

LOS PORTALES S.A.

| | |
|--|---|
| Informe con EEFF de 30 de junio de 2023¹ | Fecha de Comité: 14 de setiembre de 2023 |
| Periodicidad de actualización: Semestral | Sector Inmobiliario, Perú |

| | | |
|--|--|----------------|
| Equipo de Análisis | | |
| Ines Vidal ividal@ratingspcr.com | Michael Landauro mlandauro@ratingspcr.com | (511) 208.2530 |

| | | |
|--|--|---------------|
| Historial de Calificaciones | | |
| Fecha de información | | Jun-23 |
| Fecha de comité | | 14/09/2023 |
| Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales | | PE2+ |
| Perspectiva | | Positiva |

Significado de la clasificación

Categoría PE2: Emisiones con certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del deudor son firmes; sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento.

Las categorías de emisiones de corto plazo podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la clasificación alcanzada entre las categorías 2 y 3 inclusive.

La clasificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio 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 PCR (<http://www.ratingspcr.com/informes-pais.html>), puede consultar documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Racionalidad

En Comité de Clasificación de riesgo, PCR decidió asignar la calificación de “PE2+” al Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo, con perspectiva “positiva”, con información al 30 de junio del 2023. Dicha decisión se fundamenta en el mayor nivel de ingresos que derivan de sus principales segmentos, habilitación urbana y vivienda social a comparación de los niveles prepandemia. No obstante, se ponderan el menor resultado bruto y márgenes operativos. Por otro lado, se consideran el reducido nivel de apalancamiento, la mejora en la liquidez y adecuada cobertura de sus obligaciones. Finalmente, pondera de forma positiva la diversificación geográfica de los negocios, el desarrollo de los canales digitales y los resguardos financieros del programa de deuda.

Perspectiva

Positiva

Resumen Ejecutivo

- **Experiencia de la compañía:** Los Portales S.A. tiene más de 50 años en el mercado inmobiliario, asimismo posee una amplia plana gerencial profesional y con experiencia en el sector. Asimismo, la compañía adecua sus estrategias y operaciones de acuerdo con el desempeño del sector y las necesidades de sus clientes para asegurar su eficiencia en cuanto a la implementación de nuevos procesos y reducción de costos y gastos.
- **Evolución de los ingresos.** A jun-23, la compañía registró un nivel de ventas de S/ 340.6 MM, mayor en +1.3% (+S/ 4.4 MM) respecto a jun-22, explicado principalmente por un incremento en los ingresos por financiamiento de venta de inmuebles, el cual se incrementó en +9.9% (+S/ 4.9 MM), alcanzando los S/ 54.2 MM, el cual fue ligeramente mitigado con la reducción de ingresos por venta de inmuebles (-0.2%; -S/ 0.5 MM), totalizando S/ 285.4 MM.
- **Capacidad de generación operativa.** A jun-23, el EBIT del periodo (sin ajuste) registró una reducción interanual del 15.8% (-S/ 13.9 MM) por un menor resultado bruto de la compañía. Asimismo, se registró durante el periodo un EBIT Ajustado de S/ 76.2 MM (-21.4%, -S/ 20.7 MM respecto a jun-2022) y un EBITDA Ajustado de S/ 82.2 MM, inferior en 19.3% (-S/ 19.6 MM), a lo registrado en junio 2022. En términos anualizados, el EBIT Ajustado fue de S/ 213.6 MM (-17.5%; -S/ 45.4 MM) y el EBITDA Ajustado fue de S/ 225.0 MM (-16.4%, -S/ 44.1 MM), con lo cual, el margen EBITDA Ajustado se ubicó en 27.3%, similar a junio 2022 (30.4%).
- **Mayores niveles de liquidez.** A jun-23, la compañía presentó un ratio de liquidez general de 1.7x, mayor a lo registrado a dic-22 (1.3x) y jun-22 (1.2x), debido principalmente al incremento del nivel de existencias al igual que el superior nivel de caja siendo S/ 212.1 MM, (dic-22: S/ 122.5 MM; jun-22: S/ 136.7 MM), esto debido principalmente a mayor toma de financiamiento de largo plazo para las operaciones.
- **Nivel de endeudamiento y cobertura.** A jun-23, la Deuda Financiera alcanzó un valor de S/ 601.0 MM, superior en +20.5% (+S/ 102.3 MM) respecto a jun-22. Este incremento se dio por el mayor saldo de Bonos Corporativos y

¹ EEFF No Auditados.

Papeles Comerciales (+S/ 91.9 MM, +32.0%) y de Préstamos bancarios (+S/ 16.1 MM, 8.1%). En consecuencia, el ratio de Deuda Financiera Neta sobre Patrimonio disminuyó ligeramente a 0.52x (jun-22: 0.54x). Cabe precisar que la compañía mantiene moderados niveles de endeudamiento, en línea a lo históricamente reportado. Así, el ratio de endeudamiento se ubicó en 1.5x a jun-23 (jun-22: 1.7x). Por otro lado, el Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda ajustado se ubicó en 1.7x, (jun-22: 1.9x); mientras que, en términos anualizados, el ratio EBITDA Ajustado / Gasto financiero fue de 4.6x (jun-22: 7.7x). Por su parte, el ratio Deuda Financiera Neta a EBITDA Ajustado registró un incremento, ubicándose en 1.7x (jun-22: 1.3x).

Factores Clave

Factores que podrían elevar la calificación:

- Mejora sostenida de los niveles de los ingresos.
- Mejora sostenida en los niveles de cobertura.
- Reducción sostenida del nivel de apalancamiento.

Factores que podría reducir la calificación:

- Deterioro sostenido de los niveles de ingreso derivado de un deterioro de las condiciones económicas del país, reducción de la capacidad adquisitiva de la población o aumento de costos de financiamiento.
- Incremento de los niveles de endeudamiento que afecten los niveles de cobertura, por debajo del nivel histórico.

