



Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

LOS PORTALES S.A.

Lima, Perú

Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 08 de agosto de 2017

Contacto:

(511) 616 0400

Gabriela Bedregal

Analista

gbedregal@equilibrium.com.pe

Hernán Regis

Analista Senior

hregis@equilibrium.com.pe

*Para mayor información respecto a la descripción de la categoría asignada, referirse al Anexo I.

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

Fundamento: Luego del respectivo análisis, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió asignar la categoría EQL 2.pe al Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública de Los Portales (en adelante Los Portales o la Compañía). La evaluación consideró un monto máximo en circulación de US\$30.00 millones entre este programa, los instrumentos vigentes del Primer Programa de Papeles Comerciales de Los Portales y el Primer Programa de Papeles Comerciales - Oferta Privada.

Sustenta esta decisión el alto componente de los ingresos que está respaldado por contratos de largo plazo, los que corresponden a las sub unidades de habilitación urbana y megaplayas. Así, aproximadamente el 70.00% de los ingresos de la Compañía provienen de la venta garantizada de lotes habilitados, cuyo pago es diferido hasta en 72 meses, mientras que aproximadamente el 3.00% de éstas proviene de la operación de concesiones de estacionamientos en diversos distritos de Lima que se extienden hasta el año 2028.

Asimismo, se considera en la clasificación la base diversificada de operaciones de Los Portales, característica que permite reducir el impacto de la contracción en el sector inmobiliario del país de los últimos dos años. De este modo, a marzo de 2017 las ventas de la Compañía mantienen una tendencia positiva y un aumento anual promedio de 11.68%.

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

Instrumento

Clasificación*

Papeles Comerciales

(nueva)
EQL 2.pe

Sin embargo, impide a los instrumentos de corto plazo de Los Portales contar con una mayor clasificación el aún limitado respaldo patrimonial que le confiere su accionista Empresas ICA S.A.B. de C.V. (50.00% del accionariado), quien presentó fuertes problemas financieros en el año 2015. Aunque la situación operativa de dicha empresa ha mejorado en base a la obtención de participación en diferentes concesiones en México, el proceso de reestructuración financiera iniciado hace más de un año no culmina, y las perspectivas del mercado respecto a sus niveles de liquidez se mantienen ajustadas.

A lo anterior se suma la menor prelación con la que contarían los papeles comerciales respecto al pago de otras obligaciones de Los Portales, que contemplan garantías y/o resguardos. Tal es el caso de los bonos titulizados y la deuda bancaria, que comprometen aproximadamente el 35.00% de los activos de la Compañía.

Además, se considera la exposición que tiene Los Portales a las fluctuaciones del tipo de cambio que, aunque no conlleve a un descalce en flujos, sí impacta al estado de resultados y a los indicadores de solvencia vía patrimonio.

A su vez, la decisión del Comité recoge el aún elevado apalancamiento contable y financiero que registra, el cual se origina en la ausencia de aportes de capital durante los cuatro últimos ejercicios anuales y en el incremento del nivel de endeudamiento que, si bien se detuvo durante el 2016, este continuó al primer trimestre de este año.

Es de precisar que durante el 2016 la Compañía aplicó unos lineamientos financieros que priorizaban la generación positiva del flujo de caja operativo (FCO), así como

el control del nivel de deuda. En base a dichos lineamientos Los Portales logró obtener un FCO de S/52.61 millones al final del año pasado, mejorando la cobertura que este indicador de generación otorga al servicio de deuda. Cabe indicar que, dado el término de la vigencia del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo por hasta US\$50.00 millones, Los Portales busca inscribir un Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública de Los Portales por hasta US\$25.00 millones. Este menor monto va acorde a los lineamientos corporativos plantea-

dos por la Compañía, buscando contar con una mejor estructura financiera.

Por último, Equilibrium espera que la mejora de la generación de caja operativa y de los indicadores de solvencia continúe como prioridad de la Compañía hacia los siguientes periodos. Asimismo, se continuará monitoreando la evolución de los indicadores de cobertura y su respaldo patrimonial, comunicando al mercado cualquier variación en el riesgo o capacidad de pago de Los Portales en caso sea necesario.

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

- Sostenida mejora de los ratios de liquidez y sostenidos niveles positivos de FCO.
- Mejora del respaldo patrimonial y del nivel de capital social.
- Mejora de los indicadores de solvencia.
- Eliminación de las fuentes de descalce de monedas.

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

- Deterioro del respaldo patrimonial, considerando que Empresas ICA S.A.B. de C.V. aún no culmina el proceso de reestructuración financiera iniciado en el 2015.
- Deterioro de la estructura económica, implicando disminución de la liquidez y aumento del apalancamiento.
- Deterioro en la fuente de generación financiera de la Compañía.

