

# Los Portales S.A. y Subsidiarias

## Fundamentos

Las clasificaciones de riesgo asignadas al Segundo y Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales (en adelante, la Compañía) se sustentan principalmente en:

**Adecuado desempeño financiero.** La Empresa ha registrado una importante mejora durante los años 2021 y 2022, luego de que, producto de la pandemia, aplicara distintas medidas principalmente al negocio de Habilitación Urbana, tales como: i) incrementar el monto de la cuota inicial solicitada a los clientes; ii) incorporar al proceso de venta presencial la venta online; iii) monitoreo de los financiamientos otorgados; y, iv) ajuste de costos y gastos operativos a nivel consolidado; entre otros. Asimismo, producto de la pandemia hubo un rezago en los lotes entregados, que produjo un repunte en los ingresos en los periodos mencionados, así como en el EBITDA generado.

De otro lado, en el 2023 se desarrolló una serie de eventos que terminaron afectando las decisiones de compra de los consumidores y por ende las ventas de la Compañía, entre ellos: i) el exceso de lluvias en la región norte; ii) la inestabilidad política del país y protestas sociales en el sur; y, iii) la afectación del consumo interno dada la persistente inflación. De esta manera, los ingresos pasaron de S/ 853.4 MM en el 2021, a S/ 1,058.4 MM en el 2022 y S/ 983.5 MM en los últimos 12 meses a setiembre 2023; mientras que el EBITDA pasó, de S/ 250.1 MM en el 2021, a S/ 299.8 MM en el 2022 y S/ 235.4 MM para el año móvil finalizado a setiembre 2023. No obstante lo anterior, es importante destacar que los niveles de ambas variables se mantienen superiores a los niveles prepandemia del 2019 (S/ 795.2 MM de ingresos y S/ 198.6 MM de EBITDA).

**Potencial de crecimiento del sector vivienda en el Perú.** El Perú es un país con un alto nivel de déficit de vivienda, principalmente en los niveles socio-económicos medio y bajo. En ese sentido, Los Portales y Subsidiarias atiende a través de sus líneas de negocio: Habilitación Urbana, Vivienda Social y Departamentos principalmente a los segmentos medio y medio bajo.

Es así que el conjunto del negocio inmobiliario a nivel consolidado, entre el 2012 y 2022, obtuvo una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 10.7%. Si bien durante el año móvil finalizado a setiembre 2023, se registró una disminución de 8.4%, esto está en línea con perspectivas más conservadoras para el periodo 2023 - 2024. Cabe resaltar que, la unidad de Habilitación Urbana de terrenos es la más importante dentro de la operación de Los Portales y Subsidiarias (70% del total de ingresos consolidados en promedio, que incluye el financiamiento de lotes). Se debe indicar que, la Compañía provee financiamiento para la compra de dichos lotes por un plazo de hasta 10 años (*duration* real de la cartera de aprox. 2 años), por lo que genera ingresos financieros de manera recurrente, cobrando una tasa efectiva anual de alrededor del 28% en soles y 24% en dólares.

Por su parte, las cuentas por cobrar comerciales registran niveles de morosidad bajos, dado que Los Portales y Subsidiarias mantiene la reserva de dominio sobre el lote financiado hasta que el cliente pague el 100% del monto adeudado. Además, si el cliente se atrasa tres o más cuotas mensuales, la Compañía puede resolver los contratos únicamente mediante carta notarial, pudiendo colocar nuevamente a la venta el lote en 35 - 40 días, lo que genera un incentivo para mantenerse al día en los pagos. A fines de setiembre 2023, Los Portales

Ratings	Actual	Anterior
Segundo Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales <sup>(1)</sup>	CP-1- (pe)	CP-1- (pe)
Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales <sup>(2)</sup>	CP-1- (pe)	CP-1- (pe)

Con información financiera no auditada a setiembre 2023.

(1) Clasificación otorgada en Comité de fechas 30/11/2023 y 08/05/2023.

(2) Clasificación otorgada en Comité de fechas 30/11/2023 y 24/08/2023.

## Indicadores Financieros

(S/. MM.)	Set-23*	Dic-22	Dic-21
Ingresos	984	1,058	853
EBITDA	235	300	250
Flujo de Caja Operativo (CFO)	184	317	432
Deuda Financiera Ajustada	648	635	652
Caja y valores líquidos	239	234	246
Deuda Fin. Aj. / EBITDA (x)	2.8	2.1	2.6
Deuda Fin. Aj. Neta / EBITDA (x)	1.7	1.3	1.6
EBITDA / Gastos Fin. Totales (x)	3.6	4.5	3.3

\*Últimos 12 meses

Fuente: Los Portales

## Metodologías Aplicadas

Metodología de Clasificación de Empresas No Financieras (marzo 2022)

## Analistas

Anel Casas  
[anel.casas@aai.com.pe](mailto:anel.casas@aai.com.pe)

Pilar Olaechea  
[pilar.olaechea@aai.com.pe](mailto:pilar.olaechea@aai.com.pe)

T. (511) 444 5588

y Subsidiarias mantenía cuentas por cobrar comerciales y cuentas de orden por un importe total de S/ 960 MM. Cabe indicar que, a setiembre 2023 la Compañía contaba con una reserva de tierras equivalente a unos tres años de operaciones, lo que sumado a la demanda existente en el sector, hace prever que la empresa podrá generar nuevas cuentas por cobrar, que le permitirían mantener el *duration* del portafolio.

**La experiencia de la Compañía.** Los Portales y Subsidiarias cuenta con más de 50 años de experiencia en el sector inmobiliario, contando con un *expertise* importante que le permite diseñar productos atractivos para sus clientes, obtener oportunamente permisos, licencias y servicios públicos, así como realizar eficientes campañas de promoción y venta.

**Apalancamiento, coberturas y niveles de liquidez.** En los primeros nueve meses del año, la Compañía captó nueva deuda financiera (+S/ 194 MM), para financiar proyectos de habilitación urbana y vivienda para segmentos socioeconómicos medio y bajo en el país. Así, los indicadores de apalancamiento (Deuda financiera ajustada / EBITDA) pasaron de 2.1x a fines del 2022 a 2.8x en el año móvil a setiembre 2023. De igual manera, los indicadores de cobertura de EBITDA / Gastos Financieros Totales mostraron una contracción, de 4.5x al cierre del 2022, a 3.6x en el año móvil finalizado a setiembre 2023.

