terrenos adquiridos por Los Portales como “reserva territorial”, sobre los cuales a la fecha de análisis no se tiene definido ningún desarrollo y en el corto plazo no serán vendidos ni desarrollados. Estos terrenos comprenden un área total de 109.0 hectáreas (129.2 hectáreas a diciembre de 2014) en los distritos de La Molina, Chosica – Lurigancho, Huacho y Carabayllo en Lima, además de las ciudades de Piura, Ica, Huancayo y Chimbote.

### Pasivos y Patrimonio

Los activos de Los Portales son financiados en un 77.1% por pasivos, los que al 30 de septiembre de 2015 se ubicaron en S/1,162.5 millones siendo la deuda financiera el 52.8% de dicho monto. De los años 2013 a 2014, y de diciembre de 2014 a septiembre de 2015, los Pasivos incrementaron en 15.5% y 24.9% respectivamente, impulsados por mayores pasivos a largo plazo, los mismos que crecieron 6.9% del año 2013 al año 2014 y 19.8% durante los últimos nueve meses evaluados.

La deuda financiera (S/614.0 millones a septiembre de 2015) está compuesta por préstamos de terceros, préstamos bancarios, instrumentos financieros y arrendamiento financiero, observándose en el periodo analizado un aumento de S/79.1 millones en los préstamos bancarios con nuevas entidades financieras, incremento que resalta pues hasta junio de 2015 la deuda bancaria era tan sólo S/6.2 millones mayor a la de diciembre de 2014.



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

El mencionado incremento entre junio de 2015 y septiembre de 2015 de las obligaciones financieras, fue mayor en la porción no circulante, registrando un incremento equivalente a 22.5%. Esto representa un cambio frente a los anteriores periodos analizados, cuando el crecimiento de los pasivos financieros era impulsado por mayor deuda circulante. La variación ocurrida en dichos tres meses implicó un incremento del costo promedio de la deuda financiera.

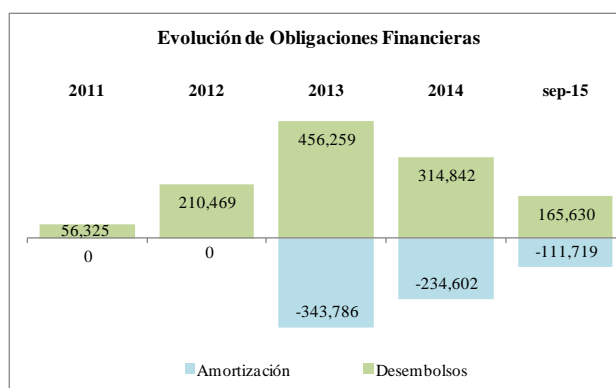
Al 30 de septiembre de 2015, los instrumentos financieros corrientes incluyen i) papeles comerciales por US\$17 millones y S/.13.0 millones a diciembre de 2014 y US\$18 millones al 30 de septiembre de 2015, así como ii) la parte corriente de los bonos titulizados. Cabe mencionar que la Serie D (US\$5.0 millones) de la Primera Emisión de Papeles Comerciales de Los Portales redimió el 08 de junio de 2015 y las Series C y D de la Tercera Emisión (US\$6.0 millones cada una) fueron colocadas el 17 de abril y el 02 de septiembre respectivamente. Adicionalmente, la Serie A de la Cuarta Emisión redimió el 11 de septiembre de 2015, fecha en la que fueron pagados dichos instrumentos.

Las obligaciones financieras no corrientes ascendieron a S/.378.4 millones al tercer trimestre de 2015, 22.5% mayores que a diciembre de 2014, respondiendo al crecimiento de los préstamos bancarios (+128.9%), los cuales pasaron de S/.54.0 millones a S/.123.5 millones durante el periodo de análisis. Cabe recordar que uno de los propósitos de la emisión de los bonos titulizados por US\$25.0 millones, realizada en febrero de 2013 y que vencen en 2021 bajo el Primer Programa de Bonos Titulizados, fue utilizar los fondos para el repago de la deuda con terceros que era de muy corto plazo (12 meses) y devengaba altas tasas de interés (13.0% aproximadamente) en ese entonces.

Según lo señalado por el Los Portales, los préstamos con terceros en sus pasivos presentan mejores plazos (hasta 24 meses) y devengan una menor tasa (9.73% a septiembre de 2015) en comparación a periodos anteriores. No obstante, la porción relativa de esta fuente de financiamiento continúa siendo elevada, así que para lograr abaratar más el costo promedio de fondeo y extender la duración promedio de su deuda, Los Portales podría reducir este tipo de

fondeo, el cual incrementa en los nueve meses analizados en S/+.17.1 millones.

En cuanto al flujo de las obligaciones financieras del Los Portales, se observa una tendencia creciente en los desembolsos desde el año 2011 al año 2013, y luego una tendencia a la baja hasta septiembre de este año, periodo en el que también las amortizaciones fueron disminuyendo, aunque representando entre el 67.0% y el 76.0% del total desembolsado. Durante el año 2014 se amortizó capital de los bonos titulizados, lo que generó un retroceso de 9.5% en el saldo de los instrumentos financieros de largo plazo respecto a diciembre de 2013, totalizando S/.51.4 millones. Al cierre de septiembre de 2015 se observa una disminución de instrumentos financieros a largo plazo, los que pasan de S/.51.4 millones a S/.45.5 millones en el periodo analizado.