Limitaciones encontradas durante el proceso de evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Los Portales S.A. es una empresa que fue constituida en Lima el 06 de marzo de 1996. Sus actividades son desarrolladas en base a una matriz diversificada que combina el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, venta de departamentos, administración y operación de playas de estacionamiento, hoteles y renta inmobiliaria.

Grupo económico

GR Holding S.A. (empresa del Grupo Raffo), mantiene el 50% del accionariado de Los Portales, mientras que Constructoras ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México (e Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V.) poseen el 50% restante. Cabe mencionar que la deuda de largo plazo de Grupo ICA tiene una clasificación internacional de Caa3 asignada por *Moody's Investors Service* con outlook negativo y está aún en proceso de reestructuración financiera, aunque a la fecha este proceso ya no implicaría la salida de dicho accionista de la posición con la que cuenta en la Compañía.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El accionariado, directorio y plana gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo II.

Cabe indicar que Guadalupe Phillips Margain forma parte de la plana de directores desde el 23 de marzo de este año. En cuanto a los ejecutivos que componen la plana gerencial, resalta que Arturo Gamarra ocupa a la fecha la Gerencia de Tesorería y Finanzas en lugar de Fernando Gómez Ñato, y este último encabeza actualmente la Gerencia de Estacionamientos en lugar de Eduardo Ibarra Rooth (cambios internos), mientras que el Sr. Ibarra ocupa la Gerencia de Hoteles. Por su parte, Bruno Alarcón ocupa la Gerencia de Administración y Logística desde enero de 2017 y Yaneth Zelada ocupa la Gerencia de Contabilidad desde abril del presente ejercicio.

Operaciones productivas

Unidad Vivienda

Incluye la promoción y desarrollo del negocio inmobiliario, que además genera ingresos por el financiamiento directo que la Compañía brinda a los compradores de lotes. Dentro de esta unidad Los Portales desarrolla proyectos de habilitación urbana, los mismos que representan aproximadamente el 87.00% de los ingresos (operativos y financieros) de la unidad inmobiliaria, además de desarrollar proyectos de edificaciones, que consisten en viviendas de interés social a través de programas gubernamentales como Mi Vivienda y Techo Propio y proyectos multifamiliares de vivienda.

A marzo de 2017, esta unidad participa con el 80.96% de los ingresos totales de la Compañía (83.55% a diciembre de 2016) y exhibe un incremento de 2.37% respecto a marzo de 2016.

Negocio de Estacionamientos

Con un aporte de 13.06% a los ingresos totales al primer trimestre de 2017, el negocio de estacionamientos implica la construcción, administración, operación y concesión de éstos, tanto propios como de terceros, además de la gestión

de negocios asociados como *valet parking*, publicidad *indoor* y lavado de autos. Los Portales opera 197 playas de estacionamiento a marzo de 2017, las que están distribuidas en formatos que varían desde micro playas hasta concesiones con entidades gubernamentales.

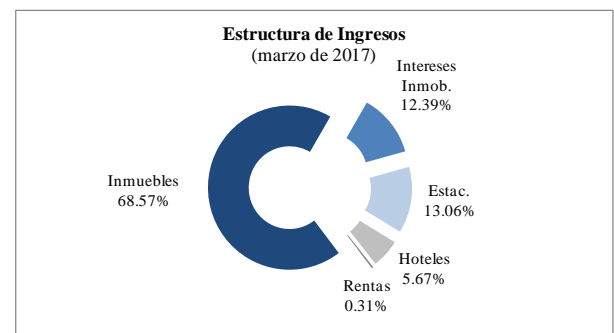
Negocio Hotelero

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros, de lujo y de carácter corporativo. La Compañía opera cinco hoteles: Country Club Lima Hotel, Los Portales Hotel Tarma, Los Portales Hotel Piura, Los Portales Hotel Chiclayo y Los Portales Hotel Cuzco, además gerencia el hotel Las Arenas de Máncora, en Piura. Esta unidad representa el 5.67% de los ingresos totales de la Compañía al tercer mes de este ejercicio.

Unidad Rentas

Bajo esta unidad la Compañía manejó hasta el año 2015 la operación de Strip Centers del Perú S.A.C. (en adelante SCP) en sociedad con Inmuebles Comerciales del Perú, filial de Parque Arauco. No obstante, a diciembre de ese año Los Portales vendió su participación en SCP (49%) a su socio comercial para concentrar sus operaciones en las unidades principales del negocio.

Desde entonces, este negocio registra las actividades que realiza la Compañía al gestionar el arrendamiento de locales comerciales y de oficinas del Edificio Corporativo en el que se basan sus operaciones o en el Boulevard del Hotel Country Club Lima. Estos ingresos representan el 0.31% del total al primer trimestre de este periodo.