Hechos de importancia

- El 03 de julio de 2023, la empresa anunció el acuerdo en la Junta General de Accionistas de Los Portales S.A. de distribución de dividendos por S/ 63.7 MM.
- El 30 de junio de 2023, la empresa anunció que se perfeccionó la transferencia de propiedad antes comunicada y que ya no es titular de ninguna acción de Los Portales Estacionamientos S.A.
- El 09 de junio de 2023, la empresa anunció la suscripción del contrato de compraventa de acciones con ciertos fondos de AC Capitales, en virtud de ello, Los Portales S.A. se ha obligado a transferir el 85% del capital social de Los Portales Estacionamientos S.A. Asimismo, la empresa ha suscrito del contrato de compraventa de acciones de GR Holding S.A., en virtud de ello, se verá obligado a transferir el 14.99% de las acciones de Los Portales Estacionamientos S.A. en la fecha que se realice la transferencia de las acciones en ambos contratos.
- El 30 de marzo de 2023, La Junta Anual Obligatoria de Accionistas acordó i) elección de miembros del directorio para el ejercicio 2023, ii) aprobación de la gestión social, iii) propuesta de aplicación de utilidades a los resultados del ejercicio del 2022 por S/115.8MM, iv) aprobación de un nuevo tramo hasta un máximo de USD\$ 5.0MM adicionales al programa de Emisión por Oferta Privada de Bonos Corporativos
- El 28 de marzo de 2023, la empresa anunció los resultados de la colocación de la Serie B de la Primera Emisión Privada de Bonos Corporativos Sociales de Los Portales S.A. por S/67.9MM, con una fecha de redención de 10 años.
- El 23 de marzo de 2023, la empresa anunció el acuerdo en la Junta General de Accionistas de Los Portales S.A. de distribución de dividendos por S/ 39.6MM.
- El 21 de marzo de 2023, la empresa informó los resultados de la colocación de la Serie G del Segundo Programa de Papeles Comerciales de Oferta Pública Los Portales S.A. por S/10.1MM, con un plazo de vencimiento de 360 días, con rendimiento implícito de 8.9061%.
- El 25 de enero del 2023, la empresa anunció la colocación de S/65.7MM de la Serie A de la Primera Emisión Privada de Bonos Corporativos Sociales de Los Portales S.A.
- El 27 de diciembre de 2022, una calificadora de internacional ha asignado una calificación de calidad de sostenibilidad de SQS3 (buena) a las credenciales de sostenibilidad del marco de bonos sociales de Los Portales S.A. de diciembre 2022.
- El 22 de diciembre de 2022, la empresa anunció la suscripción del contrato de Emisión a la Primera Emisión Privada de Bonos Corporativos Sociales mediante Oferta Privada hasta por un monto equivalente en soles de USD\$ 35.0MM, la cual se podrá llevar a cabo hasta en dos series de bonos corporativos.
- El 18 de noviembre de 2022, la empresa informó el anuncio de colocación de la serie de Emisión de Papeles Comerciales, correspondiente a la Quinta Emisión de la serie F del Segundo Programa de Papeles Comerciales, Oferta Pública, por un monto de S/ 12.3 MM con un rendimiento implícito de 8.7187%.
- El 26 de agosto de 2022, la empresa anunció los resultados con relación al Sexto Programa de Bonos Corporativos de Oferta Privada, colocándose un importe total de S/ 9,675,000 a un plazo de 2 años.
- El 18 de agosto de 2022, la empresa informó el inicio del proceso de Due Diligence para la obtención de financiamiento por USD 35 MM vía oferta privada de bonos, que sería utilizado para el desarrollo de proyectos de habilitación urbana y vivienda social.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación rigurosa de la metodología vigente para calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores, cuya aprobación se realizó en sesión N°001 del Comité de Metodologías con fecha 06 de junio 2016.

Información utilizada para la clasificación

- **Información financiera:** Estados Financieros Separados de Los Portales S.A. Auditados 2018-2022 y no auditados junio 2022 y 2023. Adicionalmente, los contratos marco y contratos complementarios de las emisiones.
- **Riesgo Crediticio:** Estados Financieros de Los Portales S.A.

- **Riesgo de Liquidez:** Estados Financieros de Los Portales S.A.
- **Riesgo de Solvencia:** Estados Financieros de Los Portales S.A.

Limitaciones y limitaciones potenciales

- **Limitaciones encontradas:** No se encontró limitaciones respecto a la información presentada por la empresa.
- **Limitaciones Potenciales (Riesgos Previsibles):** La clasificación toma en cuenta el estado actual del contrato de emisión (y contrato complementario). Adicionalmente, el deterioro de la actividad económica, reducción de los niveles de ingresos, y el incremento de las tasas de interés, lo que afectarían el costo del financiamiento.

Contexto Económico

La economía peruana registró una ligera contracción de -0.5% durante el primer semestre del 2023 respecto al mismo periodo del 2022. Esta reducción se da principalmente a la incidencia negativa del sector manufactura, construcción, agropecuario y pesca. Cabe señalar, que el desempeño de la actividad productiva en las regiones se vio perjudicado por la presencia del ciclón Yaku, en especial al norte del país que ocasionó inundaciones, huaicos y desbordos, afectando el tránsito de las vías terrestres; así como El Niño costero, que afectó las actividades primarias (agropecuario y pesca) y de transformación (manufactura y construcción), al igual que los rezagos de los conflictos sociales de finales del año anterior e inicio del presente que afectó las expectativas de inversionistas y demás agentes económicos, aunado a los inicios del fenómeno de El Niño Global. El menor dinamismo general en estos sectores generó que el sector financiero también tenga una contracción general en el dinamismo de los créditos.

En cuanto al desempeño de los principales sectores que componen el PBI local a jun-2023, los que presentaron crecimiento fueron otros servicios (+4.1%, derivado de la mayor actividad del subsector transporte principalmente vía aérea a diversos destinos, así como favorecido por el reinicio de clases escolares; mayor avance de alojamiento y restaurantes derivado del dinamismo de negocios de comida, ampliación o remodelación de locales, catering de eventos musicales y deportivos, bares, discotecas, feriados, entre otros.), minería e hidrocarburos (+9.8%, derivado del avance de la minería metálica en cobre y hierro por Quellaveco, Las Bambas y Southern, contrastando la menor explotación de líquidos de gas natural y petróleo crudo), y comercio (+2.7%, derivado por el mayor comercio al por mayor en maquinarias, equipos médicos, electrónicos y repuestos mineros; comercio minorista por venta de combustible y lubricantes, medicinas, cosméticos, prendas de vestir, ventas online, entre otros).