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

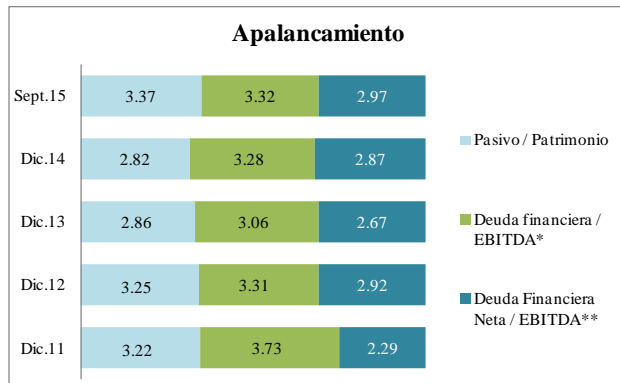
Es óptimo observar que el nivel de gastos financieros como participación del ingreso total se mantiene en niveles de aproximadamente 2.0%, y que las veces que el EBITDA Ajustado cubre los gastos financieros mantienen una tendencia creciente. No obstante, se debe tomar en cuenta que los desembolsos de deuda bancaria realizados entre junio y septiembre de 2015 elevaron el costo promedio de financiamiento de Los Portales, frente al presentado en junio del presente año.

Debido a que Los Portales registra los pagos recibidos de clientes como anticipos durante el periodo de habilitación hasta la entrega del bien (programada usualmente para finales de año) y que una vez que se realiza ésta, se procede a registrar la venta como un ingreso, el saldo corriente de anticipos de clientes en los cortes de septiembre de los años 2014 y 2015 (S/.183.9 millones y S/.190.5 millones, respectivamente) son mayores a los presentados en los cierres de años 2013 y 2014 (S/.179.1 millones y S/.129.9 millones respectivamente). Cabe mencionar que S/.61.4 millones de anticipos de clientes fueron abonados a ingresos a septiembre de 2015, mostrando un menor dinamismo que en similar periodo del año anterior, cuando se abonaron S/.101.2 millones. (S/.504.1 millones a diciembre de 2014).



Adicionalmente, destaca el incremento de las cuentas por pagar comerciales a corto plazo de diciembre de 2014 a septiembre de 2015 (+12.8%), las que representaron el 14.8% del total pasivo y patrimonio al cierre de septiembre de 2015, toda vez que Los Portales presentó un mayor saldo de facturas por pagar originadas por la adquisición de terrenos, materiales y suministros de construcción, además de servicios prestados por empresas relacionadas al desarrollo de obras. Sin embargo, la participación relativa de dichas cuentas retrocedió ligeramente respecto al total pasivo y patrimonio.

Como fuente de financiamiento de activos, el patrimonio representó el 26.1% al cierre del ejercicio 2014 y ascendió a S/.329.5 millones, siendo 16.8% mayor que en diciembre de 2013, mientras que en septiembre de 2015 totalizó S/.345.1 millones, 4.7% mayor que el registrado en diciembre de 2014. La variación observada en los nueve meses analizados se debe a mayores resultados acumulados registrados (S/.89.6 millones a diciembre de 2014 y S/.114.8 millones a septiembre de 2015), de los cuales se transfirieron S/.4.8 millones a la Reserva Legal y se repartieron dividendos por S/.18.6 millones a inicios del presente año. Se debe resaltar que la última vez que se realizaron aportes al capital social de Los Portales fue en marzo de 2013, cuando en Junta General de Accionistas se aprobaron aportes en efectivo por S/.51.6 millones.



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

El ratio de apalancamiento contable se ubicó en 3.37 veces, incrementando frente al de 2014 (2.82 veces) como consecuencia del crecimiento de 24.9% en el total de pasivos durante los primeros tres trimestres de 2015, mientras que el patrimonio tuvo un menor crecimiento (+4.7%). Siguiendo el patrón del apalancamiento, el ratio deuda financiera sobre EBITDA Ajustado aumentó de 3.28 veces a 3.32 veces entre diciembre de 2014 y septiembre de 2015, y el ratio deuda financiera neta sobre EBITDA Ajustado siguió la misma tendencia, avanzando de 2.87 veces a 2.97 veces en el periodo analizado. En tal sentido, se observa un incremento de los niveles de apalancamiento de la Empresa, acercándose a niveles previos a la primera emisión de Bonos Titulizados. Asimismo, se observa que el ratio de Deuda Financiera Neta / Patrimonio, establecido como resguardo del Programa de Bonos Titulizados

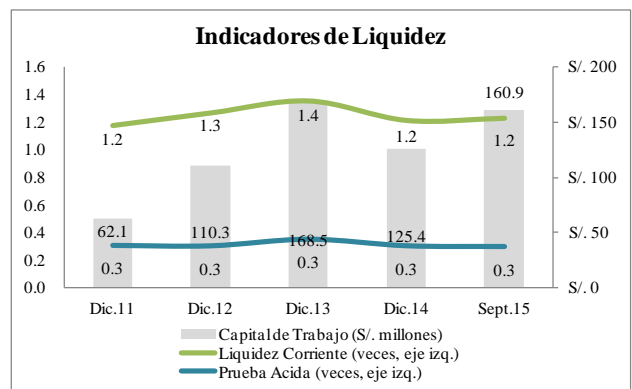
alcanzó el nivel de 1.59 veces en septiembre de 2015, presionando la clasificación asignada al situarse muy cerca del límite de 1.65 veces. Se debe mencionar que esta situación se habría estabilizado hacia el último trimestre del año, dada la estacionalidad natural en la entrega de proyectos de habilitación urbana y que habría generado una mayor facturación para dicho trimestre.