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

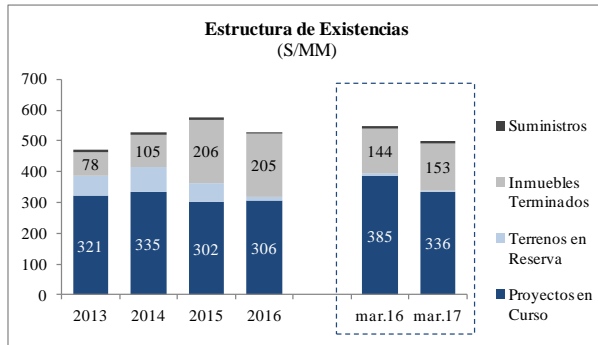
ANÁLISIS FINANCIERO

Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2016 los activos de Los Portales totalizan S/1,612.68 millones, exhibiendo un ligero incremento de 1.00% frente al año 2015 y continuando con una tendencia creciente que representa un aumento anual promedio de 10.45%.

Entre sus principales cuentas se ubican las existencias (32.81% del total de activos), importantes para la Compañía dada la alta participación del negocio inmobiliario que implica el registro de terrenos en reserva, obras en curso, inmuebles terminados y suministros diversos. En total, las existencias disminuyeron en 8.21% entre el 2015 y el 2016 (-8.82% interanualmente a marzo de 2017) debido a la reducción de terrenos en reserva. Por su parte, se observa

que se detuvo el crecimiento que mostraron los inmuebles terminados hasta diciembre de 2015, factor que acompaña el menor dinamismo de los ingresos del sector inmobiliario. Resalta la importancia del desarrollo de las existencias para el crecimiento de la Compañía, por lo que se espera que hacia los siguientes periodos Los Portales aproveche el *land bank* con el que cuenta.



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

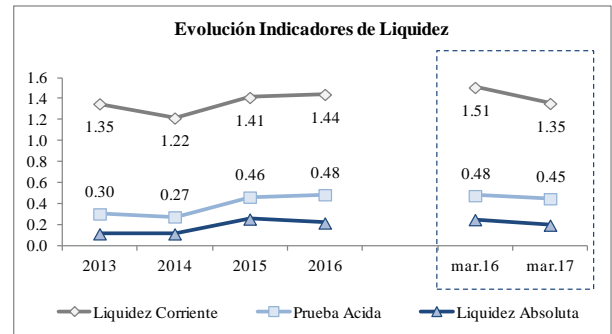
El saldo de efectivo y equivalentes disminuyó en 23.38% de año a año, tras utilizar parte de la caja en inversiones inmobiliarias. Según lo indicado por la Compañía, el nivel de efectivo que presenta a marzo de este periodo sería el nivel que la Gerencia espera mantener.

Las cuentas por cobrar a empresas relacionadas tuvieron un crecimiento anual de S/11.55 millones al incluir el aporte a Consorcio Estacionamiento Miraflores S.A. – CEMSA, mientras que las cuentas por cobrar comerciales circulantes contaron con un aumento de S/9.88 millones. No obstante, estos incrementos no superaron la reducción de la caja y de las existencias a diciembre de 2016, generando una disminución de 8.17% del activo corriente.

Respecto a las cuentas por cobrar comerciales, éstas se concentran en el tramo no corriente (72.07% del total de cuentas por cobrar comerciales a marzo de 2017), pues son originadas en las ventas de la sub unidad de habilitación urbana, para las que Los Portales difiere el pago de sus clientes hasta en 72 cuotas mensuales.

Las inversiones inmobiliarias -que son parte del activo no circulante- representan el 13.50% del total de activos y ascienden a S/217.69 millones al cierre del año pasado, presentando un crecimiento anual de S/28.31 millones y de S/49.24 millones durante el primer trimestre de este periodo. Este rubro registra la reserva territorial de la Compañía, sobre la que no ha definido un uso y en el corto plazo no serán vendidos ni desarrollados. Es así que a diciembre de 2016 su *land bank* comprende un área total de 243.30 has (141.3 has. a diciembre de 2015) y 271.70 has. a marzo de este año, y los terrenos están distribuidos en los distritos de La Molina, Chosica-Lurigancho y Carabayllo en Lima, además de las ciudades de Piura, Ica y Chimbote.

En línea con la evolución de las cuentas del activo circulante, los ratios de liquidez se redujeron, de manera que la liquidez corriente pasó de 1.41 veces al 2015 a 1.44 veces al 2016, mientras que el capital de trabajo pasó de S/265.48 millones a S/255.79 millones durante el mismo periodo.



