

INFORME DE  
CLASIFICACIÓN

Sesión de Comité:  
5 de junio de 2020

Actualización

CLASIFICACIÓN\*

Los Portales S.A.

Domicilio	Perú
Bonos Corporativos	BBB+.pe
Papeles Comerciales	ML 2.pe

(\*) La nomenclatura ".pe" refleja riesgos solo comparables en Perú. Para mayor detalle sobre la definición de las clasificaciones e instrumentos evaluados, ver Anexo I.

CONTACTOS

Leyla Krmelj  
VP Senior Credit Officer  
[leyla.krmelj@moodys.com](mailto:leyla.krmelj@moodys.com)

Hugo Barba  
Analyst  
[hugo.barba@moodys.com](mailto:hugo.barba@moodys.com)

Carmen Alvarado  
Associate Analyst  
[carmen.alvarado@moodys.com](mailto:carmen.alvarado@moodys.com)

SERVICIO AL CLIENTE

Perú +51 1 616 0400

Los Portales S.A.

Resumen

Moody's Local baja a ML 2, desde ML 2+.pe, la clasificación del Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada y del Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública de Los Portales S.A. (en adelante, Los Portales o la Compañía). Asimismo, baja a BBB+.pe, desde A-.pe, la clasificación de la Primera y la Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A. Es de mencionar que el saldo en circulación combinado de los Programas de Papeles Comerciales antes señalados no deberá exceder los US\$30.0 millones.

La decisión del Comité se sustenta en la disminución esperada en la generación de la Compañía en el presente ejercicio, producto de las menores perspectivas de crecimiento y generación del sector inmobiliario a raíz de las medidas de emergencia adoptadas por parte del Gobierno Peruano a fin de contener la rápida propagación del COVID-19 en el país (cierre de fronteras y declaratoria de Estado de Emergencia Nacional desde el 16 de marzo de 2020, que incluye medidas de inmovilización de la ciudadanía que han sido ampliadas en cinco oportunidades y que culminarían el 30 de junio de 2020, de no ampliarse nuevamente), las cuales se vienen reflejando en una menor actividad económica (según el Fondo Monetario Internacional, en el 2020 se espera un PBI negativo en 3.5% para Perú), en el aumento del desempleo y en una confianza empresarial decreciente; factores que toman mayor relevancia debido a la alta sensibilidad del sector inmobiliario ante dichos escenarios. Esta situación ha tenido un efecto negativo en el desempeño financiero de la Compañía, la misma que se encuentran adoptando una serie de medidas buscando contrarrestar lo anterior, tales como el ajuste de los costos operativos por las menores ventas, la renegociación de los compromisos actuales en pagos de tierra, ajustes en gastos administrativos, diferimiento de algunos pagos con proveedores, reprogramación de obligaciones financieras con vencimiento corriente, entre otras. Asimismo, la decisión del Comité recoge que, producto de la menor generación esperada, se proyecta un incremento importante en la Palanca financiera (deuda financiera/EBITDA) y un ajuste de las coberturas que brinda el Flujo de Caja Operativo (FCO) y el EBITDA a los gastos financieros y al Servicio de Deuda.

Por otro lado, las clasificaciones otorgadas se encuentran limitadas por la subordinación a la que están expuestas tanto las Emisiones de Bonos Corporativos como los Programas de Papeles Comerciales respecto al pago de los Bonos Titulizados, a la deuda bancaria y al nuevo préstamo suscrito con BID Invest, los cuales se encuentran respaldados con activos de la Compañía. Además, la clasificación considera la disminución registrada en los ingresos por la venta de inmuebles en el 2019 y primer trimestre de 2020, que se vio reflejada en un menor EBITDA ajustado y en la reducción de los principales indicadores de rentabilidad de la Compañía.

Sin perjuicio de los factores antes descritos, la evaluación recoge de manera favorable la experiencia y posicionamiento de Los Portales en el negocio de habilitación urbana, al ser su principal línea de negocio. Cabe mencionar que, la mayor parte de los terrenos vendidos en el negocio de habilitación urbana son al crédito, a través de contratos de largo plazo (hasta 73 meses) y además cuentan con indicadores de morosidad bajos, lo cual les genera flujos más estables. En lo referente a la clasificación otorgada a la Primera y Segunda Emisión de Bonos Corporativos de la Compañía, se recoge de manera positiva la existencia de cartas fianza que deben ser emitidas por un banco local que ostente la calificación más alta como Emisor (A+), y cuyo valor debe cubrir en todo momento el 15.00% del outstanding de la deuda. Además, en el caso del Segundo Programa de Papeles Comerciales, la Compañía cuenta con las Fianzas Solidarias de Los Portales Construye S.A.C. y LP USA S.A., lo cual fue aprobado en Asamblea General de Obligacionistas de fecha 17 de setiembre de 2019 y elevado a escritura pública el 10 de enero del 2020.

Adicionalmente, destaca que, el 2 de junio de 2020, la Compañía suscribió un contrato de préstamo a 10 años con el Banco Interamericano de Inversiones (BID Invest) por US\$40.0 millones (a ser desembolsado en moneda nacional), el cual, de acuerdo con información brindada por Los Portales, será destinado a cancelar obligaciones financieras que vencen en el corto plazo y fueron utilizadas para inversiones en la línea de negocio de habilitación urbana y vivienda social.

Moody's Local continuará monitoreando los principales indicadores financieros de Los Portales, toda vez que todavía no es posible determinar el efecto final y el periodo de recuperación en la generación de la Compañía, la misma que a la fecha se encuentra afectada por las medidas decretadas por el Gobierno a raíz de la rápida propagación de la pandemia COVID-19 en la economía. Esto último conlleva a que, a la fecha, la clasificación de riesgo se encuentre bajo presión y pueda volver a modificarse en caso se determine una mayor percepción de riesgo en los siguientes meses. En línea con lo anterior, Moody's Local no anticipa una mejora en la clasificación en el corto plazo.

### Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la clasificación

- » Mejora sostenida en la generación de la Compañía, para lo cual será fundamental que se levanten las medidas decretadas por el Gobierno para hacer frente al COVID-19.
- » Disminución gradual de la Palanca Financiera, acompañado de una mejora gradual en la cobertura del Servicio de Deuda con el EBITDA y EL Flujo de Caja Operativo.
- » Incremento de las líneas de crédito que permitan a la Compañía tener mayor holgura ante una situación de estrés de liquidez.
- » Mejora de los indicadores de rentabilidad antes de rubros no recurrentes y diferencia cambiaria.
- » Retiro de la subordinación de los instrumentos clasificados hacia los Bonos Titulizados y deudas que cuentan con garantías reales.
- » Fortalecimiento de la situación financiera de uno de los accionistas de Los Portales, mejorando el respaldo patrimonial.

### Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la clasificación

- » Ajuste en la cobertura del Servicio de Deuda con el EBITDA y con el Flujo de Caja Operativo.
- » Incremento de la Palanca Financiera de la Compañía, debilitando sus indicadores de solvencia.
- » Incumplimiento de las proyecciones remitidas por el Emisor, incluido el flujo de caja mensualizado.
- » Ajuste en los indicadores de liquidez de la Compañía.
- » Incumplimiento de los resguardos asociados a los instrumentos financieros clasificados.
- » Cambio en la política de reparto de dividendos de Los Portales que afecte la caja de la Compañía.

### Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación:

- » No se contó con proyecciones actualizadas de la Compañía, referidas a los Estados Financieros y Flujo de Caja mensualizado.
- » El Emisor no remitió el detalle de la parte corriente de la deuda a largo plazo al 31 de marzo 2020 (individual y consolidado).

## Indicadores Clave

Tabla 1

Indicadores	Mar-20 LTM	Dic-19	Dic-18 <sup>1</sup>	Dic-17 <sup>2</sup>	Dic-16
Activos (S/MM)	1,680	1,651	1,620	1,616	1,579
Ingresos (S/MM)	578	616	766	728	756
EBITDA Ajustado (S/MM)	177	177	213	179	191
Deuda Financiera / EBITDA Ajustado	3.71x	3.60x	3.02x	3.47x	3.35x
EBITDA Ajustado / (Gastos Financieros + ICAC)	2.92x	2.87x	3.24x	2.80x	2.80x
(FCO + Gastos Financieros + ICAC) / Servicio de Deuda	N.D.	1.58x	1.40x	1.47x	0.80x

<sup>1</sup>Los Estados Financieros Auditados del ejercicio 2018 han sido reformulados, incorporando el efecto de la NIIF 16.

<sup>2</sup>Los Estados Financieros Auditados del ejercicio 2017 han sido reformulados, incorporando el efecto de la NIIF 15.

Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Moody's Local

## Perfil

Los Portales S.A. fue constituida en Lima el 6 de marzo de 1996. Entre sus actividades está el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, venta de departamentos, administración y operación de playas de estacionamiento, hoteles y renta inmobiliaria. El accionariado de Los Portales está conformado por GR Holding S.A. (empresa del Grupo Raffo) con 50.0% de participación, Constructoras ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México con 49.99% de participación e Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. con el 0.01% de participación restante. Respecto al Grupo ICA, en el mes de marzo de 2018, se dio por culminado el proceso de concurso mercantil en el que dicho accionista estaba inmerso desde agosto de 2017. Las operaciones de Los Portales S.A. se desarrollan a través de las siguientes unidades de negocio:

- ✓ **Unidad de Vivienda:** Incluye proyectos de habilitación urbana, los mismos que representan la mayor parte de los ingresos (operativos y financieros) de esta unidad, además de proyectos de edificación de viviendas de interés social a través de programas gubernamentales como Mi Vivienda y Techo Propio y proyectos multifamiliares de vivienda. Asimismo, la Compañía genera ingresos por el financiamiento directo que brinda a sus clientes.
- ✓ **Negocio de Hoteles:** Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros, de lujo y corporativos. La Compañía opera los hoteles Country Club Lima Hotel, Los Portales Hotel Tarma, Los Portales Hotel Piura y Los Portales Hotel Cuzco, y gerencia el hotel Las Arenas de Máncora, en Piura.
- ✓ **Unidad de Rentas:** Este negocio registra los ingresos por el arrendamiento de locales comerciales y de oficinas del Edificio Corporativo en el que Los Portales basa sus operaciones, y en el Boulevard del Hotel Country Club Lima.

Por otro lado, al 31 de marzo de 2020, la Compañía mantiene inversiones en las siguientes subsidiarias y asociadas:

Tabla 2

### Inversiones de Los Portales S.A. en Subsidiarias y Asociadas

Al 31 de marzo de 2020

	Participación (%)
<b>Subsidiarias</b>	
Los Portales Estacionamientos S.A.	99.89%
Los Portales Construye S.A.C.	99.99%
LP USA S.A.	99.99%
Gamarra S.A. - (CEGASA) <sup>1</sup>	25.00%
<b>Asociada</b>	
Concesión Estacionamientos Miraflores S.A. <sup>1</sup>	1.00%

<sup>1</sup> Al 31 de diciembre de 2019, se encuentra pendiente transferir parcialmente el valor de la inversión de Gamarra S.A. y de Concesión de Estacionamientos Miraflores S.A. a Los Portales Estacionamientos S.A. (LPE), las que serán transferidas en el momento que se obtenga la regularización municipal respectiva para que LPE pueda operar dichas concesiones.

Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: *Moody's Local*

## Desarrollos Recientes

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

En Junta General de Accionistas de fecha 31 de marzo de 2019, se acordó, entre otros puntos, lo siguiente: (i) elegir a los miembros del Directorio para el ejercicio 2019, ratificándose el total de los miembros que lo conformaban a esa fecha; (ii) ratificar el valor contable del bloque patrimonial transferido a Los Portales Estacionamientos S.A., cuyo monto total neto fue de S/48.49 millones; y, (iii) la aplicación de los resultados del 2018 (S/19.83 millones en dividendos, S/7.47 millones a reserva legal y S/47.39 millones a resultados acumulados).

En Asamblea General de Obligacionistas del Segundo Programa de Papeles Comerciales, llevada a cabo el 17 de setiembre de 2019, se aprobó incorporar como garantía del referido programa, el Contrato de Fianza Solidaria otorgado por Los Portales Construye S.A.C. y LP USA S.A. En consecuencia, se aprobó la segunda adenda al Acto Marco y las modificaciones del Prospecto Marco, con el objeto de reflejar el acuerdo anterior. El 10 de enero de 2020 se publicaron los testimonios de la escritura pública correspondiente a la adenda antes mencionada.

El 12 de noviembre de 2019 se comunicó que, con fecha 29 de octubre del 2019, quedó inscrita en el Registro Público de Personas Jurídicas de Lima, la reorganización simple entre Los Portales S.A. y Los Portales Estacionamiento S.A. Dicha reorganización fue aprobada en Junta Universal de Accionistas de fecha 31 de agosto de 2018 y entró en vigencia a partir del 1 de octubre del mismo año.

El 2 de junio de 2020, la Compañía comunicó mediante hecho de importancia que, en la misma fecha, se suscribió un contrato de préstamo con el Banco Interamericano de Inversiones (BID Invest) por US\$40.0 millones (a ser desembolsado en moneda nacional), con un plazo de 10 años, para financiar parte del plan de adquisición de nuevos terrenos que serán destinados al desarrollo de proyectos de habilitación urbana y vivienda social, así como financiar el desarrollo de estos. Además, se suscribió un Fideicomiso de Garantía, Administración y Pagos, en respaldo del cumplimiento de las obligaciones asumidas en virtud del mencionado Contrato de Préstamo. Cabe señalar que el Emisor ha comunicado que destinará dichos recursos para cancelar obligaciones financieras que vencen en el corto plazo y fueron utilizadas para inversiones en la línea de negocio de habilitación urbana y vivienda social.

Por otro lado, durante el ejercicio en curso, la economía peruana viene enfrentando una de las crisis más importantes de los últimos años producto de la propagación del COVID-19. El sector inmobiliario no ha sido ajeno a esta situación, pues desde la declaratoria del Estado de Emergencia Nacional, vigente desde el 16 de marzo de 2020, las operaciones y transacciones en el mismo se han visto afectadas de manera considerable, tanto a nivel de ejecución de obras como de velocidad de ventas. En este sentido, los principales indicadores financieros de la Compañía se verán afectados al ser la línea de negocio más importante la Unidad de Vivienda, la cual refleja un efecto negativo desde dos frentes, pues por un lado la demora en los procesos habilitación urbana repercute en retrasos en la entrega de los lotes y por lo tanto en el reconocimiento de ingresos en el estado de resultados, mientras que la menor velocidad de ventas tiene un impacto directo en los ingresos del flujo de caja operativo. De igual manera, la Unidad de Hoteles se ha visto afectada por la menor generación esperada en el sector turismo a raíz de las medidas de emergencia adoptadas por parte del Gobierno a fin de contener la rápida propagación del COVID-19 en el país (cierre de fronteras, la declaratoria del Estado de Emergencia Nacional y el Estado de Inmovilización de la Ciudadanía). A la fecha todavía no es posible determinar el impacto final del COVID-19 en las líneas de negocio de Los Portales, al tratarse de un evento que sigue en curso.