### Liquidez

La liquidez de Los Portales incrementó ligeramente, al pasar de 1.22 veces a 1.23 veces entre diciembre de 2014 y septiembre de 2015, por lo que además cambió la tendencia del capital de trabajo, que se redujo durante el primer semestre del año, pasando de S/.125.4 millones a S/.160.9 millones. Se espera que hacia finales de año se mantenga esta tendencia producto de la entrega de proyectos y el correspondiente registro de ventas que se deduciría del Anticipo de Clientes, de acuerdo a NIIF.

Entre los cambios que sustentan la tendencia del indicador de liquidez corriente se cuentan el aumento de 21.3% (S/+.150.6 millones) del activo corriente, impulsado por el crecimiento de 22.5% de las existencias (éstas representaron al semestre analizado el 42.8% del total de activos y correspondieron principalmente a proyectos en curso), así como por las mayores cuentas por cobrar comerciales corrientes (+21.7%). Por otro lado, los pasivos corrientes crecieron 33.4% (S/+.116.8 millones) debido a mayores anticipos de clientes (+46.7%) y a un aumento en los préstamos bancarios (+11.9%) para financiar las operaciones de Los Portales.

Adicionalmente, el incremento del ratio de liquidez corriente es influenciado por los desembolsos de préstamos bancarios por S/.74.3 millones, que incrementan la participación relativa de los pasivos financieros no circulantes.



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

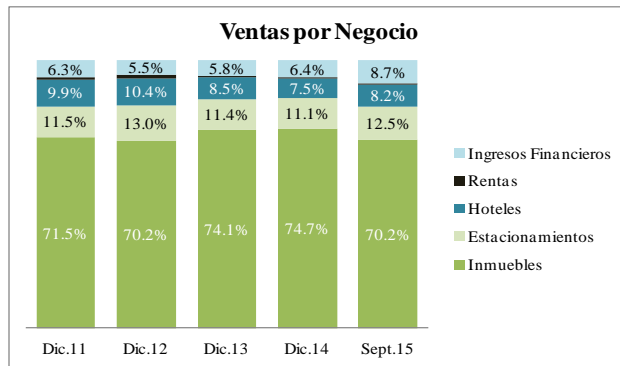
En este sentido, se debe indicar que la evolución de los anticipos al corte analizado muestran un claro retroceso en el abono a ingreso, toda vez que hacia septiembre del año pasado los anticipos abonados a ingreso totalizaron S/.101.2 millones, mientras que a septiembre de este año se abonaron tan sólo S/.61.4 millones. Esto acompaña la variación en el monto de anticipos recibidos en el año, los

que pasaron de S/.149.3 millones a S/.122.1 millones entre los doce meses analizados.

Es de señalar que, dada la mayor facturación hacia el último trimestre del año por las entregas de proyectos de habilitación urbana, los indicadores de liquidez mejorarían notablemente. Asimismo, según información publicada por la Compañía, al cierre del ejercicio 2015 Los Portales vendió la participación de 49% que tenía en Strip Centers del Perú (*joint venture* que mantenía con Parque Arauco) a esta última por un importe de S/.67 millones, mejorando así sustancialmente su posición de caja al cierre del año.

## Resultados

Al cierre de 2014 los ingresos totalizaron S/.667.8 millones (crecimiento de +20.2% frente a diciembre de 2013) y a septiembre de 2015 ascendieron a S/.466.9 millones, siendo 27.2% mayores que en septiembre de 2014, respectivamente. La variación interanual fue impulsada principalmente por el negocio inmobiliario, el que registró ventas 32.6% mayores (S/.+80.7 millones) y por el aumento de 40.1% en ingresos financieros por letras de cambio (S/.+11.7 millones) generados por el financiamiento directo que otorga Los Portales a sus clientes para la compra de lotes y/o departamentos. En menor medida aportaron al incremento de ingresos los negocios de estacionamientos, hoteles y de rentas, que acumulan un monto superior en S/.9.1 millones al de septiembre del año 2014.

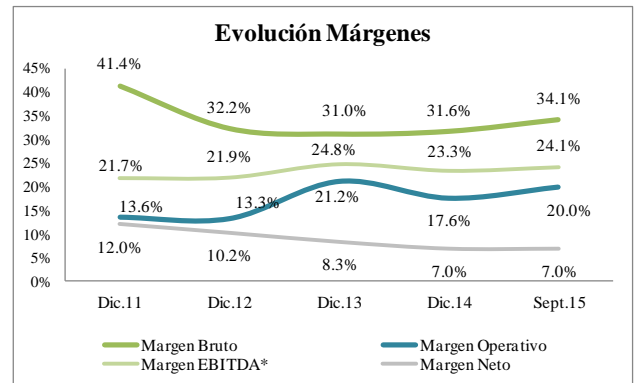


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Cabe resaltar que el negocio inmobiliario de Los Portales (70.2% del total de ingresos a septiembre de 2015) presenta una tendencia positiva dentro de cada periodo anual, pues la entrega de una porción significativa de los inmuebles vendidos -según los cronogramas de Los Portales- se programa en mayor medida durante el último trimestre de cada año, lo que va de la mano con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) que rigen la contabilidad de Los Portales, por lo cual las ventas de esta unidad de negocio se reconocen en el estado de resultados una vez que se realice la entrega física del bien. Es igualmente importante señalar que los proyectos de habilitación urbana y de vivienda edificada están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, mayormente de corto plazo.