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

Estructura Financiera y Solvencia

Los Portales cuenta con pasivos por un total de S/1,184.49 millones a diciembre de 2016 (S/1,189.78 millones a marzo de 2017), los cuales muestran un ligero incremento del tramo no corriente respecto al corriente durante el año 2016.

Entre las cuentas del pasivo se encuentran anticipos de clientes, que corresponden a los pagos recibidos de clientes durante el periodo de habilitación antes de la entrega del bien (programada usualmente para finales de cada año). Una vez que se entrega el inmueble se procede a reconocer los anticipos como venta. Así, a diciembre de 2016 este rubro ascendió a S/76.75 millones y a S/90.52 millones a marzo de este año (S/141.9 millones al 2015), con una participación de 4.76% y 5.59% respectivamente.

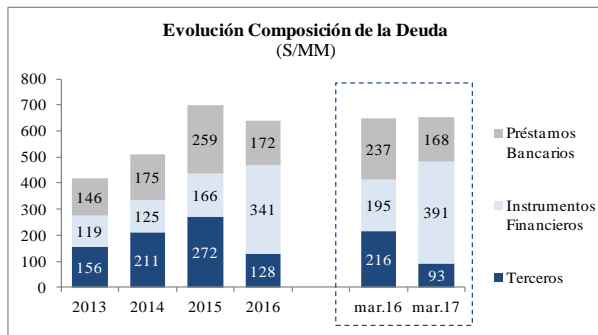
Por su parte, las cuentas por pagar comerciales ascienden a S/365.853 millones a diciembre de 2016 (S/330.18 millones a marzo de 2017) y registran incrementos en el tramo no corriente originados en un mayor saldo de facturas por la adquisición de terrenos, materiales y suministros de construcción, además de servicios prestados por empresas para el desarrollo de obras.

Cabe recordar que a finales del ejercicio 2015 la Compañía planteó lineamientos corporativos según los que procuraría que el saldo de obligaciones financieras se mantenga o se reduzca. Además, indicó que buscaría aumentar la duración de sus créditos.

Así, la deuda se ubica en S/641.39 millones a diciembre de 2016 y presenta una reducción de S/38.98 millones de año a año que parte de la amortización de obligaciones con terceros. Esos últimos son préstamos de alto costo financiero otorgados por personas naturales y fondos de inversión. Del mismo modo, la deuda bancaria disminuyó de cara a la pre-cancelación de un crédito de largo plazo otorgado por *Amicorp Bank and Trust Limited* (S/70.71 millones).

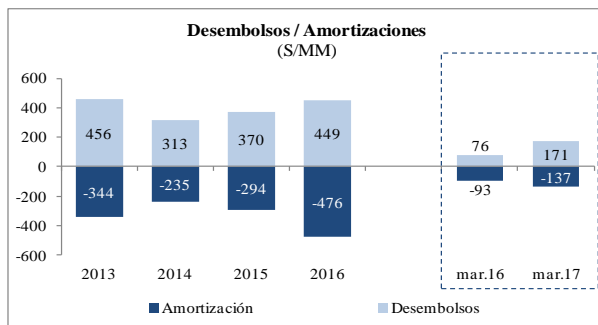
Dichas amortizaciones se realizaron contra la segunda emisión de bonos titulizados (BT) contemplada dentro del segundo Programa de BT por US\$20.00 millones en setiembre de 2016. Adicionalmente, hasta diciembre del año pasado la Compañía llevó a cabo la Primera Emisión de bonos corporativos privados por S/100.65 millones. La aplicación de estos lineamientos implicó que el plazo promedio de la deuda de Los Portales se incrementara en

un año aproximadamente, favoreciendo parcialmente al calce de sus operaciones.



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

Se debe indicar que el informe del auditor de los estados financieros del 2016 consideró el *confirming* que realiza la Compañía como parte de los desembolsos de deuda, con lo que los desembolsos de obligaciones de Los Portales crecerían en S/549.87 millones y las amortizaciones se ubicarían en S/579.27 millones a dicho cierre anual.

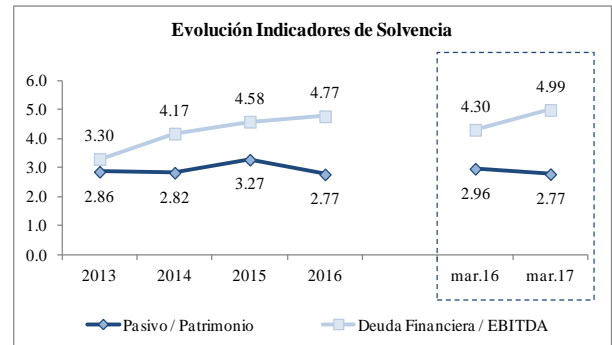


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

*No incluye *confirming*.