En contraste, los sectores que mostraron mayor contracción fueron construcción (-9.0%, debido al menor consumo de cemento por las prolongadas lluvias, huaycos, así como bloqueos y marchas violentas), sector manufactura (-6.1%, derivado del menor actividad con madera, plásticos, envases, fabricación de prendas, entre otros) y agropecuario (-3.4%, debido al retraso de siembras y cosechas de la presente campaña agrícola y desfavorables condiciones climáticas por ausencia de lluvias, que afectaron el normal desarrollo y fortificación del cultivo), y finalmente el sector pesca (-31.7%, relacionado a los cambios en temperaturas que afectaron en la superficial del mar y la ausencia de condiciones biológicas favorables que permiten el desarrollo de actividades extractivas en la zona Centro-Norte).

| PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS PERÚ | | | | | | | | |
|--|-------|--------|--------|-------|--------|---------|-------------|----------------|
| INDICADORES | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | IS-2023 | 2023 (E) | 2024 (E) |
| PBI (var. % real) | 4.0% | 2.2% | -11.0% | 13.6% | 2.7% | -0.5% | 2.2% | 3.0% |
| PBI Minería e Hidrocarburos (var. %) | -1.5% | 0.0% | -13.4% | 7.5% | 0.35% | +9.8% | 8.3% / 4.7% | 2.4% / 4.9%*** |
| PBI Manufactura (var. %) | 5.7% | -1.7% | -12.5% | 18.6% | 1.0% | -6.1% | 0.0% | 3.3% |
| PBI Electr & Agua (var. %) | 4.4% | 3.9% | -6.1% | 8.5% | 3.9% | +5.2% | 4.3% | 3.9% |
| PBI Pesca (var. % real) | 39.8% | -17.2% | 4.2% | 2.8% | -13.7% | -31.7% | -15.0% | 10.5% |
| PBI Construcción (var. % real) | 5.4% | 1.4% | -13.3% | 34.5% | 3.0% | -9.0% | 0.0% | 3.2% |
| Inflación (var. % IPC)* | 2.0% | 1.9% | 2.0% | 6.4% | 8.5% | 6.5% | 3.3% | 2.4% |
| Tipo de cambio cierre (S/ por US\$)** | 3.36 | 3.36 | 3.60 | 3.97 | 3.81 | 3.81 | 3.70 – 3.80 | 3.75 – 3.80 |

Fuente: INEI-BCRP / Elaboración: PCR

*Variación porcentual últimos 12 meses

**BCRP, tipo de cambio promedio de los últimos 12 meses. Encuesta de Expectativas de Tipo de Cambio BCRP.

***BCRP, Reporte de Inflación a junio 2023. Las proyecciones de minería e hidrocarburos están divididas, respectivamente.

El BCRP proyecta que la economía tendrá un crecimiento de 2.2% al cierre del 2023, siendo un ritmo más lento que el año previo. Esta revisión a la baja responde a la desaceleración de las actividades no primarias, que están relacionadas al consumo privado e inversión pública, así como la contracción de la inversión privada. Así, en el caso de la pública hay un efecto calendario dado el primer año de las autoridades subnacionales y su impacto sobre el gasto, mientras que la inversión privada se recuperaría de forma gradual luego de la inestabilidad sociopolítica que se generó, principalmente durante el 1T-2023. En contraste, se espera que exista una mejora en el sector primario respecto al 2022, donde se prevé la entrada en operación de Quellaveco y menor cantidad de paralizaciones. Asimismo, complementa el mantenimiento de la veda pesquera, datos desfavorables del sector agropecuario, manufactura, construcción derivado de conflictos sociales y menor demanda interna y efectos climáticos adversos principalmente por la presencia de huaycos e inundaciones en la zona norte del país.

Asimismo, el BCRP proyecta que la tasa de inflación alcance 3,3 por ciento a fines de 2023, lo que representa una revisión al alza respecto al Reporte de marzo (3,0 por ciento). La revisión toma en cuenta el efecto de los eventos climáticos adversos y la gripe aviar sobre los precios de alimentos. Se espera que la inflación disminuya en el horizonte de proyección y cierre en 2,4 por ciento en 2024. El retorno al rango meta asume una reversión del efecto de factores transitorios sobre los precios (tipo de cambio, precios internacionales de combustibles y granos), un

contexto en el que se espera que las expectativas de inflación regresen al rango meta y la actividad económica se sitúe alrededor de su nivel potencial.

El sesgo al alza del balance de riesgos para la proyección de inflación se ha incrementado en relación con el Reporte anterior. Los riesgos para la proyección incluyen principalmente las siguientes contingencias: (i) menor demanda en caso de que no se recupere la confianza empresarial y del consumidor debido a la persistencia de la inestabilidad política; (ii) desaceleración del crecimiento global, que implicaría una menor demanda de exportaciones; (iii) intensificación de las tensiones geopolíticas, que podrían exacerbar y prolongar la actual crisis energética y alimentaria; (iv) la posibilidad de eventos climáticos como un Niño global fuerte con un alto impacto adverso sobre la economía; y (v) presiones al alza del tipo de cambio, salida de capitales y mayor volatilidad en los mercados financieros por episodios de mayor incertidumbre política, perturbaciones en el crecimiento, o por el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.

Aspectos Fundamentales

Reseña

Los Portales S.A inició operaciones en 1996 y se dedica al desarrollo de proyectos de habilitación urbana de terrenos y de construcción de viviendas multifamiliares. Desarrolla además actividades de inversión y operación de servicios hoteleros en Perú y al desarrollo.

Accionariado y Plana Gerencial

A junio de 2023, el Capital Social asciende a S/ 253.7 MM, representado por igual número de acciones comunes con un valor nominal de S/ 1.00. Los accionistas de la empresa son: GR Holding (empresa del Grupo Raffo) con 50% de participación, y Constructoras ICA S.A de C.V. con el 49.99% de participación, mientras que el resto corresponde a Ingenieros Civiles Asociados S.A de C.V.

La plana gerencial está encabezada por el Sr. Guillermo Velaochaga Raffo como Gerente General², quien es también Director de Los Portales desde el año 2012, lo acompaña el Sr. Wilfredo de Souza Ferreyra Ugarte como Gerente de Negocios Inmobiliarios quien ingresó en el año 1997 y la Sra. Vanessa Villagran Rojas como Gerente de Negocios Hoteleros. Por su parte, el Directorio está compuesto por profesionales con gran experiencia en los sectores inmobiliario y hotelero en Perú y México.

| ACCIONISTAS A JUNIO DE 2023 | |
|--|----------------|
| ACCIONISTAS | |
| GR Holding | 50.00% |
| Constructoras ICA S.A de C. V. | 49.99% |
| Ingenieros Civiles Asociados S.A de C.V. | 0.01% |
| Total | 100.00% |

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

DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL A JUNIO 2023

| DIRECTORIO | | PLANA GERENCIAL | |
|---|------------|---|--|
| Raffo Paine, Ernesto Arturo | Presidente | Velaochaga Raffo, Guillermo Juan | Gerente General |
| Casas Godoy, Jose Bernardo | Director | Rogel Villalba, Adolfo | Gerente Central de Administración y Finanzas |
| Fernandini Raffo, Ernesto Alberto Juan Fabian | Director | De Souza Ferreyra Ugarte, Wilfredo Fernando | Gerente de Negocios Inmobiliarios |
| Ortega Castro, Prospero Antonio | Director | Villagran Rojas, Vanessa Desiree | Gerente de Negocios Hoteleros |
| Pescetto Raffo, Alberto Ernesto | Director | Stowers Perez, Ernesto Eugenio | Gerente Legal |
| Phillips Margain, Guadalupe | Director | Garcia Apac, Juan Richard | Gerente de Planeamiento |
| Quintana Kawage, Rodrigo Antonio | Director | Zelada Rodriguez, Janeth | Gerente de Contabilidad |
| Velaochaga Raffo, Guillermo Juan | Director | | |
| Raffo Paine, Catherine Francesca | Director | | |
| Ibarra Garcia Parra, Ricardo | Suplente | | |