### Análisis Financiero de Los Portales S.A.<sup>1</sup>

Los estados financieros reformulados al 31 de diciembre de 2017 incluyen el impacto de la NIIF 15, mientras que al 31 de diciembre de 2018 incorporan el impacto de la NIIF 16, en ambos casos el auditor utilizó el método retrospectivo completo.

#### Activos y Liquidez

ACTIVOS CRECEN LIGERAMENTE EN EL PERIODO EVALUADO, DESTACANDO QUE LAS CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES SE MANTIENEN COMO EL ACTIVO DE MAYOR PARTICIPACIÓN

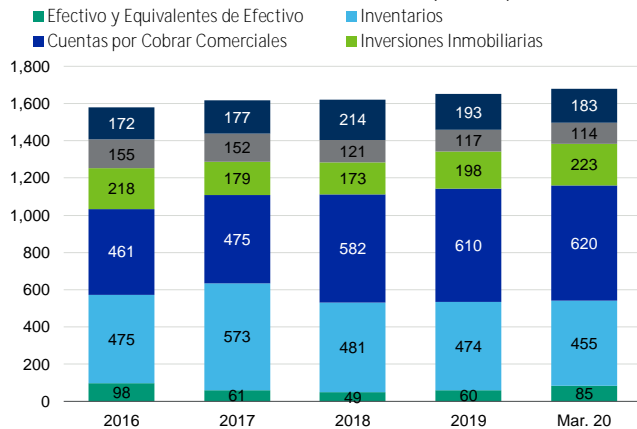
Al 31 de diciembre de 2019, los activos de Los Portales ascendieron a S/1,651.4 millones, reflejando un crecimiento de 1.95% en los últimos 12 meses, lo cual se explicó principalmente por el aumento de las cuentas por cobrar comerciales (considerando la porción corriente y no corriente aumentan en S/27.4 millones). De esta manera, las cuentas por cobrar comerciales se mantienen como el activo de mayor participación con el 36.91% (ver Gráfico 1), debido a la acumulación de entregas pendientes de unidades inmobiliarias que estarían programadas para los siguientes trimestres. Asimismo, se evidenció un aumento de las inversiones en subsidiarias y asociadas (+8.82%), producto del mayor valor razonable de Los Portales Construye S.A.C., luego del aumento de capital realizado en el 2019 por S/8.8 millones, mediante la capitalización de cuentas por cobrar.

Por otra parte, el incremento del activo recoge el mayor saldo registrado en las inversiones inmobiliarias (+14.60%), producto de la compra de terrenos para el desarrollo de proyectos. Es de mencionar que uno de los principales componentes de las inversiones inmobiliarias es la reserva territorial de la Compañía, activos sobre los que aún no se ha definido la fecha de inicio del desarrollo de los proyectos inmobiliarios. Esta reserva corresponde a terrenos con un área total de 163.6 has. Al 31 de diciembre de 2019 (217.46 has. al cierre de 2018), ubicados en diversos distritos de Lima, Piura, Ica y Chiclayo. Con relación a los principales indicadores de liquidez, al 31 de diciembre de 2019, se aprecia una ligera mejora en el ratio de liquidez corriente y capital de trabajo, mientras que el indicador de prueba ácida no reflejó mayor variación (ver Gráfico 2), pues si bien disminuye el activo corriente por el menor saldo de inventarios, las obligaciones con terceros corrientes se reducen en mayor proporción. Al 31 de marzo de 2020, los activos mantuvieron una tendencia creciente al registrar un incremento interanual de 4.19%, explicado en mayor medida por el aumento de las inversiones inmobiliarias.

<sup>1</sup> En Junta General de Accionistas del 31 de agosto de 2018, se aprobó el proceso de reorganización simple, mediante el cual Los Portales aportó un bloque patrimonial por S/48.5 millones constituido por diversos activos y pasivos vinculados al negocio de estacionamientos a una subsidiaria constituida especialmente para gestionar dicho negocio (Los Portales Estacionamientos S.A.). El aporte se efectuó el 01 de octubre de 2018 por el valor en libros que tenían los activos y pasivos a esa fecha. Teniendo en cuenta lo previamente mencionado, a partir del ejercicio 2019 Moody's Local decidió pasar a evaluar el riesgo y capacidad de pago de Los Portales a nivel individual, a fin de excluir los flujos que genera el negocio de estacionamientos del análisis de la capacidad de pago del Emisor, toda vez que no se cuenta con una estructura legal o una fianza solidaria que asegure que los flujos de la unidad de estacionamientos den soporte al pago del servicio de deuda de los instrumentos clasificados. En este sentido, el análisis comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017 (Reformulado), 2018 (Reformulado) y 2019 de Los Portales S.A.

Gráfico 1

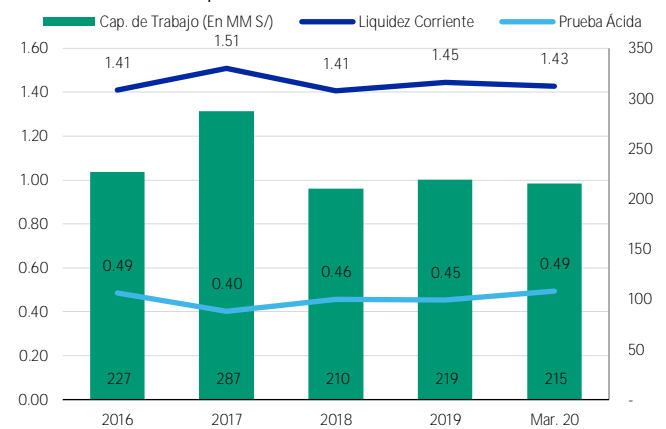
## Evolución de la Estructura de Activos (S/MM)



Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

## Indicadores de liquidez



Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Moody's Local

## Estructura Financiera y Solvencia

PALANCA FINANCIERA SE INCREMENTA PRODUCTO DE UN AJUSTE EN EL EBITDA, MIENTRAS QUE LA PALANCA CONTABLE DISMINUYE POR MAYORES UTILIDADES ACUMULADAS

Al 31 de diciembre de 2019, los pasivos de Los Portales mostraron una disminución interanual de 1.58%, lo cual se explicó en mayor medida por el ajuste del saldo registrado en otras cuentas por pagar (-38.20%), así como de las cuentas por cobrar a relacionadas (-43.07%). En el primer caso la variación recoge el menor dinamismo observado en el negocio de habilitación urbana, que tuvo como uno de sus efectos la disminución de los anticipos recibidos de clientes. Por su parte, la deuda financiera mostró una ligera disminución (-0.95%), debido a la amortización de los préstamos según cronograma y por el menor saldo reflejado en los pasivos por arrendamiento, siendo importante mencionar que la deuda financiera se mantiene como la fuente de fondeo más importante (ver Gráfico 3). En este sentido, la deuda financiera, al cierre de 2019, ascendió a S/637.1 millones (incluyendo pasivos por arrendamiento), destacando que S/159.0 millones tienen vencimientos corrientes. Dentro de los principales componentes de la deuda financiera de Los Portales se encuentra el Primer Programa de Bonos Corporativos de Oferta Pública, inscrito por un monto de hasta US\$30.0 millones o su equivalente en Soles, así como dos Programas de Papeles Comerciales, los mismos que son clasificados por Moody's Local y cuyo saldo en circulación combinado no debe exceder los US\$30.0 millones. Además, Los Portales S.A. mantiene en circulación Bonos Titulizados, por los cuales se ha comprometido a mantener ciertos covenants que se cumplieron al 31 de diciembre de 2019<sup>2</sup>.