Tomando en cuenta que el incremento interanual de los costos totales (+23.1%) es menor que al de ingresos (+27.2%), la utilidad bruta en el periodo de análisis aumentó 35.9% y se situó en S/.159.3 millones (S/.117.2 millones a septiembre de 2014). Si bien el mencionado incremento de los costos de ventas es reflejo de la evolución positiva de la actividad inmobiliaria, se observó a septiembre de 2015 un incremento importante en la carga laboral, incluyendo un crecimiento de S/.+14.9 millones de sueldos y de S/.+3.2 millones de CTS y vacaciones incorporadas al costo de ventas, el mismo que se espera sea revertido hacia finales de año, cuando se registren mayores ingresos tras entregas del negocio de habilitación urbana.

Asimismo, se observa un incremento de 24.8% en gastos administrativos y de 21.8% en gastos de ventas, que también incluyen mayor carga laboral (S/.4.5 millones y S/.3.0 millones respectivamente). Adicionalmente, el rubro ingresos y gastos extraordinarios netos registra S/.21.6 millones generados por actualización del valor razonable de terrenos incluidos en la cuenta inversiones inmobiliarias. El margen operativo a septiembre de 2015 equivale a 20.0% del total de ventas, luego de incrementar S/.44.4 millones. No obstante, de no considerar este ingreso extraordinario, el margen operativo a septiembre de 2015 sería de 14.2% (13.3% en septiembre de 2014).



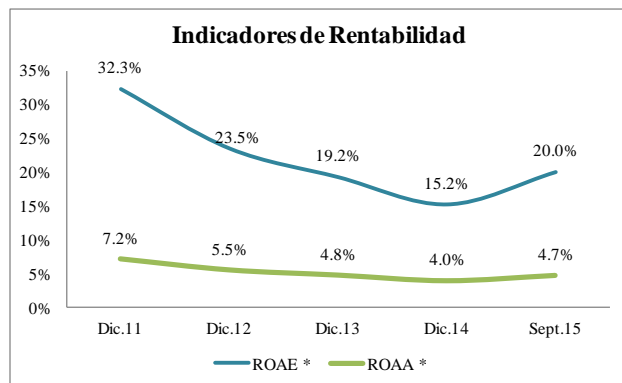
\*\*EBITDA Ajustado: incluye ingresos financieros por letras generadas  
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium.

En cuanto a la utilidad neta, ésta pasa de S/.14.7 millones a septiembre de 2014 a S/.32.5 millones a septiembre de 2015, tras partir de un mayor resultado operativo (por el cambio en valor razonable de terrenos incluidos en las inversiones inmobiliarias -S/.21.6 millones-) y tras contar con S/.2.1 millones de participación en los resultados de inversiones en asociadas, por un mayor valor patrimonial proporcional de Strip Centers del Perú S.A.. Todo esto disminuye el efecto por pérdida por diferencia de cambio, que se agudizó desde el segundo semestre del 2014 y que asciende a S/.41.5 millones en septiembre de 2015. En términos relativos, el margen neto se incrementó, pasando de 4.0% a 7.0% en los doce meses analizados.

El EBITDA ajustado anualizado se vio beneficiado por la evolución positiva en los márgenes brutos, por lo que la generación de Los Portales, según este indicador, se situó



en S/.185.0 millones, después que en septiembre de 2014 fuera S/.130.7 millones y S/.155.8 millones en diciembre de 2014. Para el cálculo de este indicador, Los Portales incluye los intereses generados por letras de cambio, mas no toma en cuenta el ingreso extraordinario de S/.21.6 millones por cambio en valor razonable de inversiones inmobiliarias.



\* Anualizados

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

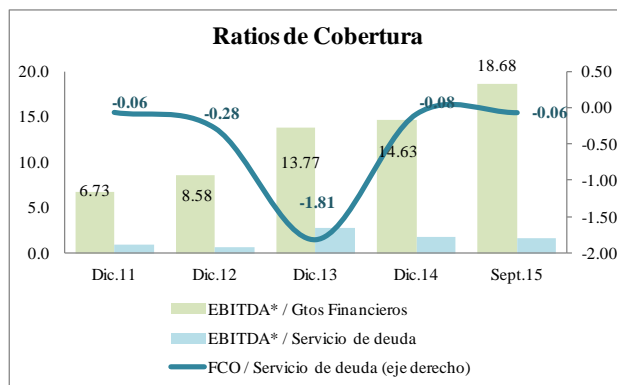
Al 30 de septiembre de 2015, los indicadores de rentabilidad anualizados promedio sobre activos ROAA (4.7%) y sobre patrimonio ROAE (20.0%) de Los Portales fueron mayores que en septiembre de 2014 (3.7% y 15.2%, respectivamente) habiendo partido de un mayor resultado neto, aunque éste incorpora un ingreso extraordinario equivalente a 4.6% del total ingresos y a 66.5% del resultado neto.