Cabe recordar que, entre el 2021 y 2022, la Compañía logró reducir su deuda financiera, producto del buen desempeño y la acumulación de caja. Para fines del 2023 y 2024, las perspectivas económicas son más conservadoras dada la persistente inflación e incertidumbre ante el inicio del fenómeno El Niño.

Por su parte, el ratio de liquidez corriente se ha mantenido por encima de 1.30x para el periodo 2016 – set. 2023. Asimismo, la porción de deuda financiera corriente sobre la deuda financiera total, se mantiene en línea con lo registrado en años anteriores (13.7% a set. 2023).

**Acceso al crédito y diversificación de fuentes de fondeo.** La Compañía mantiene una diversificación en sus fuentes de fondeo, siendo el mercado de capitales la fuente más importante con aproximadamente el 60% del fondeo total, seguido por los organismos multilaterales y bancos. Sobre su participación en el mercado de capitales, la Compañía se mantiene activa en las emisiones de corto y largo plazo.

Adicionalmente, a octubre 2023 la Compañía mantenía líneas bancarias con cuatro instituciones financieras y dos organismos multilaterales, por un total de US\$157.8 MM, de los cuales se encontraban disponibles US\$53.8 MM.

**Riesgos inherentes al sector y riesgos de descalce.** Una de las características del sector inmobiliario es su ciclicidad y sensibilidad ante cambios en la coyuntura económica, lo cual puede repercutir en la demanda y en los márgenes. Además, dentro de los principales riesgos a asumir por la Compañía se encuentran la dificultad para encontrar terrenos saneados, especialmente en provincias; y los posibles retrasos que se puedan producir en los procesos de zonificación, acceso a servicios públicos y/o trámites municipales. Asimismo, existe el potencial riesgo de descalce de los clientes que se financian la compra de los lotes en moneda extranjera. Finalmente, existe la posibilidad que en futuro se aplicase topes más ajustados a las tasas de interés máximas permitidas.

Cabe indicar que, a diferencia de la deuda financiera de largo plazo, el programa no cuenta con garantías reales. En opinión de la Clasificadora, la Compañía aún mantiene un porcentaje importante de activos libres de gravámenes, lo que le otorga mayor flexibilidad a la compañía.



### ¿Qué podría modificar la clasificación asignada?

Niveles de liquidez corriente menores al promedio registrado en los últimos años podrían generar un ajuste a la baja en la clasificación asignada. Por su parte, coberturas de EBITDA / Gastos Financieros Totales menores a 3.0x podrían tener un efecto negativo. Igualmente, mayores niveles de apalancamiento podrían impactar en la clasificación otorgada.

## Perfil

Los Portales S.A. inició operaciones en 1996. Inicialmente, su denominación fue Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., la cual surgió como resultado de la asociación de LP Holding S.A. y Constructoras ICA Perú S.A., subsidiaria del grupo mexicano ICA. En Junta General de Accionistas de setiembre de 1999, se acordó la fusión por absorción de su subsidiaria Los Portales Consorcio Hotelero S.A. La fusión se formalizó en noviembre de 1999 y, en Junta Obligatoria Anual de Accionistas de febrero del 2000, se acordó modificar la denominación social de la empresa a Los Portales S.A.

Posteriormente, en JGA celebrada en diciembre del 2005, se acordó la fusión de Los Portales S.A. y Constructora Ica Perú, absorbiendo la primera a la segunda, la misma que se extinguió sin liquidarse.

Actualmente, el accionariado se encuentra compuesto por el Grupo Raffo, con el 50% de las acciones, y el Grupo ICA, con el 50% restante. El Grupo Raffo se dedica a la administración de inversiones, concentrado principalmente en el negocio inmobiliario, playas de estacionamientos, hotelería y minería. Cabe resaltar que la principal inversión del Grupo Raffo es Los Portales, representando el 100% de sus ingresos en el año móvil finalizado a setiembre 2023. Por su parte, a setiembre 2023, el Grupo Raffo registró activos ascendentes a S/ 2,104.5 MM y un patrimonio de S/ 821.6 MM.

Por otro lado, el Grupo ICA es parte de un conglomerado mexicano de empresas constructoras y cuenta con +75 años en el mercado mexicano, cuyas principales líneas de negocio son construcción, ingeniería, infraestructura y vivienda.

Las actividades de Los Portales y Subsidiarias comprenden esencialmente el desarrollo de proyectos de habilitación urbana de terrenos y construcción de viviendas multifamiliares; así como la administración de playas de estacionamiento (hasta junio 2023) y hoteles.

Dentro de las principales subsidiarias se encuentran: Los Portales Departamentos, Los Portales Estacionamientos (hasta junio 2023) y LP Hoteles. Así, Los Portales Departamentos se dedica al desarrollo y promoción de negocios inmobiliarios, principalmente viviendas residenciales y multifamiliares. Por su lado, Los Portales Estacionamientos (subsidiaria hasta junio 2023) se dedica al desarrollo y administración de playas de estacionamientos, y actualmente tiene la administración de más de 180 playas de estacionamientos. Por su parte, LP Hoteles se dedica al desarrollo y administración de hoteles, donde cuenta con la administración de 5 hoteles y atiende dos segmentos de negocio: un segmento corporativo y un segmento de lujo.

Cabe mencionar que, parte de los ingresos registrados por Los Portales y Subsidiarias se explican por los ingresos

financieros (11.3% de las ventas consolidadas en el año móvil finalizado a setiembre 2023), dado que la Compañía financia la venta de lotes hasta por un plazo de 10 años (siendo el *duration* real del portafolio de aprox. 2 años), por lo que genera ingresos financieros de manera recurrente, cobrando una tasa efectiva anual alrededor de 28% en soles y 24% en dólares.