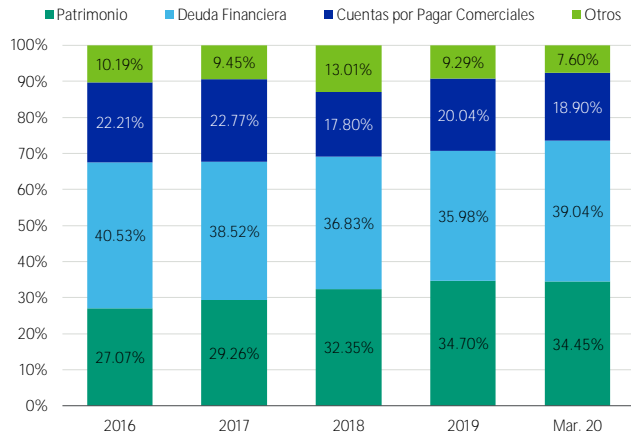
En cuanto a los indicadores de solvencia, al cierre del ejercicio 2018 (información re expresada) se registró una disminución de la Palanca Financiera, a pesar de que desde dicho periodo se incluye el efecto de la NIIF 16<sup>3</sup>, lo cual se explicó en el incremento en EBITDA. En tanto, en el 2019 se registró una disminución en el EBITDA como resultado de la escisión del negocio de estacionamientos y el menor ingreso por venta de inmuebles, lo cual conllevó a que la Palanca Financiera aumente al cierre de dicho ejercicio, tendencia que se exhibe igualmente al 31 de marzo de 2020 (ver Gráfico 4).

Por otro lado, las cuentas por pagar comerciales mostraron un incremento de S/42.6 millones (considerando la porción corriente y no corriente), lo que se encuentra en línea con las compras de terrenos en el ejercicio evaluado, considerando que regularmente los terrenos son adquiridos a plazos de hasta seis años. En lo que respecta al patrimonio de la Compañía, Al 31 de diciembre de 2019, se evidencia un crecimiento interanual de 9.34%, debido al incremento de los resultados acumulados (+18.81%) y de la reserva legal (+21.36%), lo cual conllevó a que el ratio de endeudamiento patrimonial (Pasivo/Patrimonio) disminuya entre ejercicios. Al 31 de marzo de 2020, el patrimonio neto mostró un crecimiento interanual de 11.23% debido al aumento de los resultados acumulados.

<sup>2</sup> Los resguardos financieros son calculados a nivel consolidado (Los Portales S.A. y Subsidiarias), los cuales se cumplen de acuerdo con la información reportada por la Compañía mediante Declaración Jurada. Los estados financieros y los principales indicadores a nivel consolidado se encuentran al final del presente Informe.

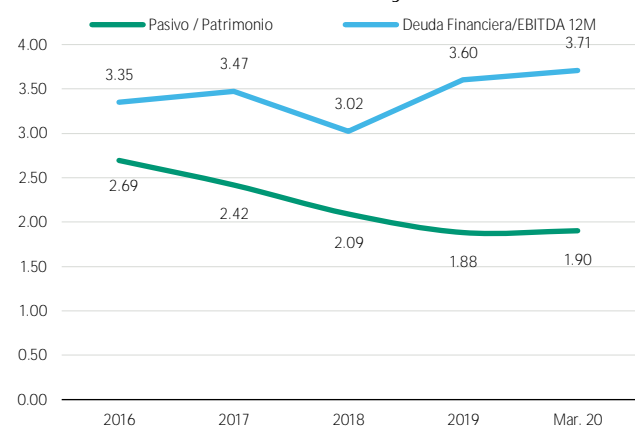
<sup>3</sup> Si bien desde el 2018

Gráfico 3  
Evolución de la Estructura de Fondo



Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4  
Evolución de la Palanca Contable y Financiera



Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Moody's Local

### Rentabilidad y Eficiencia

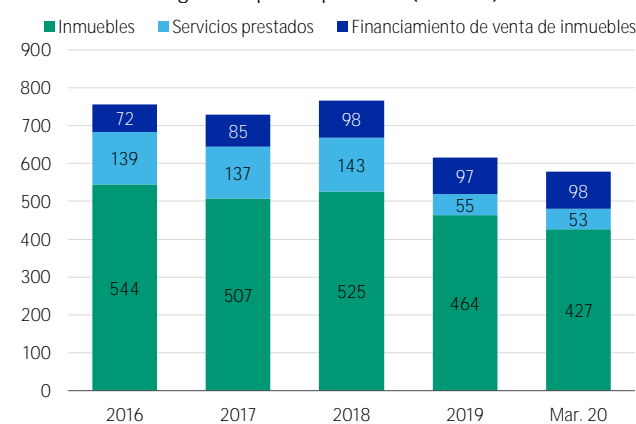
UTILIDAD NETA DISMINUYE DEBIDO A LA REORGANIZACIÓN SIMPLE Y AL MENOR INGRESO POR VENTA DE INMUEBLES

Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos operativos de Los Portales ascendieron a S/616.0 millones, mostrando una disminución interanual de 19.61%, lo cual se explicó por los menores ingresos por servicios prestados<sup>4</sup> (-61.80%), que recoge la reorganización simple mediante la cual la Compañía aportó un bloque patrimonial vinculado al negocio de estacionamiento a LPE en el cuarto trimestre del año 2018. Asimismo, los ingresos por venta de inmuebles disminuyeron en 11.73%, producto de retrasos en el lanzamiento de proyectos, que también derivó en una ligera reducción de los ingresos por financiamiento de la venta de inmuebles (ver Gráfico 5).

Por otra parte, se observaron algunas mejoras a nivel de gastos operativos, lo cual se explicó en mayor medida por la disminución del personal el último trimestre de 2018 debido al proceso de reorganización simple antes mencionado (parte del personal pasó a la planilla de LPE). Lo anterior no contrarrestó el efecto de los menores ingresos, por lo cual la utilidad operativa de la Compañía mostró una reducción de 10.97%, mientras que la utilidad neta cayó en 6.84%. No obstante, se evidenció una evolución favorable en los principales márgenes (ver Gráfico 6), debido a que los gastos operativos disminuyeron en mayor proporción que los ingresos. Al 31 de marzo de 2020, la utilidad neta de la Compañía registró un ajuste de 63.67%, debido a la reducción de los ingresos operativos (-27.29%) y al aumento de la pérdida por diferencia de cambio.