### Indicadores Financieros de Cobertura

Para este análisis, se consideran los siguientes indicadores:

- EBITDA ajustado / Gastos Financieros: revela el nivel de cobertura de los intereses por la generación propia del negocio. Los Portales S.A. y Subsidiarias ha mantenido este indicador holgadamente desde diciembre de 2011, y en una tendencia positiva. En septiembre de 2015 el indicador se ubicó en 18.7 veces.
- EBITDA ajustado / Servicio de Deuda: revela la capacidad de generación en relación a las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. En este caso, el indicador en 2011 y 2012 estuvo por debajo de 1.0 veces, y en diciembre de 2013 fue de 1.35 veces, lo cual se explicó por la estructura del financiamiento, que hasta antes de la emisión de los bonos titulizados mantenía altas porciones corrientes de la deuda a largo plazo, pero que demuestra señales de mejora en cuanto a la cobertura de la misma. A septiembre de 2015 el indicador fue de 1.67 veces y 1.37 veces a junio de 2015, presentando limitada holgura frente al límite, por lo que se espera que hacia finales de año el ratio mejore.
- Flujo de Caja Operativo (FCO) / Servicio de Deuda: revela la caja derivada de las actividades de operación

del negocio vs. las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. Al igual que en el indicador anterior, este ratio se ve estresado por el perfil de la deuda. En septiembre de 2015, el indicador equivale a -0.05 veces, viéndose afectado por el flujo de caja operativo que se ubicó en terreno negativo, toda vez que el ingreso extraordinario correspondiente a los ajustes en valor razonable de inversiones inmobiliarias y el incremento en existencias y en cuentas por cobrar comerciales afectaron la generación calculada en base a la utilidad neta percibida. Dados los esfuerzos de Los Portales por obtener un Flujo de Caja Operativo positivo hacia cierre del año 2015, se esperaría que este indicador mejore.



\*EBITDA Ajustado: incluye ingresos financieros por letras generadas

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

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

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

**Moneda:** Nuevos soles y/o Dólares.

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

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

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

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

**Pago de Intereses y del Principal:** La redención del principal será determinada por el Representante Autorizado, y será comunicada a los inversionistas y a la SMV a través del acto Complementario, del Complemento del Prospecto Marco respectivo y el Aviso de Oferta. El

pago de intereses de los Instrumentos de Corto Plazo se realizará conforme a lo que se indique en los Actos Complementarios y en los Complementos del Prospecto Marco.

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

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

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

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

Serie C

Monto: US\$ 6.0 millones

Vencimiento: 14 de abril de 2016

Tasa: Rendimiento implícito 2.9270%

Serie D

Monto: US\$ 6.0 millones

Vencimiento: 28 de agosto de 2016

Tasa: Rendimiento implícito 3.4594%

Serie E

Monto: US\$ 6.0 millones

Vencimiento: 11 de noviembre de 2016

Tasa: Rendimiento implícito 3.5599%

En fecha 19 de noviembre de 2015 redimió la serie B de esa misma emisión, por el importe de US\$6.0 millones.

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

En fecha 11 de septiembre de 2015 redimió la serie A de la Cuarta Emisión, por el importe de S/.13.0 millones.

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

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

**Moneda:** Nuevos soles y/o dólares.

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

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

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

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

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

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

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

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

Cabe indicar también que Los Portales S.A. llevó a cabo procesos de titulaciones de activos, cediendo cuentas por cobrar del negocio inmobiliario que respaldan el Primer Programa de Bonos de Titulización con una emisión de US\$25.0 millones, los mismos que se colocaron en fecha 14 de febrero de 2013 a un plazo de 8 años y a una tasa de 7.34%, y el Segundo Programa de Bonos de Titulización con una emisión de US\$20.1 millones, los mismos que se colocaron en fecha 18 de diciembre de 2015 a un plazo de 6 años y a una tasa de 8.09%.