Por otra parte, las cuentas por cobrar comerciales históricamente han registrado bajos índices de morosidad, puesto que la Compañía mantiene la reserva de dominio sobre el lote financiado hasta que el cliente pague el 100% de la suma adeudada. Adicionalmente, si el cliente se atrasa con tres o más cuotas mensuales, la Compañía puede resolver los contratos únicamente mediante carta notarial, y colocar nuevamente a la venta el lote en 35 - 40 días, lo que genera un incentivo para mantenerse al día en los pagos. A setiembre 2023, Los Portales y Subsidiarias mantenía cuentas por cobrar comerciales y cuentas de orden por un total de S/ 960 MM. Asimismo, a setiembre 2023 Los Portales y Subsidiarias contaba con una reserva de tierras equivalente a unos tres años de operaciones, lo que sumado a la demanda del sector, hace prever que la empresa podrá generar nuevas cuentas por cobrar, que le permitirían mantener el *duration* del portafolio.

## Acontecimientos Recientes

El 30 de junio del 2023, Los Portales completó la transferencia de propiedad del 85.00% de las acciones de Los Portales Estacionamientos S.A., a favor de Fondos de AC Capitales.

Asimismo, en la misma fecha se concretó la transferencia de propiedad del 14.99% de las acciones de Los Portales Estacionamientos S.A., a favor de GR Holding S.A. En ese sentido, Los Portales S.A. ya no es titular de ninguna acción en Los Portales Estacionamientos S.A.

La venta de la subsidiaria de estacionamientos ocurrió como resultado de una estrategia implementada por la empresa desde el 2018, la cual tenía la finalidad de concentrarse más en el *core* del negocio inmobiliario de Los Portales.

## Estrategia

La Compañía tiene como principal estrategia diversificar sus negocios, siempre dentro del sector inmobiliario. Sus tres principales fuentes de ingresos son: i) el negocio inmobiliario; ii) el negocio financiero, derivado de la venta de terrenos; y, iii) el negocio de hotelería. Esta diversificación le permite atenuar las variabilidades, tal como se han presentado en los últimos años en algunas de estas líneas de negocio.

Dentro de la división inmobiliaria, cuenta con tres líneas de negocio: i) Habilitación Urbana, que consta en el desarrollo y

habilitación urbana de terrenos residenciales; ii) Vivienda Social, siendo la venta de unidades inmobiliarias con interés social a través de los Programas Techo Propio y MiVivienda; y, iii) Departamentos, relacionado a la venta de unidades inmobiliarias mediante el cual se trata de captar la mayor demanda y de estar alineados a los incentivos del Fondo MiVivienda.

Vale resaltar que, la unidad de Habilitación Urbana es la más importante dentro de la operación de Los Portales y Subsidiarias (70% del total de ingresos consolidados en promedio, que incluye el financiamiento de lotes). La actividad que realiza es la de desarrollar grandes paños de tierra en distintas ciudades del Perú, para convertirlos en proyectos de lotes de 90 a 100 m<sup>2</sup> en promedio, con instalaciones de servicios básicos (agua, desagüe y energía eléctrica) y título de propiedad.

Asimismo, la Compañía brinda financiamiento directo a los compradores, facilitando así el acceso a vivienda a aquel segmento de la población que no necesariamente es atendido por el sistema financiero.

## Gobierno Corporativo

En marzo 2023, mediante Junta Obligatoria Anual de Accionistas, se designó al nuevo Directorio para el ejercicio 2023, el cual se compone por 8 miembros titulares y 2 suplentes. A la fecha no cuentan con directores independientes.

Adicionalmente, Los Portales cuenta con comités, los cuales permiten gestionar adecuadamente las decisiones de la Compañía, estos son: el Comité Ejecutivo (conformado por cuatro miembros titulares y cuatro miembros suplentes, elegidos por el Directorio), el Comité de Auditoría, y el Comité de Compensaciones.

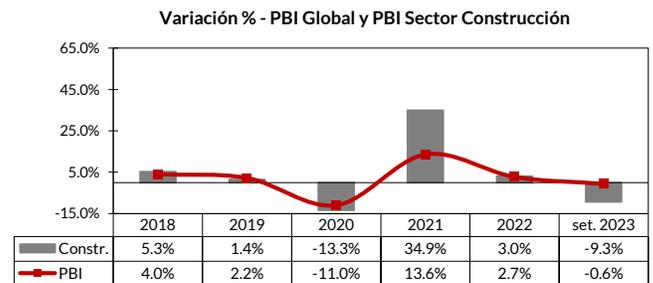
Asimismo, la empresa encargada de la auditoría externa en el 2022 fue Tanaka, Valdivia & Asociados S.R.L. (firma miembro de Ernst & Young).

## Industria

El sector inmobiliario se encuentra altamente correlacionado a la actividad económica y política del país, dado que afectan las decisiones de compra de los clientes. En el 2021, según el BCRP, se registró una recuperación en el PBI de 13.6%, luego de haberse contraído un 11.0% en el 2020. Así, el levantamiento gradual durante el 2021 de las restricciones decretadas por el Gobierno para enfrentar al COVID-19 contribuyó a la recuperación. Durante el 2022 se registró un crecimiento del PBI de 2.7%, impulsado por la recuperación de la actividad productiva y la mejora de la situación sanitaria respecto del 2021. Sin embargo, en el periodo enero - setiembre 2023 se registró una contracción del PBI de 0.6%

según el BCRP, en línea con la desaceleración de la inversión y el consumo privado. Además las protestas sociales y los eventos climatológicos afectaron al sector productivo a inicios del 2023.

Por su parte, el sector construcción registró en el 2021 una significativa recuperación del 34.9% (-13.3% en el 2020), impulsado principalmente por la fuerte demanda de la autoconstrucción. En ese sentido, favorecieron al sector: i) el avance en el proceso de vacunación de la población; ii) las menores medidas restrictivas impuestas por el Gobierno para enfrentar a la pandemia; y, iii) el incremento del porcentaje de sus ingresos que la población peruana destina para efectuar mejoras y reparaciones en sus viviendas. Durante el 2022, el crecimiento de la demanda se ha moderado debido a, entre otros, la desaceleración en el crecimiento de la economía peruana, las presiones inflacionarias existentes y la demora en la ejecución de grandes proyectos en Perú. De este modo, en el 2022 el sector construcción registró un crecimiento de 3.0%. Por su parte, durante el periodo enero - setiembre 2023 el sector construcción registró una caída del 9.3%, afectado por los conflictos sociales, las lluvias registradas en algunas zonas del país, la menor inversión privada y la evolución de la demanda de la autoconstrucción.