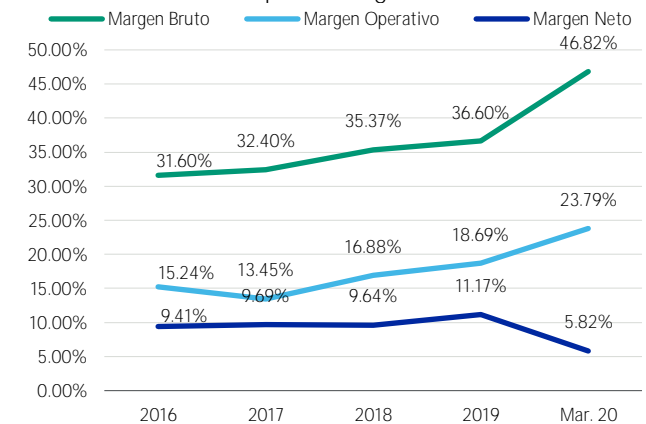
Es de mencionar que Moody's Local proyecta un fuerte ajuste en los ingresos e indicadores de rentabilidad de la Compañía en el 2020, producto de los efectos de las medidas decretadas por el Gobierno Peruano para hacer frente a la rápida propagación del COVID-19, las cuales vienen afectando diversos sectores de la economía, entre ellos el inmobiliario y hotelero.

Gráfico 5  
Evolución de Ingresos por Tipo LTM (S/ MM)



Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6  
Evolución de los Principales Márgenes



Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Moody's Local

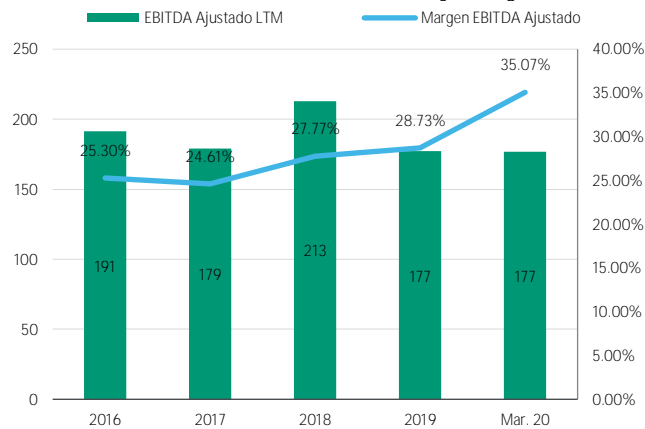
<sup>4</sup> Servicios prestados incluye los ingresos por las líneas de negocios de hoteles, estacionamientos y rentas.

## Generación y Capacidad de Pago

INDICADORES DE COBERTURA RESPECTO A GASTOS FINANCIEROS Y SERVICIO DE DEUDA PRESENTAN UN COMPORTAMIENTO MIXTO. Al 31 de diciembre de 2019, el EBITDA Ajustado<sup>5</sup> de Los Portales ascendió a S/177.0 millones, evidenciando una disminución de 16.83% en comparación al mismo periodo del año anterior, producto de los menores ingresos por venta de inmuebles y del aporte patrimonial realizado al negocio de estacionamientos; sin embargo, el margen EBITDA mejoró ligeramente (ver Gráfico 7). Por su parte, al 31 de diciembre de 2019, el Flujo de Caja Operativo (FCO) aumentó en 52.99% en comparación al 2018, como consecuencia de los pagos anticipados realizados por clientes de la unidad inmobiliaria que se reflejaron en mayores ingresos por cobranzas de venta de inmuebles, así como por los menores pagos a proveedores. Al 31 de marzo de 2020, se registró un comportamiento similar, toda vez que el FCO LTM aumentó en 56.46%, mientras que el EBITDA LTM disminuyó en 11.60%. Como consecuencia de lo antes explicado, los principales indicadores de cobertura respecto a gastos financieros y Servicio de Deuda mostraron un comportamiento mixto al cierre del ejercicio 2019, pues las coberturas con el FCO mejoraron, mientras que las coberturas con el EBITDA Ajustado<sup>6</sup> disminuyeron (ver Gráfico 8). Es de indicar que, desde el 2018, los indicadores de cobertura recogen el efecto de la NIIF 16, toda vez que el Servicio de Deuda considera los pasivos por arrendamiento con vencimiento corriente, así como también los gastos financieros vinculados al total de obligaciones por arrendamientos.

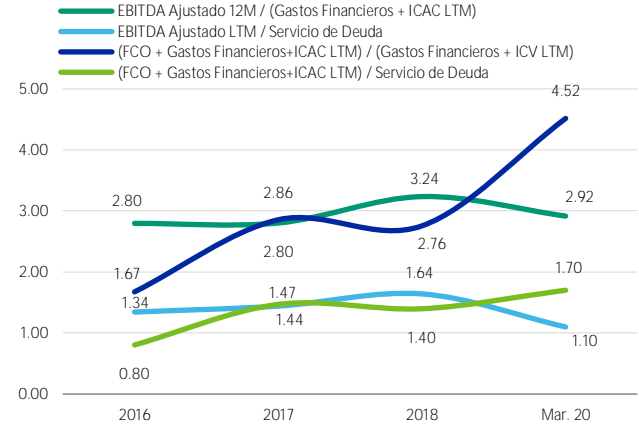
Por otra parte, resulta importante mencionar que el contrato de préstamo suscrito con BID Invest (para mayor información ver Desarrollos Recientes) conllevaría a una disminución del Servicio de Deuda en el presente ejercicio y en el 2021, dado que el financiamiento sería utilizado para cancelar las obligaciones financieras con vencimiento en los próximos 12 meses, a la vez que dicho préstamo tiene un periodo de gracia de dos años. No obstante, dado que se espera una menor generación por la coyuntura actual, el efecto en los indicadores de cobertura con FCO y EBITDA aún no puede ser determinado.

Gráfico 7  
Evolución del EBITDA LTM (En MM S/) y Margen EBITDA



Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 8  
Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Moody's Local

<sup>5</sup> Para el cálculo del EBITDA Ajustado, se regresan los intereses que en su momento se capitalizaron y que ahora son cargados al costo de ventas como parte de la unidad inmobiliaria.

<sup>6</sup> El Emisor no remitió el detalle de la parte corriente de la deuda a largo plazo a marzo de 2020, por lo cual los indicadores de cobertura respecto a servicio de deuda se presentan hasta diciembre de 2019.