## Los Portales S.A. y Subsidiarias

### Estado de Situación Financiera

En miles de Nuevos Soles

	Dic.11	%	Dic.12	%	Dic.13	%	Sept.14	%	Dic.14	%	Sept.15	%	Var % Sept.15 / Dic.14	Var % Dic.14 / Dic.13
<b>ACTIVOS</b>														
<b>Activo Corriente</b>														
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	30,834	4.3%	36,120	4.3%	53,429	4.9%	42,072	3.5%	64,408	5.1%	63,907	4.2%	-0.8%	20.5%
Cuentas por Cobrar Comerciales	50,669	7.1%	53,810	6.3%	68,469	6.3%	76,066	6.3%	93,628	7.4%	113,985	7.6%	21.7%	36.7%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	786	0.1%	20,148	2.4%	22,417	2.1%	364	0.0%	435	0.0%	429	0.0%	-1.4%	-98.1%
Otras Cuentas por Cobrar	21,545	3.0%	12,682	1.5%	23,442	2.2%	0	0.0%	15,011	1.2%	25,356	1.7%	68.9%	-36.0%
Total Existencias	295,196	41.2%	393,151	46.3%	471,417	43.3%	593,103	49.3%	526,145	41.8%	644,681	42.8%	22.5%	11.6%
Gastos Pagados por Anticipado	7,771	1.1%	6,283	0.7%	8,747	0.8%	34,013	2.8%	7,091	0.6%	8,978	0.6%	26.6%	-18.9%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>406,801</b>	<b>56.8%</b>	<b>522,194</b>	<b>61.5%</b>	<b>647,921</b>	<b>59.5%</b>	<b>745,666</b>	<b>62.0%</b>	<b>706,718</b>	<b>56.1%</b>	<b>857,336</b>	<b>56.9%</b>	<b>21.3%</b>	<b>9.1%</b>
<b>Activo No Corriente</b>														
Cuentas por Cobrar Comerciales a L/P	65,734	9.2%	74,475	8.8%	119,108	10.9%	123,776	10.3%	163,354	13.0%	221,737	14.7%	35.7%	37.1%
Inversiones Financieras Permanentes	2,892	0.4%	3,931	0.5%	40,944	3.8%	46,648	3.9%	56,143	4.5%	69,740	4.6%	24.2%	37.1%
Inversiones Inmobiliarias	104,473	14.6%	101,949	12.0%	112,012	10.3%	108,540	9.0%	150,703	12.0%	165,302	11.0%	9.7%	34.5%
Inm., Mob. y Equipo, Neto	96,816	13.5%	114,525	13.5%	134,465	12.4%	138,435	11.5%	141,970	11.3%	149,995	9.9%	5.7%	5.6%
Intangibles, Neto	39,258	5.5%	31,410	3.7%	33,660	3.1%	39,871	3.3%	41,123	3.3%	43,424	2.9%	5.6%	22.2%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>309,173</b>	<b>43.2%</b>	<b>326,290</b>	<b>38.5%</b>	<b>440,189</b>	<b>40.5%</b>	<b>457,270</b>	<b>38.0%</b>	<b>553,293</b>	<b>43.9%</b>	<b>650,198</b>	<b>43.1%</b>	<b>17.5%</b>	<b>25.7%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>715,974</b>	<b>100.0%</b>	<b>848,484</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,088,110</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,202,936</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,260,011</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,507,534</b>	<b>100.0%</b>	<b>19.6%</b>	<b>15.8%</b>
<b>PASIVOS</b>														
<b>Pasivo Corriente</b>														
Cuentas por Pagar Comerciales	37,275	5.2%	70,952	8.4%	124,494	11.4%	163,583	13.6%	198,460	15.8%	223,793	14.8%	12.8%	59.4%
Anticipo de Clientes	163,306	22.8%	185,335	21.8%	179,061	16.5%	227,109	18.9%	129,856	10.3%	190,520	12.6%	46.7%	-27.5%
Cuentas por Pagar Relacionadas	14	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	6,193	0.5%	3,864	0.3%	-37.6%	N.A.
Otras Cuentas por Pagar	59,446	8.3%	34,425	4.1%	33,422	3.1%	31,098	2.6%	44,853	3.6%	42,629	2.8%	-5.0%	34.2%
Parte Corriente Obligaciones con Terceros	63,715	8.9%	95,454	11.2%	41,436	3.8%	17,080	1.4%	30,289	2.4%	41,556	2.8%	37.2%	-26.9%
Papeles Comerciales	0	0.0%	0	0.0%	51,149	4.7%	57,538	4.8%	62,407	5.0%	73,689	4.9%	18.1%	22.0%
Parte Corriente de Bonos de Titulización	0	0.0%	0	0.0%	10,721	1.0%	8,651	0.7%	11,180	0.9%	10,622	0.7%	-5.0%	4.3%
Parte Corriente de la Deuda Bancaria L/P	20,977	2.9%	25,772	3.0%	39,160	3.6%	81,870	6.8%	98,065	7.8%	109,764	7.3%	11.9%	150.4%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>344,733</b>	<b>48.1%</b>	<b>411,938</b>	<b>48.5%</b>	<b>479,442</b>	<b>44.1%</b>	<b>586,929</b>	<b>48.8%</b>	<b>581,303</b>	<b>46.1%</b>	<b>696,437</b>	<b>46.2%</b>	<b>19.8%</b>	<b>21.2%</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>														
Cuentas por Pagar Comerciales a L/P	26,520	3.7%	29,341	3.5%	16,245	1.5%	27,352	2.3%	14,491	1.2%	55,331	3.7%	281.8%	-10.8%
Préstamos de Terceros a L/P	71,219	11.1%	108,934	12.8%	114,612	10.5%	145,141	12.1%	180,712	14.3%	186,567	12.4%	3.2%	57.7%
Instrumentos Financieros - Emisiones	0	0.0%	0	0.0%	56,793	5.2%	49,758	4.1%	51,391	4.1%	45,548	3.0%	-11.4%	-9.5%
Deuda Bancaria a L/P	77,041	10.8%	77,583	9.1%	106,344	9.8%	75,659	6.3%	76,699	6.1%	146,277	9.7%	90.7%	-27.9%
IR Diferido	23,708	3.3%	20,570	2.4%	21,653	2.0%	20,868	1.7%	15,025	1.2%	21,370	1.4%	42.2%	-30.6%
Otras Cuentas por Pagar	2,977	0.4%	585	0.1%	10,920	1.0%	0	0.0%	10,920	0.9%	10,920	0.7%	0.0%	0.0%
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>201,465</b>	<b>28.1%</b>	<b>237,013</b>	<b>27.9%</b>	<b>326,567</b>	<b>30.0%</b>	<b>318,778</b>	<b>26.5%</b>	<b>349,238</b>	<b>27.7%</b>	<b>466,013</b>	<b>30.9%</b>	<b>33.4%</b>	<b>6.9%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>546,198</b>	<b>76.3%</b>	<b>648,951</b>	<b>76.5%</b>	<b>806,010</b>	<b>74.1%</b>	<b>905,707</b>	<b>75.3%</b>	<b>930,541</b>	<b>73.9%</b>	<b>1,162,450</b>	<b>77.1%</b>	<b>24.9%</b>	<b>15.5%</b>
<b>PATRIMONIO</b>														
Capital Social	119,634	16.7%	119,634	14.1%	171,254	15.7%	171,254	14.2%	171,254	13.6%	171,254	11.4%	0.0%	0.0%
Reserva Legal	8,031	1.1%	12,535	1.5%	16,445	1.5%	21,243	1.8%	21,243	1.7%	26,565	1.8%	25.1%	29.2%
Resultados de Conversión	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	446	0.0%	889	0.1%	0	0.0%	-100.0%	N.A.
Resultados Acumulados	-6,552	-0.9%	23,983	2.8%	48,064	4.4%	89,537	7.4%	89,603	7.1%	114,780	7.6%	28.1%	86.4%
Resultados del Ejercicio	48,663	6.8%	43,381	5.1%	46,337	4.3%	14,749	1.2%	46,481	3.7%	32,485	2.2%	-30.1%	0.3%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>169,776</b>	<b>23.7%</b>	<b>199,533</b>	<b>23.5%</b>	<b>282,100</b>	<b>25.9%</b>	<b>297,229</b>	<b>24.7%</b>	<b>329,470</b>	<b>26.1%</b>	<b>345,084</b>	<b>22.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>16.8%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>715,974</b>	<b>100.0%</b>	<b>848,484</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,088,110</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,202,936</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,260,011</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,507,534</b>	<b>100.0%</b>	<b>19.6%</b>	<b>15.8%</b>