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

Estrategia y Operaciones

Operaciones

Las actividades de la compañía comprenden cuatro unidades de negocio:

- **Unidad de viviendas:** Comprende el desarrollo, venta y financiamiento de terrenos, donde destaca las líneas de: a) habilitación urbana con servicios básicos y b) habilitación urbana para vivienda secundaria (venta de lotes de terreno para casas de campo y casas de playa). Además, participa en la construcción de vivienda de interés social como proyectos multifamiliares de vivienda a través de los programas Mivivienda y Techo Propio.
- **Unidad de estacionamientos³.** Opera playas de estacionamiento propias y administra playa de estacionamientos de terceros.
- **Unidad de rentas:** Se dedica a la gestión de arrendamientos de locales comerciales y oficinas de propiedad de la compañía.
- **Unidad de hoteles⁴:** Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros, lo que incluye además la prestación de servicios de alimentos y bebidas, banquetes, y la organización de eventos dentro de los

² Desde abril del 2022, la gestión financiera de la empresa está a cargo del Sr. Adolfo Rogel, quien anteriormente ocupó cargos ejecutivos en el área de Finanzas del Grupo ICA. Actualmente cumple con el cargo de Gerente Central de Administración y Finanzas de Los Portales.

³ Pertenece a la subsidiaria Los Portales Estacionamientos S.A. el cual al 30 de junio del 2023 fue vendida en su totalidad.

⁴ Pertenece a la subsidiaria LP Hoteles S.A.

establecimientos donde opera. Los hoteles se ubican en las principales ciudades del Perú como: Lima, Cusco, Piura y Tarma. Estos están enfocados al segmento de turistas y ejecutivos que demandan servicios de alta gama. La empresa opera 5 hoteles con un total de 288 habitaciones. Cabe resaltar que el 1 de diciembre de 2020, se transfirió el bloque patrimonial a la subsidiaria LP Hoteles S.A.

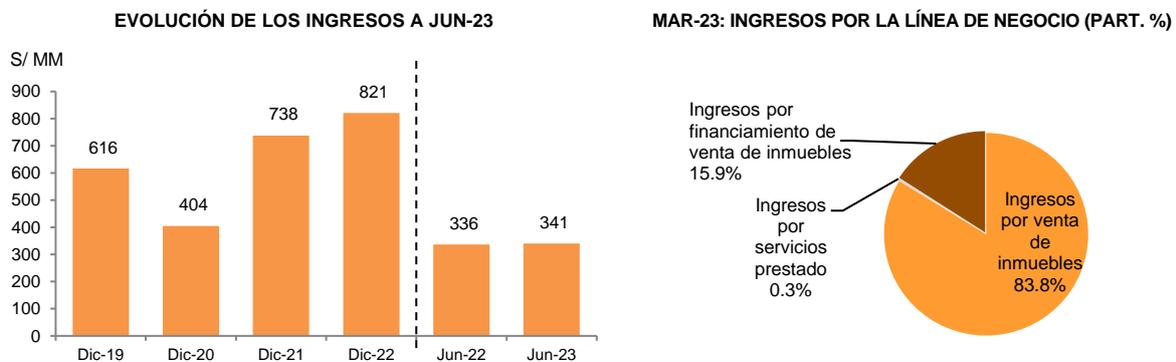
Cabe destacar que las unidades de negocios conforman una integración vertical, siendo la primera fase la compra de terrenos los cuales en su mayoría pueden ser destinados a la habilitación urbana.

La principal línea de negocio es *viviendas*, que comprende habilitación urbana y vivienda social tiene la mayor ponderación de sus ingresos operacionales. En consecuencia, la compañía durante los últimos años ha implementado nuevas estrategias de acuerdo con el desempeño del sector inmobiliario y, en búsqueda de llegar a sus clientes según sus necesidades. De esta manera, ha logrado una mayor participación de ventas, cobranzas y atención al público vía plataformas digitales.

Análisis Financiero de Los Portales S.A.

Eficiencia Operativa

Los Portales, en adelante la compañía o la empresa, a jun-23, registró un nivel de ventas de S/ 340.6 MM, ligeramente mayor en +1.3% (+S/ 4.4 MM) respecto a jun-22, explicado principalmente por un incremento de los ingresos por financiamiento de venta de inmuebles, el cual se incrementó en 9.9% (+S/ 4.9 MM), alcanzando los S/ 54.2 MM; siendo mitigado por el menor registro de ingresos por venta de inmuebles en - S/ 0.5 MM a nivel interanual. En cuanto por unidades de negocio, a la fecha de corte, inmobiliario y rentas generaron S/ 339.6 MM y S/ 915 M respectivamente (jun-22: S/ 335.2 MM y S/ 914 M).

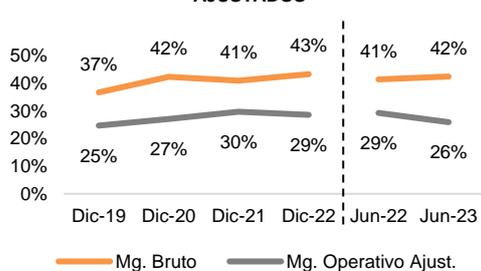


Fuente: Los Portales S.A./ Elaboración: PCR

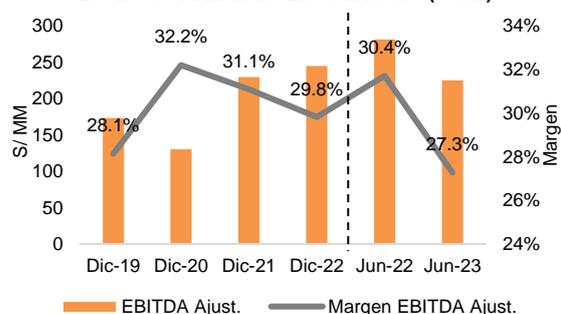
Con respecto al Resultado Operativo Ajustado⁵, a jun-23, presentó una reducción interanual de 21.4% (-S/ 20.7 MM), alcanzando los S/ 76.2 MM, explicado por el menor resultado bruto de la compañía, el cual se redujo en S/ 4.8 MM interanual, aunado al incremento de los gastos operativos aumentando en S/ 9.2 MM a nivel interanual. A manera desagregada, principalmente las variaciones fueron en los gastos de venta y otros gastos operacionales incrementando en S/ 10.7 MM y S/ 7.6 MM, respectivamente, siendo levemente mitigados por otros ingresos que incrementaron en S/ 8.5 MM. Con ello, el EBIT del periodo registró una caída de 15.8% interanual (-S/13.9 MM).