\* Fuente: BCRP

A pesar de lo anterior, por el lado de la demanda se registra un mayor saldo de créditos hipotecarios en el sistema bancario, ascendiendo aproximadamente a S/ 62,665 MM (+3.8% vs. dic. 2022). En el caso específico de los productos Mivivienda, el saldo de colocaciones brutas ascendió a alrededor de S/ 11,000 MM a setiembre 2023, registrando un crecimiento de 10.3% respecto a lo registrado al cierre del 2022.

Es importante mencionar que el dinamismo de los productos hipotecarios fue afectado por escándalos de corrupción dentro del Fondo Mivivienda, lo que llevó a que se removiera el Directorio en junio 2023.

Cabe indicar que, en el país existe un alto déficit de viviendas. Según IPSOS Perú, se estima que anualmente se crea una demanda de 140 mil hogares, sin embargo, solo se desarrollan unas 43 mil viviendas al año, lo que es insuficiente para cubrir

la demanda potencial. Este déficit está concentrado principalmente en los niveles socio-económicos medio bajo y bajo. Cabe señalar que, el subsector de habilitación urbana atiende principalmente a estos segmentos de la población. Entre las principales empresas del negocio de habilitación urbana figuran Grupo Centenario, Los Portales, Menorca e Inversiones El Pino, entre otras.

## Operaciones

El segmento de habilitación urbana de terrenos de Los Portales y Subsidiarias ha desarrollado más de 300 proyectos a nivel nacional en Lima, Chiclayo, Chimbote, Piura, Trujillo, Ica, Tacna, Huancayo y Puno. Así, Los Portales busca desarrollar urbanizaciones en ciudades con alto y mediano nivel poblacional, y con expectativas de crecimiento económico.

Durante el 2019, el segmento de habilitación urbana logró entregar cerca de 4,900 lotes (+6.5% respecto al 2018), con lo que registró ingresos por ventas ascendentes a S/ 389.9 MM en dicho año. Posteriormente, en el 2020 por efecto de la pandemia y las restricciones que se dieron, se entregaron 3,400 lotes, significando una caída del 31.0% respecto al año previo. Es por ello que en el 2022 y durante el 2021, se registraron récords de ventas alcanzando las 5,900 y 6,000 unidades entregadas, respectivamente, producto de una demanda contenida a raíz de la pandemia, obteniendo así crecimientos en los ingresos de 6.9% y 95.5%, respectivamente.

Por su parte, en el año móvil finalizado a setiembre 2023, se registraron entregas de 5,300 lotes, siendo 600 entregas menos que en el 2022, sin embargo, si se compara con un año pre-pandemia (2019), se registraría un incremento de 380 lotes. Lo anterior, resultó en una caída en los ingresos de 7.1% respecto al 2022.

Como se mencionó anteriormente, la Compañía también financia directamente la venta de lotes a sus clientes, por lo que se genera un negocio financiero, representando el negocio de habilitación urbana de terrenos en conjunto con el negocio financiero el 61% de los ingresos consolidados en los últimos 12 meses a setiembre 2023 (63% en el 2022). Vale la pena añadir que, los lotes entregados incluyen servicios básicos (agua, desagüe, energía eléctrica), pistas, veredas, y parques. Adicionalmente, el título de propiedad del lote no se otorga al comprador hasta que pague la última cuota.

Por otro lado, producto del financiamiento de la venta de los lotes, se generan cuentas de orden. Las cuentas de orden hacen referencia a cuentas de control originadas por las letras aceptadas por los clientes, por el financiamiento del precio de venta del lote en la fecha de suscripción del contrato de venta de bien futuro, antes que Los Portales haya completado las

obras de habilitación del terreno. Los pagos de la inicial y los que se realizan al vencimiento de las letras, durante el periodo de habilitación de terrenos y antes de la entrega física, se registran como anticipos de clientes. Las cuentas de orden serán reconocidas como cuentas por cobrar comerciales una vez se concluya la obra y se haga la entrega física del bien al cliente.

Asimismo, el segmento de vivienda social desarrolla unidades inmobiliarias de interés social bajo los programas MiVivienda y Techo Propio, enfocados en los sectores C y D. A diferencia del negocio de Habilitación Urbana, el financiamiento no lo realiza Los Portales. En los últimos 12 meses a setiembre 2023, significó el 21.2% de los ingresos consolidados.

Por su parte, el segmento de Departamentos se concentra en desarrollar edificios del formato multifamiliar, y en zonas donde se encuentra la mayor demanda, para así estar alineados a los incentivos del Fondo MiVivienda. En el año móvil finalizado a setiembre 2023, el segmento representó 6.4% de los ingresos consolidados.

Por otro lado, como se mencionó anteriormente, a fines de junio 2023 se completó la venta de Los Portales Estacionamientos S.A., subsidiaria de Los Portales S.A., aunque esta última continuará cobrando un *fee* por servicios de gerenciamiento. Así, hasta junio 2023, Los Portales operaba alrededor de 190 playas de estacionamientos, entre propias y de terceros. Así, se generaban ingresos provenientes de tres tipos de clientes: concesiones municipales, donde se administraban 4 concesiones; clientes comerciales, donde se operaban alrededor de 150 playas de estacionamientos, entre centros comerciales y aeropuertos; y microplayas, que consiste en una red de 37 estacionamientos privados. En los últimos 12 meses a setiembre 2023, los ingresos del negocio de estacionamientos representaron el 6.5% de los ingresos consolidados.

De igual manera, la Compañía se encarga de la administración y operación de cinco hoteles, entre propios y de terceros. A la fecha mantienen la concesión del Country Club Hotel, de 5 estrellas; la administración del Hotel Arennas Máncora, de 5 estrellas; y la administración de los hoteles LP Cusco, LP Piura, y LP Tarma de 4 estrellas, respectivamente. En ese sentido, en el año móvil a setiembre 2023 los ingresos del negocio de hotelería representaron el 5.3% de los ingresos consolidados.