A marzo de este año la deuda asciende a S/651.48 millones, observándose un crecimiento trimestral de S/10.09 millones originado en una Segunda Emisión de bonos corporativos privados (S/69.50 millones).

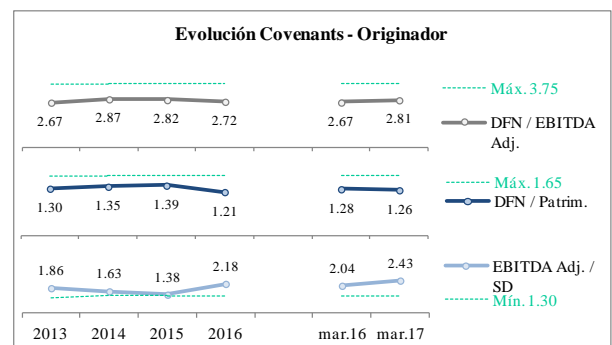
Respecto a los indicadores de apalancamiento de la Compañía, se observa que el ratio deuda / EBITDA pasó de 4.58 veces en el 2015 a 4.77 veces en el 2016 (4.99 veces al primer trimestre del periodo en curso); mientras que el indicador pasivo / patrimonio pasó de 3.27 veces en diciembre de 2015 a 2.77 veces en diciembre de 2016 (2.77 veces también a marzo de este año). El deterioro del apalancamiento financiero responde a la reducción del EBITDA entre los años 2015 y 2016, que incorpora mayores gastos operativos.



*EBITDA anualizado = EBITDA - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos.

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

Al realizar la medición de los resguardos aplicables a Los Portales según lo establecido en los documentos de los programas de bonos titulizados, se encuentra que estos se cumplen: el ratio de deuda financiera neta / EBITDA ajustado se sitúa en 2.72 veces a diciembre de 2016 y en 2.81 veces a marzo de 2017 (límite máximo de 3.75 veces). El indicador de deuda financiera neta / patrimonio pasó de 1.21 veces a diciembre de 2016 a 1.26 veces a marzo de 2017 (límite máximo de 1.65 veces); mientras que el EBITDA Ajustado / servicio de deuda se ubica en 2.18 veces a diciembre de 2016 y en 2.43 veces a marzo de este año (límite mínimo de 1.30 veces). Respecto a los dos últimos indicadores, cabe indicar que a diciembre de 2015 éstos se consideraban ajustados, siendo positivo que a la fecha se hayan alejado de sus respectivos límites.



*EBITDA Ajustado y anualizado = EBITDA - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos + intereses capitalizables por activos calificables (reconocidos en el Costo de Ventas).

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

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

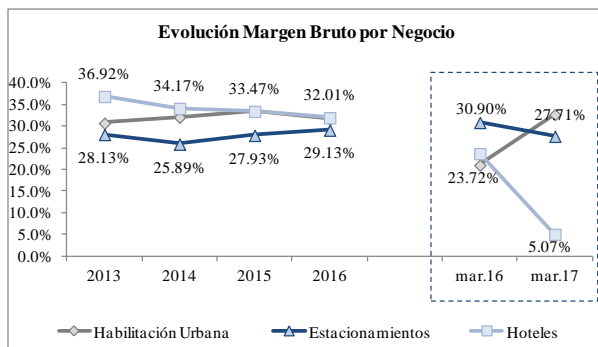
Al finalizar el año 2016 Los Portales contó con ingresos por S/847.78 millones (S/768.88 millones a diciembre de 2015), los que exhiben un incremento anual de 10.26% originado en el crecimiento de las unidades inmobiliaria¹ y de estacionamientos, las que en conjunto participan con el 93.74% del total de ingresos a diciembre del año pasado.

Por su parte, el negocio de hoteles de la Compañía mostró una reducción de 5.59% al término del 2016 (y de 9.43% entre marzo de 2016 y marzo de 2017), debido a una menor ocupación del Country Club Hotel, el mismo que se encuentra en proceso de remodelación y que constituye uno de los principales hoteles de la unidad.

¹ La unidad inmobiliaria incluye los intereses generados por el financiamiento que la Compañía otorga a sus clientes.

Dicha menor ocupación también se reflejó en el margen bruto del negocio hotelero, que pasó de 33.47% a diciembre de 2015 a 32.01% a diciembre de 2016 y a 5.07% a marzo de este año. De este análisis se observa también que las unidades inmobiliaria y de estacionamientos cuentan con el margen de mayor estabilidad.

A pesar de que el resultado bruto de todas las unidades de la Compañía cuenta con crecimientos de 2.66% entre año y año, el margen bruto presenta una tendencia a la baja. Esta tendencia se origina en el incremento de 14.00% del costo de ventas entre el 2015 y el 2016 en línea con el aumento de depreciación y de intereses capitalizables por activos calificables.