Mientras que el EBITDA Ajustado del periodo fue S/ 82.2 MM, inferior en 19.3% (-S/ 19.6 MM), a lo registrado en junio 2022. En términos anualizados, el EBIT Ajustado fue de S/ 213.6 MM (-17.5%; -S/ 45.4 MM) y el EBITDA Ajustado fue de S/ 225.0 MM (-16.4%, -S/ 44.1 MM), con lo cual, el margen EBITDA Ajustado se ubicó en 27.3%, menor a lo registrado a junio 2022 (30.4%), principalmente debido a que la compañía registra menor nivel de ventas (-S/ 61.4 MM) en comparación a la reducción del EBITDA ajustado.

EVOLUCIÓN DEL MARGEN BRUTO Y MARGEN OPERATIVO AJUSTADOS



EVOLUCIÓN DEL MARGEN OPERATIVO (S/ MM)



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

⁵ Resultado Operativo Ajustado = Resultado Operativo + Capitalización de intereses transferidos a inmuebles terminados.

Rendimiento Financiero

Con relación a los Gastos Financieros, están compuestos principalmente por Intereses Devengados (no considera los intereses capitalizados), con lo que a jun-23 registra un incremento de 35.0%, ubicándose en S/ 25.7 MM (jun-22: S/ 19.1 MM). A nivel desagregado, la deuda financiera a corto plazo se redujo a S/ 85.7 MM (-20.1%, -S/ 21.6 MM), ello por la reducción en el saldo de Bonos y Papeles Comerciales (-52.9%; -S/ 31.7 MM). La deuda de largo plazo registró un valor de S/ 515.3 MM (+31.7%; +S/ 123.9 MM). Adicionalmente, la compañía registró una pérdida neta por diferencia de cambio correspondiente a S/ 6.6 MM (jun-22: S/ 7.8 MM).

Con ello, la compañía registró una Utilidad Antes de Impuesto de S/ 41.7 MM, menor en -31.8% (-S/ 19.5 MM) respecto a jun-22; en esa línea la utilidad registró una caída, obteniendo finalmente una Utilidad Neta de S/ 22.5 MM, menor a lo registrado a jun-22 (-46.3%, -S/ 19.4 MM). Por su parte, el Margen Neto 12M se elevó hasta el 11.7% (jun-22: 13.8%).

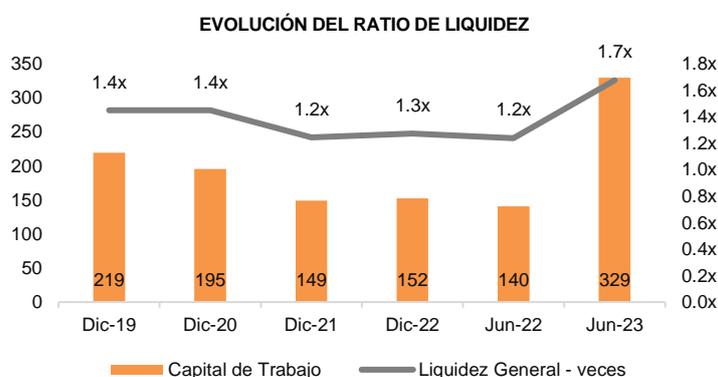
Con ello, los indicadores de rentabilidad registraron una disminución debido al menor registro de Utilidad Neta, en comparación con el incremento del nivel de Patrimonio (+11.7%) producto de mejores resultados acumulados. De esta manera, el ROAE fue de 13.2% (jun-22: 19.0%), explicado principalmente por una caída en el Margen Neto, el cual pasó de 13.8% a 11.7%, aunado a un menor registro en el indicador de rotación de activos, el cual pasó de 0.50x a 0.44x, mientras que el apalancamiento disminuyó de 2.68x a 2.51x.

Liquidez

A junio del 2023, la compañía presentó un ratio de liquidez general de 1.7x, mayor a lo registrado a jun-22 (1.2x), debido principalmente al incremento de los activos corrientes (+11.4%) en comparación con la reducción de los pasivos corrientes (-17.7%). El nivel del activo corriente se explica por el mayor nivel de efectivo y equivalente de efectivo en 55.2% (+S/ 75.4 MM), mayor registro de existencias a jun-23 (+2.3%, +S/ 10.3 MM) logrando un valor de S/ 448.6 MM y menor nivel de cuentas por cobrar comerciales (-S/ 10.1 MM, -7.1%) derivado de la menor venta de inmuebles y de otras cuentas por cobrar (-S/3.9MM; -32.6%) producto del menor anticipo otorgado a los proveedores para aseguramiento de las opciones de compra de terrenos, suministros diversos y equipamiento de negocios de estacionamiento; asimismo, el nivel de caja fue de S/ 212.1 MM, superior a lo registrado a jun-22 (S/ 136.7 MM) y explicado por el mayor saldo en cuentas corrientes.

Por el lado del pasivo corriente, el decremento (-S/ 105.0 MM, -17.7%) se explica principalmente por menores obligaciones financieras corrientes y el menor saldo de cuentas por pagar a comerciales.

Adicionalmente, el saldo final de caja durante el primer semestre del 2023 fue de S/ 212.1 MM, donde el flujo operativo totalizó los S/9.8 MM, inferior a lo registrado en jun-22 (S/95.6 MM), debido a la venta de la subsidiaria LP Estacionamientos y mayor pago de cuentas. Respecto al flujo de inversión, totalizó los S/ 12.7 MM (jun-22: -S/ 64.3 MM), producto del cobro de dividendos y la venta de la subsidiaria; mientras que, el flujo de financiamiento fue de S/ 67.1 MM (jun-22: -S/ 64.0 MM) dado la mayor obtención de financiamiento y menor pago de obligaciones financieras a la fecha de corte. Esto dio un nivel de flujo de S/ 89.6 MM, el cual se agregó al nivel de caja inicial.