Los Portales S.A.<sup>7</sup>

## Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Soles)			Reformulado		Reformulado	
	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1,680,272</b>	<b>1,651,443</b>	<b>1,612,703</b>	<b>1,619,836</b>	<b>1,616,292</b>	<b>1,579,376</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	85,024	60,361	65,661	49,047	61,415	98,059
Cuentas por Cobrar Comerciales	157,422	146,712	145,168	144,580	135,934	140,642
Inventarios	454,712	473,645	515,266	480,914	573,033	475,090
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>717,731</b>	<b>709,715</b>	<b>785,188</b>	<b>727,168</b>	<b>852,388</b>	<b>782,164</b>
Cuentas por Cobrar Comerciales	462,859	462,818	437,841	437,505	338,651	320,378
Inversiones en subsidiarias	108,781	108,781	99,781	99,966	58,122	61,689
Inversiones Inmobiliarias	222,698	198,481	115,801	173,190	178,908	217,686
Im., Mob. y Equipo, Neto	114,229	116,861	121,152	120,645	151,558	155,330
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>962,541</b>	<b>941,728</b>	<b>827,515</b>	<b>892,668</b>	<b>763,904</b>	<b>797,212</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,101,372</b>	<b>1,078,473</b>	<b>1,092,243</b>	<b>1,095,805</b>	<b>1,143,389</b>	<b>1,151,888</b>
Cuentas por Pagar Comerciales (incluye factoring)	226,905	245,659	239,905	232,752	291,541	271,175
Otras Cuentas por Pagar	71,282	55,870	126,294	90,411	103,855	116,010
Deuda Financiera C/P	N.D.	74,141	82,332	84,760	94,269	90,249
Parte Corriente Deuda Financiera L/P	N.D.	84,847	49,165	57,247	60,375	73,939
Pasivo por Arrendamientos	4,219	4,130	4,345	6,671	0	0
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>502,584</b>	<b>490,730</b>	<b>513,806</b>	<b>517,019</b>	<b>564,938</b>	<b>555,060</b>
Cuentas por Pagar Comerciales	90,746	85,262	52,257	55,566	76,485	79,583
Obligaciones Financieras	440,133	435,140	455,928	454,659	467,929	475,949
Pasivo por Arrendamientos	39,373	38,805	41,546	39,855	0	0
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>598,788</b>	<b>587,743</b>	<b>578,437</b>	<b>578,786</b>	<b>578,451</b>	<b>596,828</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>578,900</b>	<b>572,970</b>	<b>520,460</b>	<b>524,031</b>	<b>472,903</b>	<b>427,488</b>
Capital Social	253,754	253,754	253,754	253,754	171,254	171,254
Reserva Legal	42,433	42,433	42,433	34,964	34,251	32,068
Resultados Acumulados	282,713	276,783	224,273	248,911	267,398	224,166

## Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Soles)			Reformulado		Reformulado	
	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos por Venta de Inmuebles	69,163	463,768	106,121	525,403	507,083	544,270
Ingresos por Serv. Prestados (hoteles, estac. y rentas).	8,867	54,777	10,840	143,389	136,525	139,438
Ingresos por Financiamiento de Venta de Inmuebles	23,820	97,488	23,109	97,513	84,666	71,977
<b>Total Ingresos</b>	<b>101,850</b>	<b>616,033</b>	<b>140,070</b>	<b>766,305</b>	<b>728,274</b>	<b>755,685</b>
Costos de Venta de Inmuebles	(46,915)	(355,174)	(79,915)	(389,329)	(394,170)	(420,384)
Costos por Serv. Prestados (hoteles, estac. y rentas).	(7,247)	(35,373)	(7,847)	(105,901)	(98,149)	(96,535)
<b>Total costos</b>	<b>(54,162)</b>	<b>(390,547)</b>	<b>(87,762)</b>	<b>(495,230)</b>	<b>(492,319)</b>	<b>(516,919)</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>47,688</b>	<b>225,486</b>	<b>52,308</b>	<b>271,075</b>	<b>235,955</b>	<b>238,766</b>
Gastos de Administración	(16,611)	(69,142)	(15,930)	(79,667)	(83,626)	(84,198)
Gastos de Ventas	(15,496)	(59,089)	(18,111)	(61,220)	(60,923)	(57,719)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>24,235</b>	<b>115,149</b>	<b>21,798</b>	<b>129,336</b>	<b>97,962</b>	<b>115,150</b>
Gastos Financieros	(8,907)	(16,770)	(1,835)	(10,211)	(6,068)	(11,499)
<b>Resultado Neto</b>	<b>5,928</b>	<b>68,809</b>	<b>16,318</b>	<b>73,862</b>	<b>70,574</b>	<b>71,097</b>

<sup>7</sup> El Emisor no remitió el detalle de la parte corriente de la deuda a largo plazo a marzo de 2020, por lo cual no se presentan las obligaciones financieras corrientes en el Estado de Situación Financiera a dicho corte, ni los indicadores de cobertura respecto a servicio de deuda. Por otro lado, los estados financieros del 31 de diciembre de 2017 fueron reformulados por los auditores externos de la Compañía considerando el efecto de la NIIF 15, mientras que los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 fueron reformulados por los auditores externos considerando el efecto de la NIIF 16.



## Los Portales S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	1.90x	1.88x	2.10x	2.09x	2.42x	2.69x
Deuda Financiera / Pasivo	0.60x	0.59x	0.58x	0.59x	0.54x	0.56x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.13x	1.11x	1.22x	1.23x	1.32x	1.50x
Pasivo / Activo	0.66x	0.65x	0.68x	0.68x	0.71x	0.73x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.46x	0.46x	0.47x	0.47x	0.49x	0.48x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.54x	0.54x	0.53x	0.53x	0.51x	0.52x
Deuda Financiera / EBITDA Ajustado LTM <sup>1</sup>	3.71x	3.60x	3.16x	3.02x	3.47x	3.35x
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Cte / Pasivo Cte.)	1.43x	1.45x	1.53x	1.41x	1.51x	1.41x
Prueba Ácida (Act Cte. - Inven. - Gtos Pgdos por Ant. / Pas Cte.)	0.49x	0.45x	0.49x	0.46x	0.40x	0.49x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.17x	0.12x	0.13x	0.09x	0.11x	0.18x
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	215,147	218,985	271,382	210,149	287,450	227,104
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos operativos / Ingresos	31.52%	20.82%	24.30%	18.39%	19.85%	18.78%
Gastos financieros / Ingresos	8.75%	2.72%	1.31%	1.33%	0.83%	1.52%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	532	348	370	248	231	205
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	779	291	220	293	219	239
Rotación de Inventarios (días)	806	440	507	383	383	338
Ciclo de conversión de efectivo	559	497	657	338	395	304
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen bruto	46.82%	36.60%	37.34%	35.37%	32.40%	31.60%
Margen operativo	23.79%	18.69%	15.56%	16.88%	13.45%	15.24%
Margen neto	5.82%	11.17%	11.65%	9.64%	9.69%	9.41%
ROAA LTM	3.55%	4.21%	4.07%	4.56%	4.42%	4.60%
ROAE LTM	10.63%	12.54%	13.05%	14.82%	15.68%	17.82%
<b>GENERACIÓN</b>						
Flujo de Caja Operativo (FCO) S/ Miles	70,681	176,580	33,964	115,423	118,649	46,020
FCO LTM (S/ Miles)	213,297	176,580	136,327	115,423	118,649	46,020
EBITDA Ajustado (S/ Miles)	35,720	176,983	35,797	212,777	179,226	191,187
EBITDA Ajustado LTM (S/ Miles)	176,906	176,983	200,130	212,777	179,226	191,187
Margen EBITDA Ajustado	35.07%	28.73%	25.56%	27.77%	24.61%	25.30%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA Ajustado LTM / (G. Finan. + ICAC <sup>2</sup> LTM)	2.92x	2.87x	3.01x	3.24x	2.80x	2.80x
EBITDA Ajustado LTM / Servicio de Deuda LTM	N.D.	1.17x	1.67x	1.64x	1.44x	1.34x
(FCO + G. Finan. + ICAC LTM) / (G. Finan. LTM + ICV <sup>3</sup> )	4.52x	3.86x	3.05x	2.76x	2.86x	1.67x
(FCO + G. Finan. + ICAC LTM) / Servicio de Deuda LTM	N.D.	1.58x	1.69x	1.40x	1.47x	0.80x
(FCO + G. Finan. + ICAC LTM) / (Servicio de Deuda + Papeles Comerciales LTM)	N.D.	1.06x	1.09x	0.92x	0.90x	0.52x

<sup>1</sup> EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado + intereses cargados al costo de ventas.

<sup>2</sup> ICAC: Intereses Capitalizados sobre Activos Calificables.