## Los Portales S.A. y Subsidiarias

### Estado de Resultados

En miles de Nuevos Soles

	Dic.11	%	Dic.12	%	Dic.13	%	Sept.14	%	Dic.14	%	Sept.15	%	Var % Sept.15 / Sept.14	Var % Dic.14 / Dic.13
Ingreso por Venta de Inmuebles	290,101	71.5%	299,040	70.2%	411,640	74.1%	247,255	67.3%	498,737	74.7%	327,932	70.2%	32.6%	21.2%
Ingreso por Servicios de Playas de Estacionamiento	46,716	11.5%	55,283	13.0%	63,215	11.4%	54,363	14.8%	74,433	11.1%	58,307	12.5%	7.3%	17.7%
Ingresos por Servicios Hoteleros	40,325	9.9%	44,151	10.4%	47,151	8.5%	33,446	9.1%	50,049	7.5%	38,336	8.2%	14.6%	6.1%
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	3,114	0.8%	4,164	1.0%	1,608	0.3%	1,405	0.4%	1,905	0.3%	1,624	0.3%	15.6%	18.5%
Ingresos Financieros	25,644	6.3%	23,338	5.5%	32,007	5.8%	29,082	7.9%	42,722	6.4%	40,740	8.7%	40.1%	33.5%
<b>Ingresos Totales</b>	<b>405,900</b>	<b>100.0%</b>	<b>425,976</b>	<b>100.0%</b>	<b>555,621</b>	<b>100.0%</b>	<b>367,133</b>	<b>100.0%</b>	<b>667,846</b>	<b>100.0%</b>	<b>466,939</b>	<b>100.0%</b>	<b>27.2%</b>	<b>20.2%</b>
Costo de Venta de Inmuebles	-180,831	-44.6%	-219,820	-51.6%	-307,205	-55.3%	-185,096	-50.4%	-367,479	-55.0%	-238,884	-51.2%	29.1%	19.6%
Costo por Servicios de Playa de Estacionamiento	-32,141	-7.9%	-39,166	-9.2%	-45,432	-8.2%	-39,817	-10.8%	-55,162	-8.3%	-41,350	-8.9%	3.9%	21.4%
Costo por Servicios Hoteleros	-23,464	-5.8%	-28,062	-6.6%	-29,741	-5.4%	-21,949	-6.0%	-32,945	-4.9%	-26,491	-5.7%	20.7%	10.8%
Costo por Servicios de Renta Inmobiliaria	-1,500	-0.4%	-1,844	-0.4%	-1,033	-0.2%	-1,134	-0.3%	-1,333	-0.2%	-920	-0.2%	-18.9%	29.0%
<b>Costos Totales</b>	<b>-237,936</b>	<b>-58.6%</b>	<b>-288,892</b>	<b>-67.8%</b>	<b>-383,411</b>	<b>-69.0%</b>	<b>-249,898</b>	<b>-68.1%</b>	<b>-456,919</b>	<b>-68.4%</b>	<b>-307,645</b>	<b>-65.9%</b>	<b>23.1%</b>	<b>19.2%</b>
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>167,964</b>	<b>41.4%</b>	<b>137,084</b>	<b>32.2%</b>	<b>172,210</b>	<b>31.0%</b>	<b>117,235</b>	<b>31.9%</b>	<b>210,927</b>	<b>31.6%</b>	<b>159,294</b>	<b>34.1%</b>	<b>35.9%</b>	<b>22.5%</b>
Gastos de Administración	-49,918	-12.3%	-56,129	-13.2%	-64,498	-11.6%	-49,710	-13.5%	-72,473	-10.9%	-62,059	-13.3%	24.8%	12.4%
Gastos de Ventas	-37,613	-9.3%	-22,127	-5.2%	-27,910	-5.0%	-26,088	-7.1%	-36,289	-5.4%	-31,767	-6.8%	21.8%	30.0%
Otros Ingresos / Gastos, Neto	-2,981	-0.7%	-2,082	-0.5%	37,994	6.8%	7,554	2.1%	15,610	2.3%	27,882	6.0%	269.1%	-58.9%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>77,452</b>	<b>19.1%</b>	<b>56,746</b>	<b>13.3%</b>	<b>117,796</b>	<b>21.2%</b>	<b>48,991</b>	<b>13.3%</b>	<b>117,775</b>	<b>17.6%</b>	<b>93,350</b>	<b>20.0%</b>	<b>90.5%</b>	<b>0.0%</b>
Gastos Financieros	-13,119	-3.2%	-10,852	-2.5%	-9,984	-1.8%	-8,331	-2.3%	-10,645	-1.6%	-7,592	-1.6%	-8.9%	6.6%
<b>Utilidad Antes de Diferencia en Cambio</b>	<b>64,333</b>	<b>15.8%</b>	<b>45,894</b>	<b>10.8%</b>	<b>107,812</b>	<b>19.4%</b>	<b>40,660</b>	<b>11.1%</b>	<b>107,130</b>	<b>16.0%</b>	<b>85,758</b>	<b>18.4%</b>	<b>110.9%</b>	<b>-0.6%</b>
Diferencia en Cambio	1,474	0.4%	21,350	5.0%	-41,345	-7.4%	-19,276	-5.3%	-34,623	-5.2%	-41,454	-8.9%	115.1%	-16.3%
Participación en inversiones	0	0.0%	0	0.0%	1,228	0.2%	-2	0.0%	-3,084	-0.5%	2,115	0.5%	-105850.0%	-351.1%
<b>Utilidad Antes de Partic. e IR</b>	<b>65,807</b>	<b>16.2%</b>	<b>67,244</b>	<b>15.8%</b>	<b>67,695</b>	<b>12.2%</b>	<b>21,382</b>	<b>5.8%</b>	<b>69,423</b>	<b>10.4%</b>	<b>46,419</b>	<b>9.9%</b>	<b>117.1%</b>	<b>2.6%</b>
Impuesto a la Renta	-17,144	-4.2%	-23,863	-5.6%	-21,358	-3.8%	-6,633	-1.8%	-22,942	-3.4%	-13,934	-3.0%	110.1%	7.4%
<b>Utilidad / Pérdida Neta</b>	<b>48,663</b>	<b>12.0%</b>	<b>43,381</b>	<b>10.2%</b>	<b>46,337</b>	<b>8.3%</b>	<b>14,749</b>	<b>4.0%</b>	<b>46,481</b>	<b>7.0%</b>	<b>32,485</b>	<b>7.0%</b>	<b>120.3%</b>	<b>0.3%</b>