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

Solvencia

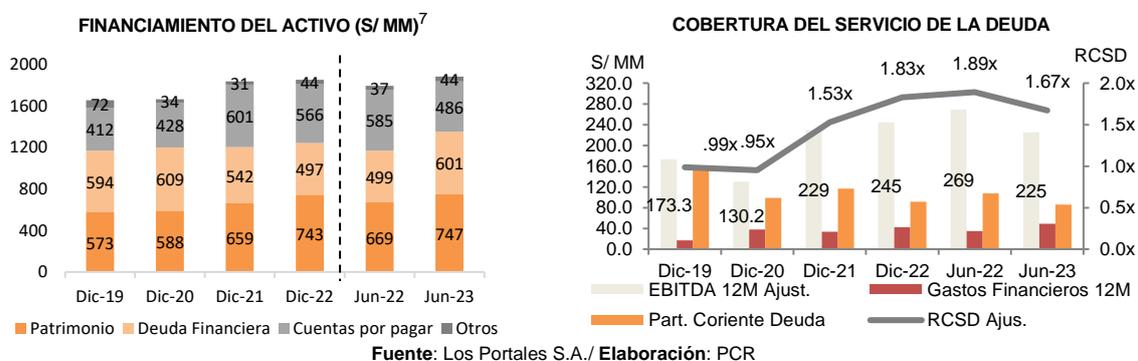
A junio 2023, la compañía presentaba un total de pasivos por S/ 1,131.0 MM, de los cuales, S/ 601.0 MM corresponden a deuda financiera, mayor en 20.5% respecto a jun-2022. La deuda financiera se divide en largo plazo (85.7% de participación) y corto plazo (14.3% de participación). A detalle, la primera se ha incrementado en 31.7% respecto a jun-2023, totalizando en S/ 515.3MM y representa el 45.6% del total de pasivos. Con ello, el ratio de Deuda Financiera / Pasivo Total se ubicó en 0.53x, mayor a lo reportado en jun-22 (0.44x).

A nivel desagregado, la deuda está compuesta principalmente por Bonos Corporativos y Papeles Comerciales por S/ 379.3 MM (63.1% del total). En segundo lugar, se encuentran los préstamos bancarios (35.6%) alcanzando la suma de S/ 214.1 MM, los cuales se encuentran garantizados con hipotecas y fideicomisos⁶. Cabe precisar que, como parte de la estrategia de la compañía, se plantea la toma de deuda de largo plazo a tasas competitivas, cancelar algunas emisiones vigentes y reducir los pasivos de corto plazo como las Cuentas por Pagar Comerciales. Debido a la naturaleza de los negocios, la gran mayoría de la Deuda Financiera es de largo plazo.

⁶ Las garantías correspondientes a letras de cambio en entidades financieras ascienden a S/ 221.3 MM y US\$ 27.9 MM.

La Deuda Financiera ha aumentado en su participación como fuente de fondeo de los activos en el periodo de análisis. Así, al cierre de junio de 2023, este representó el 32.0%, mayor a lo reportado en jun-22 (27.9%). En esa línea, el ratio de Deuda Financiera Neta sobre Patrimonio presentó una reducción en el periodo pasando de 0.54x en jun-2022 a 0.52x en jun-2023, como resultado del incremento en mayor medida del patrimonio que de la deuda financiera. Cabe precisar que la compañía mantiene niveles de endeudamiento en línea a lo históricamente reportado. Así, el ratio de endeudamiento se ubicó en 1.51x a jun-23 (jun-22: 1.68x).

Por otro lado, el Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda ajustado se ubicó en 1.67x, (jun-22: 1.89x), mientras que el ratio EBITDA Ajustado 12M / Gasto financiero fue de 4.59x (jun-22: 7.69x). Por su parte, el ratio Deuda Financiera Neta a EBITDA Ajustado registró una mejora, ubicándose en 1.73x (jun-22: 1.34x).



Finalmente, al cierre de jun-23, Los Portales cuenta con líneas de crédito bancarias aprobadas por US\$ 157.8 MM. Asimismo, cuenta con línea de cartas fianzas por US\$ 228.8 MM. En detalle, se encuentran disponibles US\$ 53.6 MM respecto a las líneas bancarias y US\$ 34.0 MM de línea de cartas fianzas.

Instrumentos Calificados

Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales

En el marco del Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales pueden ser emitidos valores hasta por US\$ 30.0 MM o su equivalente en soles. Los valores que se emitan en virtud de la primera emisión tendrán un plazo no mayor a 364 días a partir de la fecha de inscripción de la emisión en el Registro Público de Mercado de Valores de la SMV. Los recursos obtenidos serán destinados a la sustitución de pasivos, capital de trabajo y/o otros usos corporativos.

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

| | |
|--------------------------|--|
| Emisor | Los Portales S.A. |
| Tipo de Oferta: | Pública |
| Monto del Programa | Hasta US\$ 30.0 MM o su equivalente en Soles en circulación |
| Monto de la 1era Emisión | Hasta S/ 100.0 MM |
| Moneda del Programa | USD o su equivalente en soles |
| Tasa de interés | Se determinará en los respectivos Prospectos y Contratos Complementarios. |
| Valor Nominal | Se determinará en los respectivos Prospectos y Contratos Complementarios. |
| Vigencia del Programa | 6 años |
| Clase | Instrumentos de corto plazo |
| Garantías | Genéricas sobre el patrimonio del emisor. |
| Destino de los fondos | Sustitución de Pasivos, capital de trabajo y/o otros usos corporativos |
| Opción de rescate | El emisor podrá rescatar los instrumentos de corto plazo de acuerdo a Ley. |

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

⁷ Las cuentas por pagar incluyen: cuentas por pagar comerciales, otras cuentas por pagar y cuentas por pagar comerciales a relacionadas.