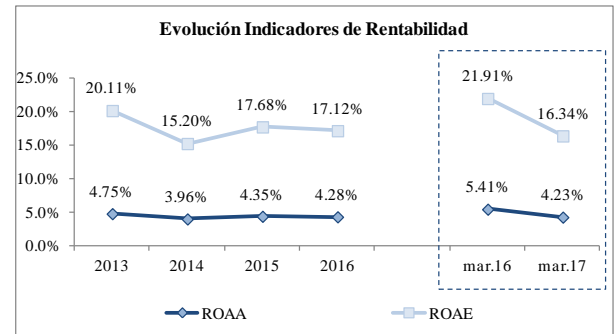


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

El resultado operativo de Los Portales se ubica en S/113.49 millones al término del año pasado (S/160.49 millones al 2015), presentando una reducción anual de 29.29% lo que responde principalmente a la ausencia del resultado por revalorización de terrenos mantenidos como inversión inmobiliaria, rubro que favoreció de manera significativa a los resultados de la Compañía hasta diciembre de 2015 (S/31.32 millones). Adicionalmente, afecta el resultado operativo la mayor carga generada por servicios públicos y depreciación.

Incorporando la menor utilidad operativa pero al mismo tiempo el menor impacto de la diferencia cambiaria, el resultado de Los Portales se ubica en S/68.62 millones a diciembre de 2016 (S/62.16 millones a diciembre de 2015), con un incremento de 10.40%. Se debe precisar que de marzo de 2016 a marzo de 2017 el resultado neto de la Compañía presenta una disminución de 7.81%.

De este modo, los indicadores de rentabilidad a diciembre de 2016 se ubican en 17.12% frente al patrimonio y en 4.28% frente a los activos, con un ligero ajuste respecto al 2015. Es de indicar que los ratios de marzo de 2017 incorporan la mayor carga operativa, así como la ausencia del resultado por revalorización de terrenos, factores que no son compensados por la presencia de un resultado positivo de diferencia cambiaria.

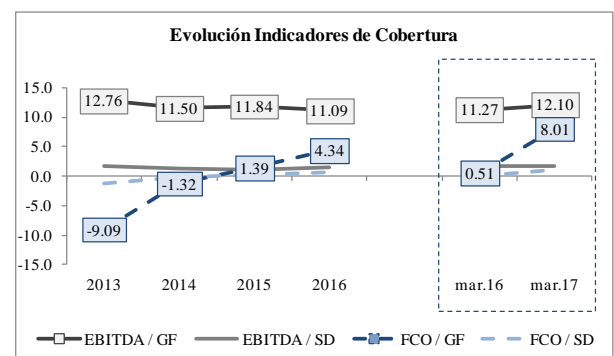


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

* Indicadores anualizados al primer trimestre de 2016 y de 2017.

En cuanto a la generación financiera de la Compañía, se debe indicar que los proyectos de habilitación urbana y de vivienda edificada están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, lo que generó en periodos anteriores el registro de un Flujo de Caja Operativo negativo, el cual fue revertido hacia finales del año 2015 producto de los menores egresos operativos y por menores compras de terrenos. Así, al finalizar el ejercicio anterior el FCO ascendió a S/52.61 millones, y el dato anualizado de marzo de 2017 se ubica en S/86.44 millones. Por su parte, el EBITDA pasa de S/148.44 millones (diciembre de 2015) a S/134.50 millones (a diciembre de 2016) y a S/130.57 millones (a marzo de 2017), con disminuciones que responden al crecimiento de los gastos de administración y de ventas durante el año 2016.

Se encuentra que los indicadores de cobertura vía flujo de caja operativo corrigen su tendencia y pasan de cubrir el servicio de deuda en 0.13 veces (diciembre de 2015) a 0.60 veces (diciembre de 2016) y a 1.09 veces (a marzo de 2017). Por su parte, la cobertura que otorga el EBITDA al servicio de deuda mejora ligeramente y se ubica en 1.55 veces al cierre de 2016 (1.11 veces al final del 2015). Cabe mencionar que en periodos anteriores estos ratios se encontraron estresados por la posición negativa del FCO.



FCO anualizado a marzo de 2016 y marzo de 2017.

*EBITDA Ajustado y anualizado = EBITDA - ingresos extraordinarios por revalorización de terrenos + intereses capitalizables por activos calificables (reconocidos en el Costo de Ventas).