## Desempeño Financiero

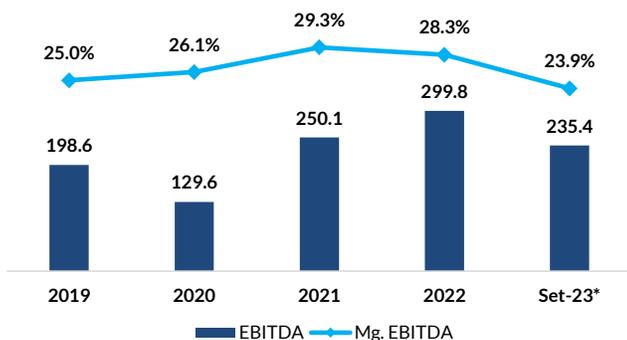
Durante el año móvil finalizado a setiembre 2023, el total de ingresos registrados a nivel consolidado de Los Portales fue de S/ 983.5 MM, registrando una disminución de 7.1% respecto al ejercicio 2022 (S/ 1,058.4 MM), desempeño afectado por las lluvias y protestas sociales del primer

trimestre del año y demoras en las entregas de proyectos acorde a la menor demanda. Cabe indicar que este resultado se mantiene superior si se compara con un año pre-pandemia (2019), donde destaca el desempeño del segmento Habilitación Urbana (+24.9% vs. 2019) y el segmento de Vivienda Social (+170.4% vs. 2019). Lo anterior fue impulsado por la mayor demanda observada en el sector después de las restricciones registradas durante la pandemia, especialmente en el 2020 y, en menor medida, en el 2021, así como cambios en los patrones de consumo de los clientes.

En ese sentido, la utilidad bruta<sup>1</sup> de Los Portales y Subsidiarias en el año móvil a setiembre 2023 ascendió a S/ 390.4 MM (S/ 443.3 MM en el 2022) y el margen bruto se ubicó en 39.7%. En los últimos cinco años, el margen bruto se ha mantenido alrededor del 42%.

Por su parte, los gastos de venta y administrativos registraron un aumento del 7.2% en los últimos 12 meses, producto del impacto de la inflación observada hacia fines del 2022, así como de mayores gastos en marketing, publicidad y plataformas digitales; es así que el EBITDA (excluye el efecto de los gastos financieros en el costo de ventas, no incluye otros ingresos y egresos, ni cambios en el valor razonable de propiedades de inversión), alcanzó los S/ 235.4 MM en el año móvil a setiembre 2023 (S/ 299.8 MM en el 2022), y el margen EBITDA fue de 23.9% (28.3% en el 2022).

Evol. EBITDA (S/ MM) y Mg. EBITDA (%)



\* Últimos 12 meses.  
 EBITDA: excluye el efecto de los gastos financieros en el costo de ventas. No incluye otros ingresos y egresos, ni cambios en el valor razonable de propiedades de inv.  
 Fuente: Los Portales

Respecto a los gastos financieros totales<sup>2</sup> de Los Portales y Subsidiarias, estos ascendieron a S/ 65.8 MM en el año móvil a setiembre 2023, similar a lo registrado en el 2022 (S/ 66.7 MM). Cabe mencionar que, dentro de la composición del total

de gastos financieros, se registró un incremento del 21% en los intereses por obligaciones financieras, dado un entorno de tasas de interés elevadas y la mayor deuda tomada; lo anterior se compensó por menor gasto por intereses capitalizados sobre activos calificables.

En ese sentido, la cobertura EBITDA / Gastos financieros totales fue de 3.6x en el año móvil a setiembre 2023, siendo inferior a la observada a diciembre 2022 (4.5x), pero manteniéndose por encima de los niveles mostrados en los años previos (2.8x promedio entre los años 2019 y 2021).

La utilidad neta registrada en los últimos 12 meses a setiembre 2023 fue de S/ 114.9 MM, por debajo a la registrada en el 2022, explicado por el menor volumen de operaciones, lo cual fue parcialmente compensado con la ganancia registrada de la venta de las operaciones de la subsidiaria Los Portales Estacionamientos, por S/ 28.0 MM. Lo anterior se vio reflejado en el ROE promedio de Los Portales y Subsidiarias, el cual fue de 16.4% (19.4% en el ejercicio 2022).

Por otro lado, en los últimos 12 meses a setiembre 2023 el Flujo de Caja Operativo (CFO) a nivel consolidado fue S/ 183.7 MM (S/ 317.5 MM en el 2022). Si al saldo anterior se le deducen inversiones en activo fijo por S/ 223.8 MM y dividendos por S/ 103.3 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) negativo de S/ 143.5 MM. Por su parte, se registró un incremento neto de deuda por S/ 85.0 MM, un ingreso extraordinario por la venta de Los Portales Estacionamientos y otras inversiones ascendente a S/ 71.8 MM, y unos gastos por S/ 29.9 MM correspondientes al pago de factoring con proveedores. Lo anterior, entre otros, generó una disminución de caja de S/ 16.6 MM en los últimos 12 meses para la Compañía, y resultó en un saldo de caja e inversiones corrientes de S/ 238.8 MM.

## Estructura de Capital

A setiembre 2023 los activos de la Compañía a nivel consolidado ascendieron a S/ 1,969.2 MM. El activo estaba compuesto principalmente por cuentas por cobrar comerciales de corto y largo plazo (36.8%), existencias (30.9%) y propiedades de inversión (13.9%).

De otro lado, la deuda financiera de la Compañía ascendió a S/ 614.2 MM, superior a lo registrada al cierre del 2022 (S/ 580.2 MM). Así, la deuda se encontraba compuesta por: i) bonos corporativos y papeles comerciales por un saldo de S/ 390.6 MM; ii) préstamos bancarios por S/ 216.2 MM;

<sup>1</sup> Excluye el impacto de los costos financieros en el costo de ventas.