Anexo

| LOS PORTALES S.A. | | | | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | Dic-19 | Dic-20 | Dic-21 | Dic-22 | Jun-22 | Jun-23 |
| Estado de Situación Financiera (en miles de \$/) | | | | | | |
| Activo Corriente | 709,715 | 632,388 | 765,083 | 711,734 | 734,499 | 818,280 |
| Activo Corriente razón corriente | 680,718 | 612,779 | 734,581 | 697,686 | 716,961 | 792,576 |
| Activo No Corriente | 941,728 | 1,027,576 | 1,067,609 | 1,137,882 | 1,055,079 | 1,059,609 |
| Activo Total | 1,651,443 | 1,659,964 | 1,832,692 | 1,849,616 | 1,789,578 | 1,877,889 |
| Pasivo Corriente | 490,730 | 437,304 | 616,260 | 559,418 | 594,088 | 489,110 |
| Pasivo No Corriente | 587,743 | 634,395 | 557,451 | 547,406 | 526,679 | 641,902 |
| Pasivo Total | 1,078,473 | 1,071,699 | 1,173,711 | 1,106,824 | 1,120,767 | 1,131,012 |
| Patrimonio Total | 572,970 | 588,265 | 658,981 | 742,792 | 668,811 | 746,877 |
| Deuda Financiera | 594,128 | 609,282 | 541,986 | 496,873 | 498,675 | 601,003 |
| Porción Corriente de la deuda de Largo Plazo | 158,988 | 98,713 | 116,810 | 91,578 | 107,304 | 85,725 |
| Porción de Largo Plazo | 435,140 | 510,569 | 425,176 | 405,295 | 391,371 | 515,278 |
| Estado de Resultados (en miles de \$/) | | | | | | |
| Ingresos Operacionales | 616,033 | 404,382 | 738,019 | 820,665 | 336,133 | 340,555 |
| Costos Operacionales | (390,547) | (233,751) | (436,853) | (466,239) | (181,596) | (190,787) |
| Utilidad Bruta | 225,486 | 170,631 | 301,166 | 354,426 | 154,537 | 149,768 |
| Gastos Operacionales | (114,031) | (88,554) | (120,617) | (134,866) | (66,505) | (75,660) |
| Utilidad Operativa | 111,455 | 82,077 | 180,549 | 219,560 | 88,032 | 74,108 |
| Gastos Financieros | (38,209) | (38,209) | (33,332) | (42,322) | (19,067) | (25,748) |
| Otros gastos no operativos | (2,367) | (11,351) | (12,142) | (10,700) | (7,761) | (6,634) |
| Impuestos | (28,243) | (10,366) | (40,359) | (50,727) | (19,374) | (19,261) |
| Utilidad Neta | 68,809 | 22,151 | 94,716 | 115,811 | 41,830 | 22,465 |
| Indicadores Financieros | | | | | | |
| EBITDA y Cobertura | | | | | | |
| Ingresos Operacionales (12 meses) (S/ Miles) | 616,033 | 404,382 | 738,019 | 820,665 | 886,503 | 825,087 |
| Costos Operacionales (12 meses) (S/ Miles) | (390,547) | (233,751) | (436,853) | (466,239) | (181,596) | (190,787) |
| Utilidad Neta (12 meses) (S/ Miles) | 68,809 | 22,151 | 94,716 | 115,811 | 122,146 | 96,446 |
| EBIT Ajustado (12 meses) (S/ Miles) | 151,765 | 109,231 | 218,611 | 234,281 | 258,920 | 213,568 |
| EBITDA Ajustado (12 meses) (S/ Miles) | 173,289 | 130,197 | 229,452 | 244,638 | 269,155 | 225,008 |
| Gastos Financieros (12 meses) (S/ Miles) | 16,770 | 38,209 | 33,332 | 42,322 | 35,005 | 49,003 |
| EBIT Ajust. / Gastos Financieros (12 meses) - veces | 9.05x | 2.86x | 6.56x | 5.54x | 7.40x | 4.36x |
| EBITDA Ajust. / Gastos Finan. (12 meses) - veces | 10.33x | 3.41x | 6.88x | 5.78x | 7.69x | 4.59x |
| Ratio de Cobertura de deuda Ajust. - veces | 0.99x | 0.95x | 1.53x | 1.83x | 1.89x | 1.67x |
| Solvencia | | | | | | |
| Pasivo Corriente / Pasivo Total - veces | 0.46x | 0.41x | 0.53x | 0.51x | 0.53x | 0.43x |
| Pasivo No Corriente / Pasivo Total - veces | 0.54x | 0.59x | 0.47x | 0.49x | 0.47x | 0.57x |
| Deuda Financiera / Pasivo Total - veces | 0.55x | 0.57x | 0.46x | 0.45x | 0.44x | 0.53x |
| Pasivo No Corriente / Patrimonio - veces | 1.03x | 1.08x | 0.85x | 0.74x | 0.79x | 0.86x |
| Deuda Financiera Neta / Patrimonio - veces | 0.93x | 0.84x | 0.57x | 0.50x | 0.54x | 0.52x |
| Pasivo Total / Patrimonio - veces | 1.88x | 1.82x | 1.78x | 1.49x | 1.68x | 1.51x |
| Pasivo No Corriente / EBITDA Ajust. (12 meses) - años | 3.39x | 4.87x | 2.43x | 2.24x | 1.96x | 2.85x |
| Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajust. (12 meses) - veces | 3.08x | 3.81x | 1.62x | 1.53x | 1.34x | 1.73x |
| Deuda Financiera/Activo Total - veces | 0.36x | 0.37x | 0.30x | 0.27x | 0.28x | 0.32x |
| Pasivo Total / Activo Total - veces | 0.65x | 0.65x | 0.64x | 0.60x | 0.63x | 0.60x |
| Rentabilidad | | | | | | |
| Margen bruto (12 meses) (%) | 36.6% | 42.2% | 40.8% | 43.2% | 41.4% | 42.4% |
| Margen operativo Ajust. (12 meses) (%) | 24.6% | 27.0% | 29.6% | 28.5% | 29.2% | 25.9% |
| Margen neto (12 meses) (%) | 11.2% | 5.5% | 12.8% | 14.1% | 13.8% | 11.7% |
| Margen EBITDA Ajust. (12 meses) (%) | 28.1% | 32.2% | 31.1% | 29.8% | 30.4% | 27.3% |
| ROA (con activos totales promedio) (%) ⁸ | 4.2% | 1.3% | 5.4% | 6.3% | 6.8% | 5.1% |
| ROE (con patrimonio promedio) (%) | 12.0% | 3.8% | 14.4% | 16.5% | 19.0% | 13.2% |
| Liquidez | | | | | | |
| Liquidez General - veces | 1.45x | 1.45x | 1.24x | 1.27x | 1.24x | 1.67x |
| Razón Corriente - veces | 1.39x | 1.40x | 1.19x | 1.25x | 1.21x | 1.62x |
| Capital de Trabajo (S/ Miles) | 218,985 | 195,084 | 148,823 | 152,316 | 140,411 | 329,170 |

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

⁸ Para cortes trimestrales, se considera los Activos y Patrimonio Promedio de los últimos 4 trimestres incluyendo el del corte evaluado.