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

Los Portales S.A. y Subsidiarias

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

En Miles de Soles

ACTIVOS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	53,429	64,408	162,621	143,854	124,599	112,525
Cuentas por Cobrar Comerciales	68,469	93,628	134,383	132,867	144,262	132,679
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	22,417	435	444	561	11,993	13,316
Otras Cuentas por Cobrar	23,442	15,011	26,321	39,530	24,324	25,213
Total Existencias	471,417	526,145	576,410	546,529	529,063	498,336
Gastos Pagados por Anticipado	8,747	7,091	10,037	15,844	1,630	3,278
Total Activo Corriente	647,921	706,718	910,216	879,185	835,871	785,347
Cuentas por Cobrar Comerciales a L/P	119,108	163,354	278,715	278,818	328,512	342,338
Inversiones Financieras Permanentes	40,944	56,143	15,781	14,209	14,350	14,067
Inversiones Inmobiliarias	112,012	150,703	189,372	189,107	217,686	266,930
Inm., Mob. y Equipo, Neto	134,465	141,970	150,011	151,345	157,534	152,574
Intangibles, Neto	33,660	41,123	45,184	42,551	43,403	42,452
Otras Activos	0	0	7,437	0	15,319	14,912
Total Activo No Corriente	440,189	553,293	686,500	676,030	776,804	833,273
TOTAL ACTIVOS	1,088,110	1,260,011	1,596,716	1,555,215	1,612,675	1,618,620

PASIVOS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Cuentas por Pagar Comerciales	124,494	198,460	268,632	197,376	286,250	242,197
Anticipo de Clientes	179,061	129,856	141,940	168,268	76,752	90,516
Cuentas por Pagar Relacionadas	0	6,193	10	6	9	6
Otras Cuentas por Pagar	33,422	44,853	34,028	38,223	51,628	69,505
Deuda Financiera C/P	78,685	140,941	100,426	100,293	90,556	109,404
Parte Corriente Deuda Financiera L/P	63,781	61,000	99,696	78,959	74,884	68,190
Total Pasivo Corriente	479,442	581,303	644,732	583,125	580,079	579,818
Cuentas por Pagar Comerciales	16,245	14,491	57,205	69,347	79,583	87,980
IR Diferido	21,653	15,025	27,757	27,757	37,311	37,311
Otras Cuentas por Pagar	10,920	10,920	13,115	13,335	11,566	10,784
Obligaciones Financieras	277,750	308,802	480,247	469,014	475,949	473,884
Total Pasivo No Corriente	326,568	349,238	578,324	579,453	604,409	609,959
TOTAL PASIVO	806,010	930,541	1,223,056	1,162,578	1,184,488	1,189,777
Capital Social	171,254	171,254	171,254	171,254	171,254	171,254
Reserva Legal	16,445	21,243	26,565	26,565	31,876	34,154
Resultados de Conversión	0	889	3,461	3,109	3,262	2,599
Resultados Acumulados	48,064	89,603	110,219	172,380	153,171	203,016
Resultados del Ejercicio	46,337	46,481	62,161	19,329	68,624	17,820
TOTAL PATRIMONIO NETO	282,100	329,470	373,660	392,637	428,187	428,843
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1,088,110	1,260,011	1,596,716	1,555,215	1,612,675	1,618,620

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

En Miles de Soles

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Total ingresos	555,621	667,846	768,876	166,050	847,783	169,836
Total costos	-383,411	-454,456	-515,690	-114,438	-587,861	-117,937
RESULTADO BRUTO	172,210	213,390	253,186	51,612	259,922	51,899
Gastos de Administración	-64,498	-73,301	-79,976	-19,265	-90,424	-23,999
Gastos de Ventas	-27,910	-37,924	-46,693	-13,456	-58,641	-16,414
Otros Ingresos / Gastos, Neto	37,994	15,610	33,970	438	2,630	190
RESULTADO OPERATIVO	117,796	117,775	160,487	19,329	113,487	11,676
Gastos Financieros	-9,984	-10,645	-12,538	-3,043	-12,130	-1,703
Diferencia en Cambio	-41,345	-34,623	-71,253	11,542	4,240	14,230
Participación en inversiones	1,228	-3,084	4,085	0	63	-283
Ganancia por venta de asociada	0	0	7,303	0	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	67,695	69,423	88,084	27,828	105,660	23,920
Impuesto a las ganancias	-21,358	-22,942	-25,923	-8,499	-37,036	-6,100
RESULTADO NETO	46,337	46,481	62,161	19,329	68,624	17,820
Diferencia en Cambio Op. en el Exterior	0	889	2,572	-352	-199	-663
RESULTADO NETO	46,337	47,370	64,733	18,977	68,425	17,157