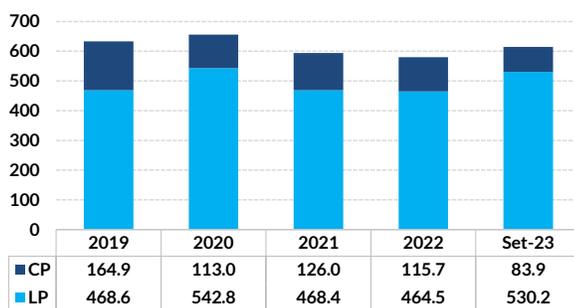
<sup>2</sup> Incluyen el efecto de los gastos financieros registrados en el costo de ventas (intereses capitalizados sobre activos calificables).

iii) arrendamientos financieros por S/ 5.2 MM; y, iv) préstamos de terceros por S/ 2.2 MM.

En los primeros nueve meses del año, la Compañía incrementó el nivel de la deuda financiera en S/ 193.8 MM, de los cuales S/ 133.6 MM correspondieron a emisiones privadas de bonos corporativos con fin social a través de un organismo multilateral, y así poder financiar la compra de terrenos y ejecución de proyectos.

En relación a la estructura de la deuda, el 13.7% de la deuda financiera se encontraba a corto plazo (incluido la parte corriente de la deuda de largo plazo).

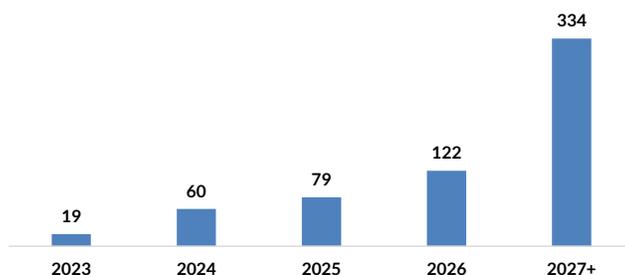
**Evolución Deuda Financiera (S/ MM)**



Fuente: Los Portales

Cabe añadir que, a setiembre 2023 Los Portales y Subsidiarias cuenta con un adecuado esquema de amortización de la deuda financiera, y en opinión de la Clasificadora, no tendría problemas para cumplirlo, considerando su generación y el acceso al mercado de capitales y/o demás fuentes de fondeo.

**Cronograma de Amortización de la Deuda (S/ MM) - Setiembre 2023**

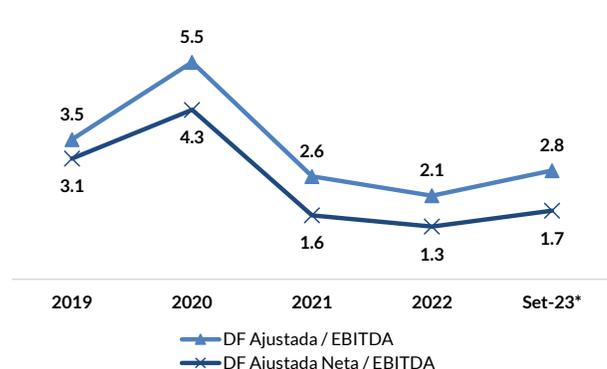


Fuente: Los Portales

Asimismo, Los Portales y Subsidiarias registró pasivos por arrendamiento por S/ 34.2 MM (S/ 54.5 MM a dic. 2022). De esta manera, la Deuda Financiera Ajustada (incluye pasivos por arrendamiento) se ubicó en S/ 648.4 MM (S/ 634.8 MM a dic. 2022).

Debido a la mayor escala de ventas en los últimos dos años, la Compañía ha sido capaz de mantener niveles de endeudamiento controlados, a pesar de haber tomado mayor deuda. Es así que, el ratio de apalancamiento medido como Deuda Financiera Ajustada / EBITDA registrado fue de 2.8x en los últimos 12 meses a setiembre 2023 (2.1x a dic. 2022). En esa misma línea, si se descuenta la caja mantenida, el apalancamiento neto obtenido fue de 1.7x en el año móvil finalizado a setiembre 2023 (1.3x a dic. 2022). Cabe mencionar que, este último indicador se ha mantenido alrededor de 3.0x en los últimos cinco años, sin considerar el 2020 (año atípico).

**Apalancamiento Financiero**



\* Últimos 12 meses.  
 DF Ajustada: Deuda Financiera + Pasivos por Arrendamiento  
 Fuente: Los Portales

Asimismo, parte importante de las Cuentas por Pagar Comerciales corresponden a la adquisición de terrenos adquiridos a plazo (41%), los cuales cuentan con vencimientos de hasta 5 años y no devengan intereses. Si adicionamos a la Deuda Financiera Ajustada Neta las Cuentas por Pagar Comerciales únicamente referentes a la compra de terrenos, el apalancamiento neto se ubicaría en 2.2x en el año móvil a setiembre 2023 (2.0x a diciembre 2022).

Por otro lado, Los Portales y Subsidiarias históricamente ha registrado niveles de liquidez corriente adecuados, mostrando estabilidad en el tiempo. Es así que, a setiembre 2023, se registró una liquidez corriente de 1.67x (1.44x a fines del 2022).

Según sensibilizaciones realizadas por A&A, en las que se ajustaron variables como: demanda, inflación, entre otros; para fines del 2023 se estima que el ratio de liquidez corriente se mantendría alrededor de 1.30x, mientras que el ratio de apalancamiento ajustado neto medido como Deuda Financiera Ajustada Neta / EBITDA se ubicaría alrededor de 3.0x.

De otro lado, en lo que respecta al reparto de dividendos, en Junta Obligatoria de Accionistas (de fecha 9 de marzo 2022)

se acordó la distribución de S/ 32.0 MM, los cuales fueron pagados el 29 de marzo del 2022. Asimismo, el 14 de abril y 21 de julio del 2023 se pagaron dividendos por montos de S/ 39.6 MM y S/ 63.7 MM, respectivamente; este último resultado de la venta del negocio Los Portales Estacionamientos.

Dividendos Pagados (S/ MM)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Set-23
Dividendos Pagados	16.5	14.7	19.8	10.8	24.0	32.0	103.3

\* Fuente: Los Portales S.A.