## Los Portales S.A. y Subsidiarias

### Indicadores

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Sept.14	Dic.14	Sept.15
<b>Solvencia</b>						
Pasivo / Patrimonio	3.22	3.25	2.86	3.05	2.82	3.37
Total Pasivo / Total Activo	0.76	0.76	0.74	0.75	0.74	0.77
Deuda L/P / Patrimonio	0.87	0.93	0.98	0.91	0.94	1.10
Pasivo Corriente / Total Pasivos	0.63	0.63	0.59	0.65	0.62	0.60
Deuda Financiera Neta / EBITDA**	2.29	2.92	2.67	3.02	2.87	2.97
Deuda Financiera Neta / Patrimonio	1.19	1.36	1.30	1.32	1.35	1.59
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente	1.18	1.27	1.35	1.27	1.22	1.23
Prueba Acida	0.30	0.30	0.35	0.20	0.30	0.29
Capital de Trabajo	62,068	110,256	168,479	158,737	125,415	160,899
<b>Gestión</b>						
Gastos Adm y Vtas / Ingresos	21.6%	18.4%	16.6%	20.6%	16.3%	20.1%
Gastos Financieros / Ingresos	3.2%	2.5%	1.8%	2.3%	1.6%	1.6%
Rotación de Cobranzas	45	45	44	56	50	66
Rotación de Cuentas por Pagar	52	66	97	119	183	155
Rotación de Inventarios	447	490	443	641	415	566
Ciclo de conversión de efectivo	439	469	390	578	282	477
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Bruto	41.4%	32.2%	31.0%	31.9%	31.6%	34.1%
Margen Neto	12.0%	10.2%	8.3%	4.0%	7.0%	7.0%
Margen Operativo	19.1%	13.3%	21.2%	13.3%	17.6%	20.0%
ROAE *	32.3%	23.5%	19.2%	15.2%	15.2%	20.0%
ROAA *	7.2%	5.5%	4.8%	3.7%	4.0%	4.7%
<b>Generación</b>						
EBIT del Periodo (en miles de Nuevos Soles)	80,572	84,834	127,879	122,267	142,889	171,349
EBITDA** (en miles de Nuevos Soles)	88,253	93,076	137,521	130,706	155,753	185,041
Margen EBITDA**	21.7%	21.9%	24.8%	23.0%	23.3%	24.1%
FCO del Periodo (en miles de Nuevos Soles)	-5,762	-36,393	-90,749	-39,837	-6,967	-6,980
<b>Cobertura</b>						
EBITDA** / Servicio de deuda (veces)	0.90	0.70	2.74	1.19	1.83	1.67
EBITDA** / Gastos Financieros (veces)	6.73	8.58	13.77	11.75	14.63	18.68
FCO / Servicio de Deuda (veces)	-0.06	-0.28	-1.81	-0.24	-0.08	-0.06

\*Anualizados

\*\*EBITDA Ajustado incluye ingresos financieros por letras generadas



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

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

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

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una clasificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables,

incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de clasificación o de preparación de una publicación.

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

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

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