Los Portales S.A. y Subsidiarias

PRINCIPALES INDICADORES

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
SOLVENCIA						
Pasivo / Activo	0.74	0.74	0.77	0.75	0.73	0.74
Pasivo / Patrimonio	2.86	2.82	3.27	2.96	2.77	2.77
Deuda Financiera / Pasivo	0.52	0.55	0.56	0.56	0.54	0.55
Deuda Financiera / EBITDA	3.30	4.17	4.58	4.30	4.77	4.99
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	1.35	1.22	1.41	1.51	1.44	1.35
Prueba Ácida	0.30	0.27	0.46	0.48	0.48	0.45
Liquidez Absoluta	0.11	0.11	0.25	0.25	0.21	0.19
Capital de Trabajo (S/000)	168,479	125,415	265,484	296,060	255,792	205,529
GESTIÓN						
Gastos operativos / Ingresos	16.63%	16.65%	16.47%	19.71%	17.58%	23.80%
Gastos financieros / Ingresos	1.80%	1.59%	1.63%	1.83%	1.43%	1.00%
RENTABILIDAD						
Margen bruto	30.99%	31.95%	32.93%	31.08%	30.66%	30.56%
Margen operativo	21.20%	17.64%	20.87%	11.64%	13.39%	6.87%
Margen neto	8.34%	6.96%	8.08%	11.64%	8.09%	10.49%
ROAA * **	4.75%	3.96%	4.35%	5.41%	4.28%	4.23%
ROAE * **	20.11%	15.20%	17.68%	21.91%	17.12%	16.34%
GENERACIÓN (S/000)						
EBITDA del periodo	127,438	122,407	148,445	24,874	134,503	20,939
EBITDA Anualizado	127,438	122,407	148,445	150,643	134,503	130,568
EBITDA Ajustado	137,521	155,753	183,546	188,644	190,079	191,803
FCO del periodo	-90,749	-14,073	17,408	1,700	52,614	21,610
FCO Anualizado ***	-90,749	-14,073	17,408	6,800	52,614	86,440
COBERTURA *						
EBITDA / Gastos Financieros	12.76	11.50	11.84	11.27	11.09	12.10
EBITDA / Servicio de Deuda	1.73	1.28	1.11	1.63	1.55	1.65
FCO / Gastos Financieros	-9.09	-1.32	1.39	0.51	4.34	8.01
FCO / Servicio de Deuda	-1.23	-0.15	0.13	0.07	0.60	1.09

Al EBITDA utilizado se le dedujeron los montos de revalorización de terrenos en los periodos aplicables.

EBITDA Ajustado = EBITDA - resultado por revalorización + intereses capitalizables por activos calificables.

* Indicadores anualizados

** Datos de marzo de 2016 se calcularon sobre la utilidad anualizada siguiente: [Resultado neto / 3 * 12]

*** Datos de marzo de 2016 y marzo de 2017 se calcularon con la fórmula [FCO del trimestre / 3 * 12] para evitar distorsiones.

ANEXO I

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

Instrumento	Clasificación Anterior	Clasificación Actual	Definición de Categoría Actual
Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública de Los Portales	-	(nueva) EQL 2.pe	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.

*El historial de las clasificaciones otorgadas en las últimas 05 evaluaciones se encuentra disponible en: <http://www.equilibrium.com.pe/clasificacionhistorica.pdf>.

ANEXO II**Accionistas al 08.08.2017**

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

Fuente: Los Portales S.A. / *Elaboración: Equilibrium***Directores al 08.08.2017**

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

Fuente: Los Portales S.A. / *Elaboración: Equilibrium***Plana Gerencial al 08.08.2017**

Plana Gerencial	
Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Juan Carlos Rubio Limón	Gerente Central de Administración y Finanzas
Wilfredo De Souza Ferreyra Ugarte	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios
Fernando Gomez Ñato	Gerente de Negocios de Estacionamientos
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Negocios Hoteleros
Arturo Gamarra Guzmán	Gerente de Tesorería y Finanzas
Patricia Mendoza Franco	Gerente Legal Corporativo
Janeth Zelada Rodríguez	Gerente de Contabilidad
Bruno Alarcón Casafranca	Gerente de Administración y Logística
Juan Garcia Apac	Gerente de Planeamiento
Javier Vildosola Carpio	Gerente de Relación con Inversionistas
Lucienne Freundt-Thurne	Gerente de Capital Humano

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

ANEXO III

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

SEGUNDO PROGRAMA DE PAPELES COMERCIALES – OFERTA PÚBLICA DE LOS PORTALES

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

Primera Emisión	
Monto:	Hasta por S/42MM.
Destino de los recursos:	Los recursos se emplearán sólo para sustituir pasivos existentes, específicamente los pasivos asociados al Primer Programa de Papeles Comerciales de Los Portales.

Estos instrumentos representarán un riesgo de subordinación respecto a las obligaciones financieras garantizadas de la Compañía, como los Bonos Titulizados y la Deuda Bancaria. El 100% del Principal se pagará en la Fecha de Redención de la Emisión o Serie.

Este programa no cuenta con valores en circulación.

© 2017 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

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

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

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, 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.