## Características de los Instrumentos

### Segundo Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales

En Junta Universal del 31 de julio del 2017, se aprobó el Segundo Programa de Papeles Comerciales – Oferta Pública Los Portales, hasta por monto máximo en circulación de US\$25.0 MM, o su equivalente en soles. Posteriormente, en el 2018 se realizó una adenda al Prospecto Marco, en la que se modificó el monto máximo en circulación a US\$30.0 MM o su equivalente en soles.

Los Papeles Comerciales bajo el Programa mantendrían una garantía genérica sobre el patrimonio del Emisor además de una fianza solidaria de las siguientes subsidiarias de la Compañía: Los Portales Departamentos S.A.C. y LP USA S.A.

Los recursos obtenidos de las emisiones serían destinados a sustituir pasivos existentes u otros usos corporativos.

El Emisor podría realizar una o más Emisiones en el marco del Programa y cada una de las Emisiones podría comprender una o más Series. Además, no existiría prelación entre los distintos instrumentos a ser emitidos dentro del Programa, siendo el pago de éstos *pari passu* y a prorrata con todas las demás obligaciones, presentes o futuras, no garantizadas del Emisor, y, por lo tanto, no se encontrarían condicionados ni subordinados con relación a otras obligaciones, de crédito o endeudamiento, no garantizadas del Emisor, salvo en los casos establecidos en las normas aplicables.

El Programa ya venció, por lo que no se realizarán nuevas emisiones en el marco del mismo.

### Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales

En Junta General de Accionistas del 10 de julio 2023 se aprobó el Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales, hasta por monto máximo en circulación de US\$30.0 MM, o su equivalente en soles.

Los Papeles Comerciales a ser emitidos bajo el Programa mantendrán una garantía genérica sobre el patrimonio del Emisor. Los recursos obtenidos de las emisiones serían destinados a sustitución de pasivos, capital de trabajo y/u otros usos corporativos.

El Emisor podrá realizar una o más Emisiones en el marco del Programa y cada una de las Emisiones podría comprender una o más Series. Además, no existiría prelación entre los distintos instrumentos a ser emitidos dentro del Programa, siendo el pago de éstos *pari passu* y a prorrata con todas las demás obligaciones, presentes o futuras, no garantizadas del Emisor, y, por lo tanto, no se encontrarán condicionados ni subordinados con relación a otras obligaciones, de crédito o endeudamiento, no garantizadas del Emisor, salvo en los casos establecidos en las normas aplicables.

El Tercer Programa cuenta con una vigencia de seis años contados a partir de la inscripción del Programa en el RPMV.

Para mayor detalle acerca del Programa y de las Emisiones, se recomienda revisar los Contratos y/o Prospectos Marco y/o Complementarios, así como los demás documentos finales del Programa.

**Resumen Financiero - Los Portales S.A. y Subsidiarias**

Tipo de Cambio S./US\$ a final del Período	3.79	3.81	3.99	3.62	3.31
	----- Con NIIF 16 -----				
(Cifras en miles de S/.)	12M Set-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA <sup>(1)</sup>	235,371	299,792	250,050	129,625	198,581
Mg. EBITDA	23.9%	28.3%	29.3%	26.1%	25.0%
FCF / Ingresos	-14.6%	5.0%	23.0%	18.2%	8.1%
ROE (promedio)	16.4%	19.4%	13.4%	2.4%	12.9%
<b>Cobertura</b>					
EBITDA / Gastos Financieros Totales	3.6	4.5	3.3	1.9	3.1
EBITDA / Servicio de deuda <sup>(3)</sup>	1.6	1.7	1.3	0.7	0.9
(FCF + Gastos Financieros) / Servicio de deuda	-0.5	0.7	1.4	0.9	0.6
(FCF + G. Fin. + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	1.1	2.0	2.6	1.8	1.0
CFO / Inversión en Activo Fijo y Prop. de Inv.	0.8	1.4	2.0	2.0	1.5
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>					
Deuda financiera total / Capitalización ajustada	47.9%	46.2%	50.6%	55.2%	55.1%
Deuda financiera ajustada / EBITDA	2.8	2.1	2.6	5.5	3.5
Deuda financiera ajustada neta / EBITDA	1.7	1.3	1.6	4.3	3.1
(Deuda financiera ajust. + CxP Adquisición de Terrenos) / EBITDA	3.2	2.7	3.5	7.0	4.4
(Deuda financiera ajust. neta + CxP Adquisición de Terrenos) / EBITDA	2.2	2.0	2.5	5.7	3.9
Costo de financiamiento estimado	10.4%	10.8%	11.6%	10.2%	9.2%
Deuda financiera CP / Deuda financiera	13.7%	19.9%	21.2%	17.2%	26.0%
(Caja + CxC CP + Existencias) / (Deuda Fin. CP + CxC CP)	3.1	2.0	2.1	2.3	1.9
Deuda Fin. Neta / (Existencias + Inv. Inmobiliarias)	42.5%	41.3%	44.4%	67.6%	74.0%
<b>Balance</b>					
Activos totales	1,969,158	2,052,550	1,973,151	1,752,323	1,745,453
Caja e inversiones corrientes	238,823	234,352	246,287	156,765	95,568
Deuda financiera Corto Plazo	83,939	115,713	125,961	113,000	164,887
Deuda financiera Largo Plazo	530,239	464,506	468,374	542,793	468,558
Deuda financiera	614,178	580,219	594,335	655,793	633,445
Pasivos por Arrendamiento	34,184	54,531	57,176	57,535	69,848
Deuda financiera ajustada <sup>(4)</sup>	648,362	634,750	651,511	713,328	703,293
Cuentas x Pagar Adquisición de Terrenos	115,127	185,750	229,691	187,912	162,700
Patrimonio Total	706,445	738,315	636,911	579,929	573,691
Capitalización ajustada <sup>(5)</sup>	1,354,807	1,373,065	1,288,422	1,293,257	1,276,984
Ctas. x Cobrar Comerciales + Ctas. x Cobrar de Orden	960,180	863,229	835,706	738,759	681,741
Cuentas x Cobrar Comerciales	724,501	756,148	731,563	645,277	624,740
Cuentas de Orden (por CxC) <sup>(6)</sup>	235,679	107,081	104,143	93,482	57,001
Ratio de Liquidez corriente	1.7	1.4	1.3	1.6	1.5
<b>Flujo de caja</b>					
Flujo generado por las operaciones (FFO)	158,545	208,451	211,046	141,783	171,019
Variación de capital de trabajo <sup>(7)</sup>	25,175	109,005	220,757	62,733	71,308
<b>Flujo de caja operativo (CFO) <sup>(8)</sup></b>	<b>183,720</b>	<b>317,456</b>	<b>431,803</b>	<b>204,516</b>	<b>242,327</b>
Inversiones en Activos Fijos y Propiedades de Inv.	-223,838	-232,128	-211,463	-103,058	-157,766
Dividendos comunes	-103,345	-32,000	-24,000	-10,845	-19,830
<b>Flujo de caja libre (FCF) <sup>(9)</sup></b>	<b>-143,463</b>	<b>53,328</b>	<b>196,340</b>	<b>90,613</b>	<b>64,731</b>
Ventas de Activo Fijo	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	71,787	-10,671	-698	6	-6,425
Variación neta de deuda	84,974	-38,503	-105,515	-26,829	-29,531
Otros financiamientos, netos	-29,918	-17,850	-605	-2,593	-4,372
Diferencia en cambio del efectivo y otros	-	1,761	-	-	-
<b>Variación de caja</b>	<b>-16,620</b>	<b>-11,935</b>	<b>89,522</b>	<b>61,197</b>	<b>24,403</b>
<b>Resultados</b>					
Ingresos	983,516	1,058,382	853,403	497,452	795,198
Variación de Ventas	-7.1%	24.0%	71.6%	-37.4%	0.2%
Utilidad operativa (EBIT)	202,580	268,139	218,686	93,163	159,908
Gastos Financieros Totales (G. Fin. + G. Fin Arrend y otros) <sup>(10)</sup>	65,776	66,748	76,304	68,720	63,830
<b>Resultado neto</b>	<b>114,941</b>	<b>133,418</b>	<b>81,316</b>	<b>13,992</b>	<b>70,507</b>