| LOS PORTALES S.A. Y SUBSIDIARIAS | | | | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | Dic-19 | Dic-20 | Dic-21 | Dic-22 | Jun-22 | Jun-23 |
| Estado de Situación Financiera (en miles de \$/) | | | | | | |
| Activo Corriente | 813,424 | 750,326 | 934,842 | 921,017 | 904,560 | 996,484 |
| Activo Corriente razón corriente | 781,375 | 727,956 | 901,015 | 902,016 | 885,171 | 968,669 |
| Activo No Corriente | 932,029 | 1,001,997 | 1,038,309 | 1,131,533 | 1,043,960 | 1,009,275 |
| Activo Total | 1,745,453 | 1,752,323 | 1,973,151 | 2,052,550 | 1,948,520 | 2,005,759 |
| Pasivo Corriente | 531,567 | 476,227 | 701,179 | 639,802 | 661,527 | 594,871 |
| Pasivo No Corriente | 640,195 | 696,167 | 635,061 | 674,433 | 629,706 | 659,037 |
| Pasivo Total | 1,171,762 | 1,172,394 | 1,336,240 | 1,314,235 | 1,291,233 | 1,253,908 |
| Patrimonio Total | 573,691 | 579,929 | 636,911 | 738,315 | 657,287 | 751,851 |
| Deuda Financiera | 633,445 | 656,210 | 594,335 | 580,219 | 574,847 | 611,429 |
| Porción Corriente de la deuda de Largo Plazo | 164,887 | 113,262 | 125,961 | 115,713 | 126,464 | 96,744 |
| Porción de Largo Plazo | 468,558 | 542,948 | 468,374 | 464,506 | 448,383 | 514,685 |
| Estado de Resultados (en miles de \$/) | | | | | | |
| Ingresos Operacionales | 795,198 | 497,452 | 853,403 | 1,058,382 | 450,050 | 426,007 |
| Costos Operacionales | (523,900) | (308,248) | (522,267) | (629,785) | (259,963) | (205,307) |
| Utilidad Bruta | 271,298 | 189,204 | 331,136 | 428,597 | 190,087 | 177,124 |
| Gastos Operacionales | (146,329) | (112,937) | (156,955) | (174,165) | (83,097) | (97,542) |
| Utilidad Operativa | 124,969 | 76,267 | 174,181 | 254,432 | 106,990 | 79,582 |
| Gastos Financieros | (22,753) | (41,109) | (38,204) | (52,004) | (21,842) | (29,463) |
| Otros gastos no operativos | 1,639 | (12,322) | (13,748) | (11,534) | (8,126) | (3,651) |
| Impuestos | (33,348) | (8,844) | (40,913) | (57,476) | (24,470) | (21,977) |
| Utilidad Neta | 70,507 | 13,992 | 81,316 | 133,418 | 52,552 | 24,491 |
| Indicadores Financieros | | | | | | |
| EBITDA y Cobertura | | | | | | |
| Ingresos Operacionales (12 meses) (S/ Miles) | 795,198 | 497,452 | 853,403 | 1,058,382 | 1,055,754 | 1,034,339 |
| Costos Operacionales (12 meses) (S/ Miles) | -523,900 | -308,248 | -522,267 | -629,785 | -636,410 | -618,705 |
| Utilidad Neta (12 meses) (S/ Miles) | 70,507 | 13,992 | 81,316 | 133,418 | 125,628 | 105,357 |
| EBIT Ajustado (12 meses) (S/ Miles) | 166,046 | 103,878 | 212,281 | 269,176 | 277,064 | 234,960 |
| EBITDA Ajustado (12 meses) (S/ Miles) | 204,719 | 140,340 | 243,645 | 300,829 | 307,237 | 270,019 |
| Gastos Financieros (12 meses) (S/ Miles) | 22,753 | 41,109 | 38,204 | 52,004 | 40,317 | 59,625 |
| EBIT Ajust. / Gastos Financieros (12 meses) - veces | 7.30 | 2.53 | 5.56 | 5.18 | 6.87 | 3.94 |
| EBITDA Ajust. / Gastos Finan. (12 meses) - veces | 9.00 | 3.41 | 6.38 | 5.78 | 7.62 | 4.53 |
| Ratio de Cobertura de deuda Ajust.- veces | 1.09 | 0.91 | 1.48 | 1.79 | 1.84 | 1.73 |
| Solvencia | | | | | | |
| Pasivo Corriente / Pasivo Total - veces | 0.45 | 0.41 | 0.52 | 0.49 | 0.51 | 0.47 |
| Pasivo No Corriente / Pasivo Total - veces | 0.55 | 0.59 | 0.48 | 0.51 | 0.49 | 0.53 |
| Deuda Financiera / Pasivo Total - veces | 0.54 | 0.56 | 0.44 | 0.44 | 0.45 | 0.49 |
| Pasivo No Corriente / Patrimonio - veces | 1.12 | 1.20 | 1.00 | 0.91 | 0.96 | 0.88 |
| Deuda Financiera / Patrimonio - veces | 0.94 | 0.86 | 0.55 | 0.47 | 0.54 | 0.41 |
| Pasivo Total / Patrimonio - veces | 2.04 | 2.02 | 2.10 | 1.78 | 1.96 | 1.67 |
| Pasivo No Corriente / EBITDA Ajust. (12 meses) - años | 3.13 | 4.96 | 2.61 | 2.24 | 2.05 | 2.44 |
| Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajust. (12 meses) - veces | 2.63 | 3.56 | 1.43 | 1.15 | 1.16 | 1.14 |
| Deuda Financiera/Activo Total - veces | 0.36 | 0.37 | 0.30 | 0.28 | 0.30 | 0.30 |
| Pasivo Total / Activo Total - veces | 0.67 | 0.67 | 0.68 | 0.64 | 0.66 | 0.63 |
| Rentabilidad | | | | | | |
| Margen bruto (12 meses) (%) | 34.12% | 38.03% | 38.80% | 40.50% | 39.7% | 40.2% |
| Margen operativo Ajust. (12 meses) (%) | 20.88% | 20.88% | 24.87% | 25.43% | 26.3% | 22.7% |
| Margen neto (12 meses) (%) | 8.87% | 2.81% | 9.53% | 12.61% | 11.9% | 10.2% |
| Margen EBITDA Ajust. (12 meses) (%) | 25.74% | 28.21% | 28.55% | 28.42% | 29.1% | 26.1% |
| ROA (con activos totales promedio) (%) ⁹ | 4.1% | 0.8% | 4.4% | 6.6% | 6.5% | 5.1% |
| ROE (con patrimonio promedio) (%) | 12.9% | 2.4% | 13.4% | 19.4% | 20.0% | 14.5% |
| Liquidez | | | | | | |
| Liquidez General - veces | 1.53 | 1.58 | 1.33 | 1.44 | 1.37 | 1.68 |
| Razón Corriente - veces | 1.47 | 1.53 | 1.28 | 1.41 | 1.34 | 1.63 |
| Capital de Trabajo (S/ Miles) | 281,857 | 274,099 | 233,663 | 281,215 | 243,033 | 401,613 |

Fuente: Los Portales S.A. y Subsidiarias / Elaboración: PCR

⁹ Para cortes trimestrales, se considera los Activos y Patrimonio Promedio de los últimos 4 trimestres incluyendo el del corte evaluado.