<sup>3</sup> ICV: Intereses cargados al Costo de Ventas.

Los Portales S.A. y Subsidiarias<sup>8</sup>

## Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Soles)			Reformulado	Reformulado		
	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1,769,691</b>	<b>1,745,453</b>	<b>1,709,448</b>	<b>1,719,328</b>	<b>1,627,296</b>	<b>1,612,675</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	114,392	95,568	92,134	71,165	76,680	124,599
Cuentas por Cobrar Comerciales	171,086	157,225	157,352	158,499	139,736	144,262
Inventarios	500,886	528,582	593,362	559,620	635,304	529,063
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>821,427</b>	<b>813,424</b>	<b>885,968</b>	<b>827,844</b>	<b>895,231</b>	<b>835,871</b>
Cuentas por Cobrar Comerciales	467,598	467,515	443,747	443,552	346,175	328,512
Inversiones Financieras Permanentes	30,630	30,949	24,593	23,576	14,020	14,350
Inm., Mob. y Equipo, Neto	136,441	139,207	143,211	143,192	153,463	157,534
Inversiones Inmobiliarias	222,698	198,498	115,801	173,190	178,908	217,686
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>948,264</b>	<b>932,029</b>	<b>823,480</b>	<b>891,484</b>	<b>732,065</b>	<b>776,804</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,187,921</b>	<b>1,171,762</b>	<b>1,188,683</b>	<b>1,195,956</b>	<b>1,151,093</b>	<b>1,184,488</b>
Cuentas por Pagar Comerciales (incluye factoring)	250,280	272,870	217,977	251,616	294,317	286,250
Anticipo de Clientes	61,508	42,997	115,516	87,181	65,432	76,752
Deuda Financiera C/P	N.D.	74,143	86,271	99,546	94,660	90,556
Parte Corriente Deuda Financiera L/P	N.D.	90,744	75,041	56,753	59,984	74,884
Pasivo por Arrendamientos	15,204	14,970	0	19,756	0	0
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>537,622</b>	<b>531,567</b>	<b>555,419</b>	<b>559,230</b>	<b>567,406</b>	<b>580,079</b>
Cuentas por Pagar Comerciales	90,746	85,262	52,257	55,566	76,485	79,583
Obligaciones Financieras	475,587	468,558	547,535	489,763	467,929	475,949
Pasivo por Arrendamientos	53,984	54,878	0	57,925	0	0
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>650,299</b>	<b>640,195</b>	<b>633,264</b>	<b>636,726</b>	<b>583,687</b>	<b>604,409</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>581,770</b>	<b>573,691</b>	<b>520,765</b>	<b>523,372</b>	<b>476,203</b>	<b>428,187</b>
Capital Social	253,754	253,754	253,754	253,754	171,254	171,254
Reserva Legal	45,198	44,728	41,699	37,449	34,154	31,876
Resultados Acumulados	282,818	275,209	222,275	254,520	268,133	221,795

## Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Soles)			Reformulado	Reformulado		
	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos por Venta de Inmuebles	82,353	543,994	113,838	547,959	533,431	628,589
Ingresos Financieros del Negocio Inmobiliario	24,167	99,057	23,565	99,462	86,580	79,755
Ingresos por Servicios de Playas de Estacionamiento	21,950	97,369	22,999	93,744	90,786	86,384
Ingresos por Servicios Hoteleros	8,462	52,934	10,445	51,441	46,168	51,159
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	406	1,843	395	1,017	2,174	1,896
<b>Total Ingresos</b>	<b>137,338</b>	<b>795,197</b>	<b>171,242</b>	<b>793,623</b>	<b>759,139</b>	<b>847,783</b>
Costos de Venta de Inmuebles	(57,996)	(424,708)	(85,946)	(407,949)	(411,928)	(490,757)
Costos por Servicios de Playa de Estacionamiento	(15,753)	(63,818)	(15,132)	(62,881)	(63,360)	(61,220)
Costos por Servicios Hoteleros	(7,066)	(34,659)	(7,662)	(34,028)	(35,349)	(34,783)
Costos por Servicios de Renta Inmobiliaria	(181)	(715)	(185)	(571)	(1,248)	(1,101)
<b>Total costos</b>	<b>(80,996)</b>	<b>(523,900)</b>	<b>(108,925)</b>	<b>(505,429)</b>	<b>(511,885)</b>	<b>(587,861)</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>56,342</b>	<b>271,297</b>	<b>62,317</b>	<b>288,194</b>	<b>247,254</b>	<b>259,922</b>
Gastos de Administración	(20,871)	(86,887)	(21,154)	(96,656)	(91,362)	(90,424)
Gastos de Ventas	(17,042)	(65,580)	(18,801)	(60,060)	(62,138)	(58,641)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>27,744</b>	<b>128,662</b>	<b>25,822</b>	<b>129,362</b>	<b>98,604</b>	<b>112,838</b>
Gastos Financieros	(10,287)	(22,753)	(3,323)	(13,667)	(8,566)	(12,130)
<b>Resultado Neto</b>	<b>8,079</b>	<b>70,229</b>	<b>17,317</b>	<b>75,458</b>	<b>73,237</b>	<b>68,425</b>

<sup>8</sup> El Emisor no remitió el detalle de la parte corriente de la deuda a largo plazo a marzo de 2020, por lo cual no se presentan las obligaciones financieras corrientes en el Estado de Situación Financiera a dicho corte, ni los indicadores de cobertura respecto a servicio de deuda. Por otro lado, los estados financieros del 31 de diciembre de 2017 fueron reformulados por los auditores externos de la Compañía considerando el efecto de la NIIF 15, mientras que los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 fueron reformulados por los auditores externos considerando el efecto de la NIIF 16.

## Los Portales S.A. y Subsidiarias

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	2.04x	2.04x	2.28x	2.29x	2.42x	2.77x
Deuda Financiera / Pasivo	0.55x	0.55x	0.60x	0.61x	0.54x	0.54x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.13x	1.13x	1.36x	1.38x	1.31x	1.50x
Pasivo / Activo	0.67x	0.67x	0.70x	0.70x	0.71x	0.73x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.45x	0.45x	0.47x	0.47x	0.49x	0.49x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.55x	0.55x	0.53x	0.53x	0.51x	0.51x
Deuda Financiera / EBITDA Ajustado LTM <sup>1</sup>	3.17x	3.11x	3.37x	3.32x	3.44x	3.37x
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Cte / Pasivo Cte.)	1.53x	1.53x	1.60x	1.48x	1.58x	1.44x
Prueba Ácida (Act Cte. - Inven. - Gtos Pgdos por Ant. / Pas Cte.)	0.53x	0.48x	0.45x	0.42x	0.39x	0.48x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.21x	0.18x	0.17x	0.13x	0.14x	0.21x
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	283,805	281,857	330,549	268,614	327,825	255,792
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos operativos / Ingresos	27.61%	19.17%	23.33%	19.75%	20.22%	17.58%
Gastos financieros / Ingresos	7.49%	2.86%	1.94%	1.72%	1.13%	1.43%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	406	278	310	247	227	188
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	340	243	165	284	215	230
Rotación de Inventarios (días)	608	374	467	426	409	338
Ciclo de conversión de efectivo	675	409	612	388	422	296
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen bruto	41.02%	34.12%	36.39%	36.31%	32.57%	30.66%
Margen operativo	20.20%	16.18%	15.08%	16.30%	12.99%	13.31%
Margen neto	5.54%	8.87%	10.26%	9.43%	9.73%	8.09%
ROAA LTM	3.51%	4.05%	4.14%	4.51%	4.52%	4.26%
ROAE LTM	11.06%	12.80%	13.75%	15.10%	16.20%	17.07%
<b>GENERACIÓN</b>						
Flujo de Caja Operativo (FCO) S/ Miles	65,497	242,327	41,192	101,469	109,559	52,614
FCO LTM (S/ Miles)	266,632	242,327	117,457	101,469	109,559	52,614
EBITDA Ajustado (S/ Miles)	43,618	208,412	44,728	217,699	181,237	190,177
EBITDA Ajustado LTM (S/ Miles)	207,302	208,412	210,590	217,699	181,237	190,177
Margen EBITDA Ajustado	31.76%	26.21%	26.12%	27.43%	23.87%	22.43%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA Ajustado LTM / Inter. Pagados LTM	4.34x	4.19x	4.37x	4.10x	3.06x	3.75x
EBITDA Ajustado LTM / Servicio de Deuda LTM	N.D.	1.48x	2.00x	1.98x	1.50x	1.51x
(FCO + Inter. Pagados LTM) / Inter. Pagados LTM	6.59x	5.87x	3.44x	2.91x	2.85x	2.04x
(FCO + Inter. Pagados LTM) / Servicio de Deuda LTM	N.D.	2.08x	1.57x	1.41x	1.40x	0.82x
(FCO + Inter. Pagados LTM) / (Servicio de Deuda + Papeles Comerciales LTM)	N.D.	1.36x	0.96x	0.87x	0.84x	0.51x