**EBIT:** Excluye el impacto de los costos financieros en el costo de ventas (no incluye otros ingresos y egresos, ni cambios en el valor razonable de prop. de inv.).

<sup>(1)</sup> **EBITDA** = EBIT + Depreciación + Amortización. Excluye el impacto de los costos financieros en el costo de ventas.

<sup>(2)</sup> **Cargos fijos** = Gastos Fin. + Dividendos Pref. + Arriendos .

**FFO** = Rstdo. Neto + Deprec. + Amort. + Rstdo. en Venta de Activos + Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstdo. Neto + Var. en Otros Activos + Variación de Otros Pasivos - Dividendos Preferentes.

<sup>(3)</sup> **Servicio de deuda** = Gastos Fin. + Deuda de Corto Plazo // <sup>(4)</sup> **Deuda financiera ajustada** = Incluye pasivos por arrendamiento a partir del 2018.

<sup>(5)</sup> **Capitalización ajustada:** Deuda ajustada total + patrimonio total + acciones preferentes + interés minoritario + pasivos por arrendamiento .

<sup>(6)</sup> **Cuentas x Cobrar de Orden:** Corresponden principalmente a letras por cobrar a clientes por lotes vendidos aún no entregados.

<sup>(7)</sup> **Var. de Capital de Trabajo** = Cambio en Ctas.x Cobrar Comerc. + Cambio en Existencias - Cambio en Ctas.x Pagar Comerc.

<sup>(8)</sup> **CFO** = FFO + Variación de capital de trabajo. // <sup>(9)</sup> **FCF** = CFO + Inversión en Activo Fijo + Pago de Dividendos Comunes

<sup>(10)</sup> **Gastos Financieros Totales:** Incluye el impacto de los gastos financieros considerados en el costo de ventas .



### Antecedentes

Emisor:	Los Portales S.A.
Domicilio legal:	Jr. Mariscal La Mar 991, piso 7, Magdalena del Mar
RUC:	20301837896
Teléfono:	(01) 211-4470

### Relación de directores\*

Ernesto Raffo Paine	Presidente del Directorio
José Casas Godoy	Director
Guillermo Velaochaga Raffo	Director
Prospero Ortega Castro	Director
Ernesto Fernandini Raffo	Director
Alberto Pescetto Raffo	Director
Guadalupe Phillips Margain	Director
Rodrigo Quintana Kawage	Director
Ricardo Ibarra García	Director Suplente
Catherine Raffo Paine	Director Suplente

### Relación de ejecutivos\*

Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Adolfo Rogel Villalba	Gerente Central de Administración y Finanzas
Wilfredo de Souza Ferreyra Ugarte	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios (hasta octubre 2023)
Guillermo Velaochaga Raffo (e)	Gerente Central de la Unidad de Vivienda (desde noviembre 2023)
Juan García Apac	Gerente de Planeamiento
Vanessa Villagrán Rojas	Gerente de Negocios Hoteleros
Janeth Zelada Rodriguez	Gerente de Contabilidad
Ernesto Stowers Perez	Gerente Legal

### Relación de accionistas (según derecho a voto)\*

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

(\*) Nota: Información a noviembre 2023

## CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. *CLASIFICADORA DE RIESGO*, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución SMV N°032-2015-SMV/01 y sus modificatorias, acordó las siguientes clasificaciones de riesgo para los siguientes instrumentos:

	<u>Clasificación*</u>
Segundo Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales	CP-1- (pe)
Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales	CP-1- (pe)

## Definiciones

**CATEGORÍA CP-1 (pe):** Corresponde a la más alta capacidad de pago oportuno de sus obligaciones financieras reflejando el más bajo riesgo crediticio.

( + ) Corresponde a instituciones con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.

( - ) Corresponde a instituciones con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.

(\*) 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. En la página web de la Clasificadora (<http://www.aai.com.pe>), se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta y la metodología de clasificación respectiva.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.5% de sus ingresos totales del último año.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.