<sup>1</sup> EBITDA Ajustado = EBITDA anualizado + intereses cargados al costo de ventas.

## Anexo I

Historia de Clasificación<sup>1/</sup>

Los Portales S.A.

Instrumento	Clasificación Anterior (al 30.09.19) <sup>2/</sup>	Clasificación Actual (al 31.12.19 y 31.03.20)	Definición de la Categoría Actual
Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada Los Portales S.A. (hasta por US\$50.0 millones o su equivalente en soles)	ML 2+.pe	(modificada) ML 2.pe	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.
Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública Los Portales S.A. (hasta por US\$30.0 millones o su equivalente en soles)	ML 2+.pe	(modificada) ML 2.pe	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.
Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.  <b>Primera Emisión</b> (hasta por US\$16.0 millones)	A-.pe	(modificada) BBB+.pe	Refleja adecuada 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.
Primer Programa de Bonos Corporativos – Oferta Pública Los Portales S.A.  <b>Segunda Emisión</b> (hasta por US\$10.0 millones)	A-.pe	(modificada) BBB+.pe	Refleja adecuada 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.

<sup>1/</sup> El historial de las clasificaciones otorgadas en las últimas cinco evaluaciones se encuentra disponible en: <https://www.moodylocal.com/resources/res-documents/pe/clasificacioneshistoricas.pdf>

<sup>2/</sup> Sesión de Comité del 27 de noviembre de 2019, con información financiera al 30.09.19.

## Anexo II

## Detalle de los Instrumentos Clasificados

## Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada

El monto inscrito es de hasta US\$50 millones o su equivalente en Soles. A continuación, las principales características del programa clasificado:

Monto del Programa	US\$50 MM
Monto en Circulación al 31-12-2019	-
Oferta	Privada
Moneda	Soles o Dólares Americanos
Plazo	Las emisiones que se realicen en virtud del Primer Programa de Papeles Comerciales – Oferta Privada pueden ser efectuadas hasta el 1 de enero de 2021.
Garantías	Los Papeles Comerciales no cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del Emisor, estando respaldados genéricamente con su patrimonio.

Fuente: Los Portales S.A. / *Elaboración: Moody's Local*

## Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública

El monto inscrito es de hasta US\$30 millones o su equivalente en Soles. A continuación, las principales características del programa clasificado:

Monto del Programa	US\$30 MM
Monto en Circulación al 31-12-2019	S/76.0 millones
Oferta	Pública
Moneda	Soles o Dólares Americanos
Fecha de Inscripción del Programa	8 de agosto de 2017
Plazo	6 años
Garantías	Los Papeles Comerciales no cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del Emisor, estando respaldados genéricamente con su patrimonio.

Fuente: Los Portales S.A. / *Elaboración: Moody's Local*

## Primer Programa de Bonos Corporativos

El monto inscrito del programa es de hasta US\$30 millones o su equivalente en Soles. A continuación, las principales características de las emisiones clasificadas:

	Primera Emisión	Segunda Emisión
Serie	Única	A
Monto de la Emisión	US\$16 MM	US\$10 MM
Monto en Circulación al 31-12-2019	US\$6.7 MM	US\$6.6
Plazo	3 años	3 años
Estructura de Pagos	Bullet con pagos de interés trimestral.	Bullet con pagos de interés trimestral.
Tasa	5.50%	6.00%
Fecha de Redención	20/12/2020	19/06/2021
Garantías	Carta Fianza emitida por Banco Santander Perú S.A. por el 15% del saldo del principal total pendiente de los Bonos emitidos.	Carta Fianza emitida por Banco Santander Perú S.A. por el 15% del saldo del principal total pendiente de los Bonos emitidos.
Destino de los Recursos	Prepago de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Titulizados del Negocio Inmobiliario de Los Portales S.A. y de la Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Oferta Privada Los Portales S.A.	Cancelar deuda de terceros (mutuos) y/o cancelar cualquiera de las emisiones relacionadas a los Programas de Bonos Corporativos de Oferta Privada de Los Portales S.A.

Fuente: Los Portales S.A. / *Elaboración: Moody's Local*

### Actividades Complementarias

De acuerdo con lo establecido en el Anexo 5 del Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo (Resolución SMV N° 032-2015-SMV/01), si la Clasificadora en el año en que se realizó la clasificación recibió ingresos del Emisor por Actividades Complementarias (clasificación de instrumentos que no están contemplados dentro de los valores representativos de deuda de oferta pública), deberá revelar la proporción de los mismos en relación a sus ingresos totales. En este sentido, Moody's Local comunica al mercado que, al 30 de abril de 2020, los ingresos percibidos de Los Portales S.A. correspondientes a Actividades Complementarias representan el 0.250% de sus ingresos totales.

### Declaración de Importancia

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 (<https://www.moodyslocal.com/country/pe/en/index.html>) donde se pueden 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 2016, 2017 (reformulado), 2018 (reformulado) y 2019, Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2019 y 2020 de Los Portales S.A. (individuales y consolidados), así como información adicional proporcionada por la Compañía. Moody's Local 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. Moody's Local 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. La opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de las metodologías vigentes aprobadas en sesión de Directorio de fecha 22/11/2019.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO PERO NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo pero no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

En la preparación de este material, Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A. ha cumplido con sus obligaciones bajo la Ley del Mercado de Valores de Perú, Texto Unificado aprobado mediante Decreto Supremo No. 093-2002-EF, el Reglamento para Agencias de Calificación de Riesgos, aprobado por Resolución SMV No. 032-2015-SMV / 01, y cualquier otra regulación aplicable emitida por la Superintendencia del Mercado de Valores de Perú, cuyas disposiciones prevalecerían sobre cualquier disposición incluida en este documento en caso de incompatibilidad entre las mismas.

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 [www.moodylocal.com](http://www.moodylocal.com) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes"