

## Patrimonio en Fideicomiso- D. Leg. N° 861, Título XI, 2013- Inversiones La Rioja S.A.

Informe Anual

Clasificaciones		Mayo 2018
Tipo Instrumento	Clasificación Actual	Clasificación Anterior
1ra. Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización ILR	AA (pe)	AA (pe)

Con información auditada a diciembre 2017. Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 21/05/2018 y 21/11/2017.

### Perspectiva

Estable

#### Resumen de la Transacción

**Emisor:** Scotia Sociedad Titulizadora S.A.  
**Originador:** Inversiones La Rioja S.A. (ILR)  
**Operador:** Marriott Perú S.A.C. / Rating internac.: BBB  
**Banco Recolector:** Scotiabank Perú S.A.A. / AAA(pe)  
**Activo Subyacente:** Hotel JW Marriott Lima (flujos + inmueble)  
**Fiduciario Fideicomiso de Titulización:** Scotia Sociedad Titulizadora S.A.  
**Bienes Fideicometidos:** (i) Derechos de Cobro; (ii) Flujos Dinerarios; (iii) Derechos de Cobro por Venta de Muebles; (iv) Flujos Dinerarios Venta de Muebles; y, (v) Otros  
**Fiduciario Fideicomiso en Garantía:** La Fiduciaria  
**Garantías:** i) Fideicomiso en Garantía; y, ii) Fianza Originador.  
**Bienes Fideicometidos:** (i) Inmuebles (Hotel + 18 Depósitos + 121 Estacionamientos); (ii) Muebles; (iii) Flujos de la Ejecución; y, (iv) Flujos por Seguros  
**Valor Realización inicial del Inmueble:** US\$87 MM  
**Valor Realización inicial Sensibilizado A&A:** US\$55 MM  
**Estructurador:** Scotiabank Perú S.A.A.  
**Monto Programa:** US\$70 MM  
**Monto 1ra Emisión:** US\$40 MM (2013-2033)  
**Cuenta de Reserva:** 50% del servicio de deuda semestral (intereses) en años 1 al 10, y 100% del servicio de deuda (interés + capital) semestral para años 11 al 20.

**Metodología Aplicada:** Metodología Maestra de Clasificación de Finanzas Estructuradas de 01-2017.

### Analistas

**María del Carmen Vergara**  
[mar.vergara@aai.com.pe](mailto:mar.vergara@aai.com.pe)

**Omar Maldonado Azañedo**  
[omar.maldonado@aai.com.pe](mailto:omar.maldonado@aai.com.pe)

Apoyo & Asociados (A&A) ratificó la clasificación de riesgo de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización - Inversiones La Rioja (ILR). La calificación asignada contempla el pago oportuno tanto de intereses como de capital.

El Fideicomiso emitió los bonos respaldados por el 100% de los flujos provenientes del total de ventas futuras que se efectúen en el JW Marriott Hotel Lima, de propiedad de ILR, actualmente subsidiaria de Inversiones Nacionales de Turismo S.A. "INTURSA" (grupo Breca). En adición, la transacción se beneficia de un fideicomiso en garantía de activos.

### Factores Principales de la Clasificación

**Calidad del Activo Subyacente:** JW Marriott Hotel Lima, activo existente con historial de demanda de más de 15 años (RevPAR CAGR 2010 - 2017 de 3.9%), es altamente reconocido por su tamaño (300 habitaciones), ubicación y posición competitiva (participación de 36.6% en el periodo enero - setiembre 2017, último dato disponible) en la industria de hoteles de 5 estrellas *premium* (excluyendo el Hotel Los Delfines) de la ciudad de Lima.

**Operador Estratégico:** Apoyo & Asociados reconoce la experiencia en la administración y operación de hoteles de la cadena internacional Marriott. Así, a diciembre 2017, alrededor de un 40% de los clientes de ILR proviene de programas de fidelidad del Grupo Marriott. Éste último, se especializa en brindar servicios hoteleros al sector corporativo, ello representa una fuente de ingresos relativamente estable. Cabe notar que el Contrato de Operación suscrito entre Marriott Perú S.A.C. e ILR está calzado con el vencimiento de los Bonos (2033).

**Adecuado LTV Inicial:** En opinión de la Clasificadora, el *loan-to-value* se ubica en niveles conservadores y permite reducir la severidad de la pérdida de los inversionistas. El monto de la emisión representó a fines del 2017, según valor de realización estresado por A&A, un 71% de los activos comprometidos en la transacción. Considerando las características del inmueble y las perspectivas de mayor valor del mismo en el mediano plazo, se prevé la sostenibilidad del indicador.

**Moderada dependencia del repago de los Bonos hacia el flujo de ingresos:** El *break-even* inicialmente calculado para el ratio de ocupación era de 58% sin utilizar los fondos de reserva (3 meses del servicio de deuda semestral), y de 50% luego de utilizar dichos fondos. El ratio de ocupación real en el 2017 fue de 80.8% (el mínimo fue 74.6% en el 2009). Así, las coberturas esperadas que resultaron en los diferentes escenarios proyectados son adecuadas para la calificación asignada.

## ¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

La Clasificadora considera que el *rating* otorgado podría verse afectado de manera negativa ante cambios adversos en las condiciones económicas del país, evolución desfavorable de la industria hotelera peruana que impacte en los niveles de ocupación y/o tarifas, reducción material del valor de los activos comprometidos, cambios en la calidad crediticia del Operador y/o materialización de proyectos no contemplados, los cuales podrían derivar en una mayor exposición al riesgo de incumplimiento y/o una mayor severidad de pérdida.

## RESUMEN DE LA TRANSACCIÓN

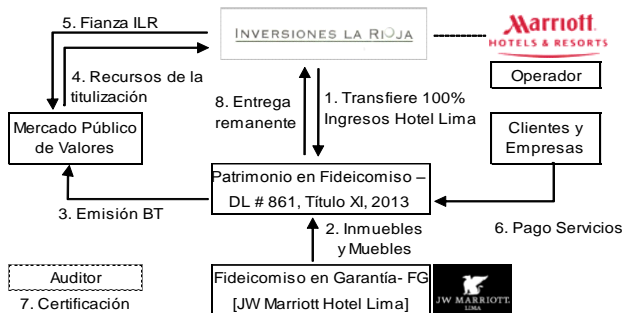
El 8 de noviembre del 2013, el Originador, Inversiones La Rioja S.A., transfirió irrevocablemente a favor del Patrimonio Fideicometido de Titulización los derechos de cobro presentes y futuros derivados de la explotación económica (prestación de servicios) de JW Marriott Hotel Lima (en adelante el Hotel). En adición, se constituyó un Fideicomiso en Garantía que incorpora el Hotel de 24 pisos ubicado en Miraflores, 121 estacionamientos, 18 depósitos y los activos fijos (muebles, unidades de transporte, maquinarias y equipos) asociados a la explotación de los inmuebles (Hotel + estacionamientos + depósitos).

El activo subyacente de la emisión pertenece a Inversiones La Rioja S.A. y es operado, desde el año 2000, por Marriott Perú S.A.C. Este último, cuenta con un poder especial para administrar los flujos cedidos, y luego de enviar una liquidación mensual de costos operativos, será responsable de depositar los ingresos netos de costos en la Cuenta Recaudadora II.

El Fiduciario, Scotia Sociedad Titulizadora S.A., emitió con cargo al Patrimonio Fideicometido los Bonos de Titulización (BT) por US\$40 MM dentro de un Programa que contempla un monto de hasta US\$70 MM. Los recursos captados fueron entregados a ILR para reperfilarse sus pasivos (US\$20 MM) y financiar su plan de expansión (US\$20 MM).

El Originador cumple también el rol de Servidor y se encarga de gestionar la cobranza de los derechos de cobro en caso el correspondiente pago no sea realizado directamente por el cliente o la empresa a favor del fideicomiso. Ello, no implica la recepción de los flujos derivados de éstos derechos.

Diagrama de la Transacción



Fuente: ILR, Scotiabank. Elaboración propia.

Cabe mencionar que en opinión de la Clasificadora, la existencia conjunta de un Patrimonio Fideicometido y un Fideicomiso en Garantía permite tener el control de los flujos para el pago del servicio de deuda y, de ser el caso, facilita la ejecución de las garantías.

Asimismo, los flujos cedidos deben mantener una cobertura de al menos 1.25x el servicio de deuda.

## RIESGO DE PERFORMANCE

En la clasificación de transacciones de flujos futuros, el *rating* es altamente dependiente del Originador y de la capacidad de éste para seguir generando dichos flujos a través del tiempo. La Clasificadora considera que el riesgo comercial (operacional) es mitigado, en parte, por la experiencia del Operador, Marriott, en el sector hotelero. Además, ante un evento de incumplimiento, los bonistas, mediante decisión de la Asamblea, tendrán la facultad de vender los inmuebles, obteniendo así un mejor *recovery* frente al que podrían obtener aquellos acreedores que no cuentan con garantías. Ello, permite mejorar la clasificación de la transacción frente a un instrumento *unsecured*.

## ORIGINADOR (ILR)

Inversiones La Rioja S.A. se constituyó en 1996 y se dedica al desarrollo de hoteles de marca internacional, en los cuales asume parte del riesgo construcción, bajo la administración y conducción de hoteles de la cadena Marriott en sus diferentes categorías.

Cabe resaltar que, desde octubre 2017, ILR es subsidiaria de INTURSA. Esta compañía es el brazo hotelero del grupo Breca, uno de los principales grupos económicos del país, y cuenta con más de 45 años de experiencia en el sector.

INTURSA opera ocho hoteles de marca propia y franquiciados (Libertador, The Westin y The Luxury Collection). Asimismo, con la compra de ILR incluye en su portafolio tres nuevos hoteles (dos JW Marriott y un Courtyard), que continuarán siendo operados por Marriott International. Además, en el 2018 entrarían en operación dos hoteles bajo la marca Aloft. Es importante comentar que pese a la adquisición, la gestión de portafolio de marcas permanecerá independiente.

El Originador (ILR) es propietario de tres hoteles. JW Marriott Lima<sup>1</sup> (5 estrellas) con 300 habitaciones, inaugurado en el año 2000 y se ubica en la ciudad de Lima; JW Marriott Cusco<sup>2</sup> (5 estrellas) con 153 habitaciones, inició operaciones en setiembre 2012 y está ubicado en la ciudad del Cusco; y, *Courtyard*<sup>3</sup> (4 estrellas) con 154 habitaciones, el cual inició operaciones en octubre del 2015.

Cabe mencionar que JW Marriott Hotel Lima se especializa en brindar servicios hoteleros al sector

<sup>1</sup> Inversión (terreno y construcción) de aproximadamente US\$70 MM, financiado en un 57% con deuda (préstamos del Grupo Marriott y *The Bank of Nova Scotia*) y en un 43% con *equity*.

<sup>2</sup> Inversión (terreno y construcción) de aprox. US\$60 MM, financiado en un 51% con deuda y en un 49% con *equity*.

<sup>3</sup> Inversión (terreno y construcción) de aprox. US\$28 MM. Las ventas proyectadas anuales a partir del periodo de madurez ascienden a US\$6 MM y el EBITDA a US\$2.3 MM. En particular, la marca Courtyard tiene como público objetivo al segmento corporativo más joven.

corporativo, siendo aproximadamente un 57% de sus clientes viajeros corporativos al cierre del 2017. Lo último representa una fuente de ingresos relativamente estable. Los clientes del Hotel provienen principalmente de Estados Unidos, Latinoamérica y Europa.

ILR tenía planeado desarrollar en los próximos años tres proyectos bajo distintos formatos de la cadena Marriott. Así, el Originador adquirió dos terrenos de 1,050 m<sup>2</sup> y 1,000 m<sup>2</sup> en Surco y San Isidro, respectivamente. Para ambos proyectos se requeriría de una inversión aproximada de US\$55 MM. Asimismo, tenían pensado desarrollar un sexto hotel ubicado cerca al Aeropuerto, el cual requeriría otros US\$55 MM de inversión. Sin embargo, tras el ingreso del nuevo accionista, dichos proyectos han sido postergados.

De otro lado, históricamente ILR ha financiado sus inversiones con una combinación de deuda y flujos propios del negocio. A diciembre 2017, la Deuda Financiera de ILR respecto al EBITDA se situó en 3.3x (Deuda Neta de Caja / EBITDA: 2.5x); mientras que el EBITDA cubría el servicio de deuda (deuda de corto plazo + gastos financieros) en 2.6x.

El nivel de endeudamiento de ILR refleja, también, el efecto contable sobre el saldo de la deuda financiera en Dólares ante la apreciación o depreciación de esta moneda frente al Sol (2017: -3.7%, 2016: -1.5%, 2015: +14.0% y 2014: +6.8%), debido a que los estados financieros de ILR son presentados en la moneda local. Al cierre del 2017, el 100% de la deuda estaba denominada en Dólares y sólo el 4.3% tenía vencimiento corriente (5.7% a dic. 2016). De otro lado, la Compañía presentó un nivel de caja de S/ 47.8 MM.

Adicionalmente, la Clasificadora destaca que si bien en el 2017 la mayoría de sus ingresos fueron pactados en Dólares<sup>4</sup>, el cobro del 90% de los ingresos se realiza en Soles. ILR cubre parcialmente su exposición al riesgo de cambio fijando diariamente el tipo de cambio vinculado a la facturación de sus servicios un 3% por encima del tipo de cambio oficial. En adición, cabe notar que alrededor de un 70% de sus gastos operativos son pagados en la moneda local. Por lo anterior, en términos de flujo de efectivo no existe un descalce significativo.

De otro lado, durante el periodo 2010 - 2017, el EBITDA mantuvo una tendencia creciente; mientras que el Flujo de Caja Libre (FCF) neto de *capex* y pago de dividendos registra desde el 2016 un nivel positivo, toda vez que se culminó en dicho año el plan de inversiones previsto.

En dicho contexto, en el 2017 se obtuvo un Flujo de Caja Operativo (CFO) de S/ 48.9 MM (S/ 43.2 MM durante el 2016). Si al CFO se le deducen inversiones en activo fijo

por S/ 3.4 MM y los dividendos pagados por S/ 13.2 MM, se obtiene un FCF de S/ 32.3 MM. Cabe señalar que el ratio Capex / Ingresos fue de 2.1%, menor al 5.8% registrado al cierre del 2016 y significativamente por debajo al 40.0% registrado a fines del 2015.

Si se evalúa el desempeño de cada hotel de ILR, el JW Marriot Lima (el Hotel) alcanzó ventas por US\$30.2 MM en el 2017 (US\$29.9 MM en el 2016). La tarifa promedio alcanzó los US\$244 (US\$232 en promedio para el periodo 2010-2016) y logró niveles de ocupación de 80.8% en promedio (porcentaje similar a lo mostrado en el periodo 2010-2016).

Por otro lado, el JW Marriott Cusco reportó ventas por US\$12.1 MM durante el 2017, versus US\$11.2 MM en el 2016, con un ratio de ocupación promedio de 71% (2016: 74%, 2015: 64%, 2014: 55% y 2013: 44%) y una tarifa promedio de US\$227. Se debe señalar que el sector de hoteles 5 estrellas lujo en Cusco registró un ratio de ocupación de 59% y una tarifa promedio de US\$150 a US\$350). Para el cierre del 2018, ILR prevé que se tendría un ratio de ocupación de alrededor de 71% y una tarifa promedio de US\$223.

De otro lado, el hotel Courtyard de Miraflores logró ventas por US\$7.9 MM durante el 2017 (US\$6.9 MM en el 2016); mientras que la tarifa promedio fue de US\$149 y la ocupación promedio de 79%.

ILR ha incrementado su generación de flujos gracias a la constante mejora del ingreso por habitación disponible (RevPAR por sus siglas en inglés: +3.9% entre 2010 y 2017). El Originador ha sido capaz de ajustarse y adaptarse en periodos de menor crecimiento económico. Así, en el año 2009 (PBI +0.9%), si bien los ingresos se redujeron en 11% el margen EBITDA disminuyó en sólo un punto porcentual (fue de 38%), reflejando flexibilidad en el manejo de sus costos. Los indicadores financieros del Originador se muestran en el Anexo 1.

## Análisis de la Industria y Posición Competitiva

En los últimos diez años, se ha duplicado el número de turistas extranjeros que visita Lima, alcanzando 4.0 MM de personas en el 2017, superior en 8.1% respecto al 2016, según cifras del Mincetur.

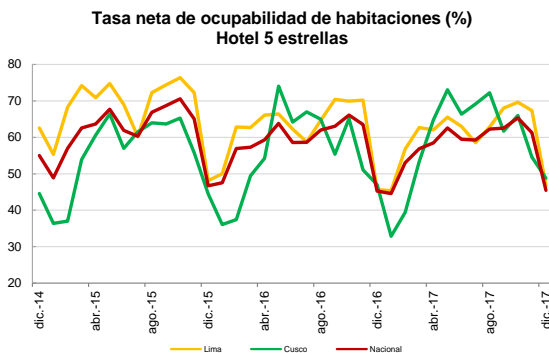


Fuente: MINCETUR

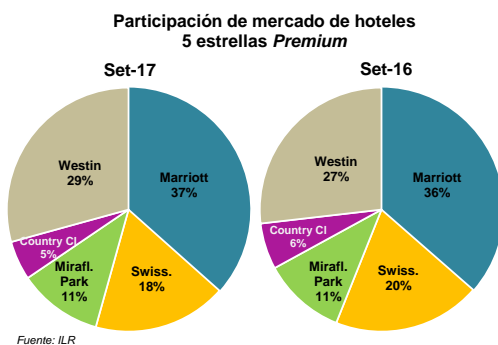
<sup>4</sup> Lo anterior, debido a que operacionalmente la tarifa por habitación es fijada en Dólares.

Según el estudio de “Índice de Destinos Globales” realizado anualmente por Mastercard, Lima se posiciona como la ciudad con mayor tasa de crecimiento de visitantes extranjeros en Latinoamérica (CAGR 2009 - 2016: +9.9%). Así, según dicho estudio, el 24% del total de visitantes extranjeros llegaron a Lima por negocios, lo que ubicó al Perú como tercer destino principal para dicho motivo en Latinoamérica después de Sao Paulo y Bogotá.

En línea con el mayor flujo extranjero hacia el país, se han venido desarrollando nuevas propuestas enfocadas al segmento corporativo de 5 estrellas en los últimos tres años. De esta manera, la demanda ha logrado absorber la nueva oferta. Así, en el 2017, el ratio de ocupación promedio fue de 61.0% (62.5% durante el 2016). Por su parte, la tarifa promedio para los hoteles categoría 5 estrellas (excluyendo el Hotel Los Delfines) de Lima fue US\$236 setiembre 2017 (último dato disponible), versus US\$208 en el 2016.



En cuanto a la participación de mercado, considerando sólo el segmento 5 estrellas *Premium* (excluyendo al hotel Los Delfines), JW Marriot es un competidor clave con un 36.6% de cuota a setiembre 2017 (36.4% en el 2016).



Para el 2018, la Cámara Nacional del Turismo (Canatur) espera que la llegada de turistas se incremente entre 7 y 8% respecto al 2017, toda vez que durante el primer semestre de dicho año, el turismo corporativo se vio golpeado por el ruido político. Así, la mejora en la coyuntura política generaría mayor confianza, lo que a su vez reactivaría ese mercado (clientes corporativos para JW Marriot Lima fue de 57% en el 2017).

Por otro lado, Canatur resalta los esfuerzos realizados por distintas instituciones para promover el turismo del país, lo que junto a las perspectivas de menor ruido político, crecimiento económico, mayor flujo de extranjeros y la confirmación de próximos eventos internacionales<sup>5</sup> a realizarse en el país, continuarían impulsando el dinamismo del sector.

En opinión de la Clasificadora, los fundamentos positivos del sector hotelero beneficiarían en mayor medida al JW Marriot Lima dado su *expertise* en el manejo de grupos grandes de viajeros de negocio.

## OPERADOR

ILR ha firmado múltiples Contratos de Operación<sup>6</sup> con Marriott Internacional, Inc. (MAR). Actualmente, Marriott Perú S.A.C. se encarga de la administración y operación de los hoteles de ILR en Lima y Cusco.

Asimismo, cabe notar la decisión de Inversiones La Rioja de continuar fortaleciendo la alianza con Marriott a través de la posible introducción de nuevas marcas de MAR (Renaissance, AC by Marriott, Fairfield, etc.) en sus próximos proyectos.

Marriott Internacional Inc., con clasificación internacional de BBB con perspectiva positiva por *FitchRatings*, es la mayor cadena hotelera del mundo, especializada en el segmento corporativo. El Grupo Marriott viene expandiendo sus ingresos bajo el concepto de franquicias, por lo que es dueño de pocos hoteles propios. Durante el 2016 sus accionistas aprobaron adquirir a su competidor (Starwoods Hotels & Resorts) por US\$13,600 MM, con lo que Marriot a noviembre 2017 pasó a tener unos 6,400 hoteles en más de 110 países, con 1.2 MM de habitaciones a través de 30 marcas. Con dicha adquisición, Marriot posee el portafolio más grande y de mayor calidad de las marcas más reconocidas internacionalmente en la industria. Adicionalmente, se estima que la cadena mantendría la política financiera de conservar su nivel de endeudamiento alrededor de 3.0 y 3.25x hasta el 2021.

## Fiduciario

El Fiduciario del Fideicomiso de Titulización es Scotia Sociedad Titulizadora (SST), la cual inició operaciones en 1999. Esta empresa es subsidiaria de Scotiabank Perú, el cual tiene un rating de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe), lo que refleja su solidez. Asimismo, su pertenencia al Grupo Scotiabank le permite obtener soporte en términos administrativos y de *know how*, entre otros. Además, SST puede aprovechar sinergias desde el punto de vista operativo con algunas

<sup>5</sup>Cumbre de las Américas (2018), y los Juegos Panamericanos (2019).

<sup>6</sup> Entre los Contratos de Operación figuran: Contrato de Servicios Internacionales, Contrato de Administración, Contrato de Licencias y Regalías, Contrato de Comisión, entre otros.



empresas del Grupo, como el banco y la sociedad agente de bolsa.

Al cierre del 2017, SST registraba activos por S/ 3.6 MM, pasivos por S/ 0.1 MM y un patrimonio neto de S/ 3.5 MM (S/ 4.4, 0.9 y 3.5 MM, respectivamente, al cierre del 2016). Por su parte, la utilidad neta fue S/ 0.6 MM, siendo mayor al monto registrado en el 2016 (S/ 0.3 MM).

De otro lado, el Fiduciario del Fideicomiso en Garantía es La Fiduciaria, la cual inició sus operaciones en el 2001. A diciembre 2017 sus accionistas eran Credicorp (45%), Interbank (35%) y Scotiabank Perú (20%). Cabe señalar que su principal accionista, Credicorp, es el mayor holding financiero del país y que dentro de sus empresas figura el BCP, que es la más grande institución financiera peruana y tiene un *rating* de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe). Por su parte, al cierre del 2017, La Fiduciaria registró activos por S/ 24.0 MM, pasivos por S/ 8.0 MM y un patrimonio neto de S/ 16.0 MM, (S/ 18.9, 5.3 y 13.6 MM, respectivamente, a diciembre 2016). Asimismo, tuvo una utilidad neta de S/ 12.2 MM (S/ 10.0 MM en el 2016).

## ESTRUCTURA FINANCIERA Y LEGAL DE LA EMISIÓN

El objeto del presente informe es la evaluación de sólo la Primera Emisión dentro del presente Programa. No obstante, se debe considerar que todos los titulares de los BT que se emitan dentro del marco de este Programa tendrán el mismo orden de prelación (*pari passu*), independientemente de la emisión o serie que se trate, sin preferencia alguna.

Los fondos provenientes de la Primera Emisión ascendieron a US\$40 MM. Los Bonos se emitieron en el mercado local bajo oferta pública y cuentan con diez años de gracia y vencimiento en noviembre 2033. El perfil de amortización de los BT sigue una tabla predeterminada con pagos semestrales de capital e intereses. Los BT se colocaron a una tasa fija de 7.28125%.

Asimismo, cuentan con una opción de rescate en cualquiera de los casos contemplados en los numerales 1, 2, 3 y 4 del artículo 300 de la Ley General.

Los recursos de la emisión fueron destinados al pago de las obligaciones contraídas con Scotiabank (16% de los fondos), al financiamiento de inversiones realizadas (34%) y al desarrollo del proyecto Courtyard Miraflores (50%).

Asimismo, la Estructura se beneficia de una cuenta de reserva para el servicio de deuda. En adición, se deberá cumplir con ciertos resguardos, entre ellos:

Ratio de Flujos Cedidos (RFC) > 1.25x	PF	Flujos CR-II / SD
Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda (RCSD) > 1.25x	Originador	(Ingresos ILR - Costos ILR) / SD
Ratio de Apalancamiento (RA) < 1.50x	Originador	Pasivo ILR / Patrimonio ILR
Ratio de Cobertura de Activos Fijos (RCAF) < 0.65x	Originador	Deuda Financiera ILR / Activos ILR
SD: Servicio de Deuda		
Fuente: Acto Constitutivo		

La medición de los ratios se realizará al cierre de cada trimestre, salvo por el RFC que se empezará a medir 12

meses después de la fecha de colocación de la Primera Emisión.

Para el 2017, el JW Marriott Lima generó un *Net House Profit* (equivalente a la definición de la CR-II) de US\$10.0 MM, el cual cubría en 3.42x el servicio de deuda de los BT. En cuanto a los *covenants* asociados al Originador, éstos se ubicaron en 2.81x (RCSD), 0.84x (RA) y 0.28x (RCAF) al cierre del último año. Teniendo en cuenta el plan de inversiones de ILR, la Clasificadora continuará monitoreando la evolución de dichos indicadores.

Adicionalmente, el Acto Constitutivo establece como condición previa a la realización de nuevas emisiones la no ocurrencia de un evento sustancialmente adverso que determine una reducción de dos *notches* o más en la clasificación de riesgo de las emisiones vigentes.

## Principales Contratos y Estructura de Pagos

- o Fideicomiso de Titulización (FT): Constituido para garantizar (cascada de pagos) el cumplimiento de las obligaciones garantizadas. Inició su etapa operativa en noviembre 2013 con la emisión de los BT. El FT cuenta con las siguientes cuentas:

*Cuenta Recolectora I (CR-I)*.- Cuenta en la que ILR deberá depositar o causar que se deposite el íntegro de los flujos futuros derivados del cobro de la venta de bienes en el Hotel y/o de la prestación de servicios en el Hotel, depósitos y estacionamientos.

Si los Contratos de Operación no se encontraran vigentes, los fondos de la *CR-I* serán depositados en la *CR-II*, salvo que exista un nuevo operador autorizado por la Asamblea General.

*Cuenta de Operaciones (CO)*.- Cuenta en la cual el Fiduciario depositará diariamente el total de los montos depositados en la *CR-I* (*pass-through*). Los fondos serán utilizados por el Operador para pagar los costos de operación<sup>7</sup>. Así, el Fiduciario otorgará un poder especial al Operador para el uso de dicha cuenta. El poder será renovado anualmente y podrá ser revocado sólo si los Contratos de Operación no se encontrasen vigentes.

*Cuenta de Gastos de Capital Rutinario (CGCR)*.- Cuenta en la cual el Originador depositará o causará que se deposite los Flujos Dinerarios por la Venta de Muebles<sup>8</sup> y el Monto de Gastos de Capital Rutinario. Este último, equivaldría al 7% de los Ingresos del Hotel (*FF&E Annual Reserve*) hasta el 31.12.2017<sup>9</sup>, luego de

<sup>7</sup> Pólizas de seguro, impuestos (excluye Impto. Renta), pagos por servicios prestados por terceros, planillas, costo de ventas, gastos por marketing y publicidad, pago de servicios públicos, honorario por la operación del Hotel (*royalty fee, incentive fee*), etc.

<sup>8</sup> Los bienes muebles incluyen, entre otros, mobiliarios, vehículos, adornos, herramientas.

<sup>9</sup> Originalmente, 31.05.2016.

dicha fecha, al 5% de los Ingresos del Hotel (ver sección "Análisis del Activo Subyacente").

Al igual que con la CO, el Operador requiere de un poder especial.

En caso los Contratos de Operación no se encuentren vigentes, el Fiduciario depositará los recursos de la CGCR en la CR-II, salvo que exista un nuevo administrador autorizado por la Asamblea General.

**Cuenta Recolectora II (CR-II).**- El Operador deberá depositar el íntegro de los Derechos de Cobro por Distribuciones (CR-I - CO - CGCR) a más tardar el día 20 de cada mes, previo envío de la Liquidación Mensual al Originador con copia al Fiduciario.

La Clasificadora reconoce que existe un riesgo de contraparte; no obstante dicho riesgo es mitigado por la calidad crediticia del Operador. Asimismo, de producirse un incumplimiento en la devolución de los fondos se configuraría un evento de *default* que podría derivar en la ejecución del activo fijo.

**Cuenta de Gastos del FT (CGFT).**- En esta cuenta se depositarán mensualmente los fondos requeridos para cubrir los costos y gastos del FT para los siguientes tres meses. En caso de insuficiencia de fondos, éstos deberán ser asumidos por el Originador.

**Cuenta de Gastos del Fideicomiso en Garantía (CGFG).**- En dicha cuenta se depositarán cada mes los fondos requeridos para mantener tres meses de los costos y gastos a cargo del Fideicomiso en Garantía. En caso de insuficiencia de fondos, éstos deberán ser asumidos por el Originador.

**Cuenta de Reserva de Servicio de Deuda (CRSD).**- Existen tres periodos distintos:

- Durante el Periodo de Gracia de cada emisión, los montos depositados serán equivalentes al 50% del servicio de deuda correspondiente a la siguiente fecha de vencimiento. En caso el Ratio de Flujos Cedidos (RFC) sea inferior a 1.4x se depositarán de la CR-II a la CRSD los montos necesarios para completar el 100% del siguiente servicio de deuda. Dicho evento se considerará subsanado si por dos trimestres consecutivos el ratio es mayor a 1.4x.
- Dos años previos a la finalización del Periodo de Gracia de la emisión, se empezará a retener mensualmente 1/18 del próximo servicio de deuda (capital + intereses) hasta completar el 100% de dicho importe al menos seis meses antes de la finalización del Periodo de Gracia. Caso contrario, ILR deberá completar dicha reserva en un periodo máximo de 45 días con fondos propios o presentar una carta fianza por el faltante.

Durante este periodo, también será aplicable la restricción del RFC, pudiéndose completar la suma de la primera amortización de capital y el correspondiente pago de interés.

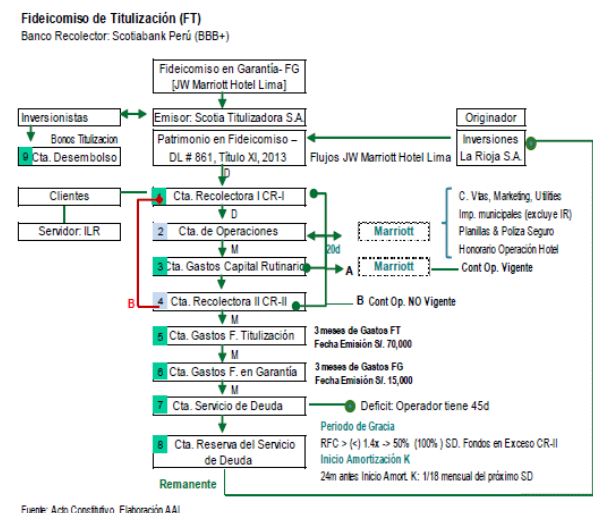
- Durante el periodo regular, inicia luego del periodo de gracia (año 11) y continúa hasta el pago total de los BT, los montos depositados serán equivalentes al íntegro del siguiente servicio de deuda semestral.

**Cuenta de Servicio de Deuda (CSD).**- Cuenta en la que se depositará mensualmente fondos hasta completar el 100% del siguiente pago de servicio de deuda.

En caso que dos días antes de la fecha de pago del servicio de deuda no existan recursos suficientes en la CSD, el Fiduciario transferirá el déficit de la CRSD o de ser el caso ejecutará la carta fianza del Originador. Adicionalmente, en caso no existiesen fondos suficientes en la CRSD, el Operador podrá depositar los montos faltantes en la CSD, debiendo ILR cancelar dicho pago al Operador en un plazo de 30 días. De lo contrario, el Fiduciario deducirá del Remanente dicho adeudo.

**Cuenta de Desembolso (CD).**- Cuenta en la cual se depositará lo recaudado por la colocación de los Bonos. El Fiduciario entregará a ILR los fondos de dicha cuenta una vez que se efectúe el pago de los Contratos de Préstamo (Scotiabank) y se configuren los depósitos en la CGFT, CGFG, CSD y CRSD, según lo establecido en el Contrato Marco.

El siguiente cuadro detalla la distribución de flujos según el mecanismo establecido en el FT:



El Fiduciario no podrá disponer de los montos depositados en la CR-I, CO y CGCR para un fin distinto al establecido en los documentos. De no haber ocurrido algún evento de incumplimiento se liberará el Remanente.

- Contrato de Fideicomiso en Garantía de Activos: La Estructura contempla, además, la constitución de un Fideicomiso en Garantía (FG) con el objetivo de respaldar los BT y que en la eventualidad de un Evento de Incumplimiento, el FG, a través del proceso de ejecución, sirva como medio de pago de las obligaciones.

El fiduciario de las garantías es La Fiduciaria y el FG incluye: i) los Inmuebles; ii) la participación en áreas comunes de los Inmuebles; iii) los Muebles; iv) las Coberturas de las Pólizas de Seguro sobre los Bienes; v) los Flujos por Seguro e intereses que genere la Cuenta Seguros; y, vi) los Flujos de la Ejecución e intereses generados.

Cabe mencionar que los Inmuebles cedidos están conformados por el Hotel (24 pisos), los depósitos (18) y los estacionamientos (121).

#### *Derechos de Marriott en la Ejecución del Activo*

Una vez iniciado el Proceso de Ejecución, Marriott podrá optar por el pago directo de las obligaciones garantizadas y contará con 60 días para comunicar su decisión, y 60 días para realizar el desembolso en la Cuenta de Ejecución. En ese caso, Marriott asumiría la posición contractual de Fideicomisario.

De otro lado, Marriott podrá optar por resolver unilateralmente los Contratos de Operación y así, terminar su participación en la transacción.

Finalmente, Marriott podrá optar por aceptar la ejecución de los bienes fideicometidos y continuar administrando el Hotel. Por lo tanto, los Contratos de Operación seguirán vigentes durante el proceso de ejecución.

A&A resalta que en caso el Fideicomisario olvide comunicar a Marriott la Notificación de Intención de Terminación de los Contratos de Operación, Marriott tendrá la facultad de *calificar* como aptos a los postores interesados en adquirir el activo cedido. Los postores no podrán ser competidores, directos o indirectos, de Inversiones la Rioja ni de Marriott. Sin embargo, si Marriott Perú S.A.C. fuese oportunamente notificado, cualquier postor podría participar.

El proceso de ejecución se encuentra detallado en el Anexo 2.

- Fianza del Originador: Inversiones La Rioja ha otorgado una fianza solidaria, incondicional, irrevocable, de realización automática y sin beneficio de excusión a favor de los obligacionistas y del patrimonio fideicometido en garantía del pago total y oportuno de los BT.

El Originador tendría una calidad crediticia menor a la de la Estructura, por lo que la fianza del mismo no es

considerada por Apoyo & Asociados dentro del paquete de garantías.

#### **Eventos de Incumplimiento**

Se han definido ciertos eventos que de ocurrir podrían determinar la terminación anticipada de los Bonos, de los cuales destacan:

- ✓ Insolvencia del Originador y/o el Operador.
- ✓ Término de los Contratos de Operación del Hotel, sin consentimiento de la Asamblea General.
- ✓ Incumplimiento de cualquiera de los resguardos. El incumplimiento no hace distinción respecto de los ratios que dependen de ILR, y los ingresos que éste tiene por otros proyectos (JW Marriott Cusco), con los ratios que dependen exclusivamente del FT. Periodo de Cura: 30 días.
- ✓ No devolución de Marriott (Riesgo Contraparte: BBB internacional por *Fitch*) de los Derechos de Cobro por Distribuciones. Periodo de Cura: 30 días.
- ✓ Revocación o no renovación del poder otorgado a favor del Operador (frecuencia anual) durante la vigencia de los Contratos de Operación. Plazo de Subsanación: 5 días.

Cabe indicar que los eventos de *default* poseen varias condiciones, incluyendo periodos de cura. Por ello, se recomienda revisar los documentos de la transacción para obtener información adicional.

El *rating* de AA(pe) no considera que estos eventos de *default* técnicos constituyan un incumplimiento en los pagos programados de los BT. La clasificación de Apoyo & Asociados consideraría el incumplimiento del pago, en tiempo y forma, de intereses y/o capital de los BT un evento de *default*.

La Clasificadora destaca el derecho preferente del Operador de subsanar eventos de incumplimiento y pagar el saldo de la deuda que estuviera pendiente en un plazo no mayor a 45 días (Plazo de Subsanación del Operador).

Por otro lado, ante la configuración de cada evento de incumplimiento y en caso la Asamblea General decida no acelerar los BT, el Fiduciario retendrá el remanente en la cuenta de servicio de deuda hasta por un plazo máximo de seis meses. El remanente acumulado podrá ser liberado si se subsana o dispensa el incumplimiento.

Ante la ocurrencia de cualquiera de estos eventos, la Asamblea General de Obligacionistas podrá acordar lo siguiente:

- ✓ Otorgar un plazo adicional para la subsanación del Evento de Incumplimiento;
- ✓ Dispensar al Emisor;



- ✓ La terminación anticipada del plazo de los Bonos y la ejecución de garantías; o,
- ✓ Cualquier otro acuerdo relacionado.

### Eventos de Pago Anticipado

En caso el Evento de Incumplimiento no tenga Periodo de Cura o en caso el Plazo de Subsanación del Operador haya vencido, la Asamblea podrá acelerar la deuda ya sea: i) solicitando o no la liquidación del Patrimonio Fideicometido<sup>10</sup>; y, ii) ejecutando el Fideicomiso en Garantía y/o la Fianza del Originador.

En caso de destrucción total del Hotel y que no se proceda a la reparación de éste, se acelerarán los BT y los 'flujos por seguros' se aplicarán para cancelar las obligaciones.

### Consideraciones Legales

La Clasificadora consideró las opiniones legales correspondientes para validar la oponibilidad de la cesión de derechos de cobro y flujos frente a cualquier otro acreedor de ILR y la protección que ofrece la titulización de flujos futuros sólo a aquellas obligaciones adheridas al FT. De esta forma, la cesión de flujos al FT aísla a los acreedores garantizados de una insolvencia del Originador y mitiga el riesgo de la voluntad de no pago por parte del mismo.

### RIESGO DE CONTRAPARTE

Como parte de la evaluación de la estructura financiera, Apoyo & Asociados analiza cualquier dependencia en contrapartes. En este caso, se analizó la calidad crediticia de Inversiones La Rioja como Originador y la capacidad de Marriott para devolver oportunamente los Derechos de Cobro por Distribuciones. En este sentido, la Clasificadora ha evaluado el desempeño de los activos del Originador en tiempos de estrés, además de la calidad de las prácticas y controles sobre éstos. De otro lado, se evaluó la experiencia y calidad crediticia de Marriott (BBB internacional con perspectiva positiva por *FitchRatings*), la posibilidad de venta de los inmuebles titulizados sin necesidad de la aprobación del Operador, con el fin de repago de la emisión, y la posibilidad de sustituir al Operador ante una eventual venta del Hotel.

### ANÁLISIS DEL ACTIVO SUBYACENTE

La transacción se encuentra respaldada por el 100% de los flujos generados por el JW Marriott Lima, hotel 5 estrellas inaugurado en julio 2000 y ubicado en la ciudad

<sup>10</sup> En caso la Asamblea General decidiera la aceleración de los montos adeudados a los Acreedores Garantizados sin solicitar la liquidación del Patrimonio Fideicometido, deberá otorgar el plazo que estime conveniente a efectos de que se realice el pago de la deuda acelerada. El remanente acumulado (6 meses) será utilizado por el Fiduciario para los pagos acelerados a favor de los Bonistas.

de Lima. De igual forma, la emisión está respaldada por el inmueble donde actualmente opera el Hotel.

El Hotel cuenta con 300 habitaciones y se encuentra en muy buen estado, en gran medida gracias a un fondo de reserva, que actualmente equivale a 7% del total de ventas, utilizado para renovar las instalaciones de acuerdo a un cronograma determinado por Marriott. Inicialmente, estaba previsto que a partir de junio 2016 dicha reserva retornara a su nivel previo de 5% de los ingresos totales; no obstante, ILR decidió mantener el porcentaje de las ventas que se destinan al fondo hasta diciembre 2017.

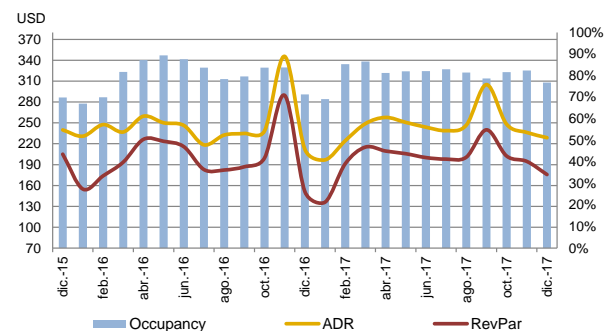
La Compañía invierte continuamente en mejorar el Hotel para mantener las instalaciones en óptimas condiciones (Proyecto Redo). Durante 2009-2010 se completó la renovación de las 300 habitaciones del Hotel y durante 2011-2013 se realizó la renovación de las áreas públicas. En 2014, se completó la renovación de la suite presidencial y en octubre 2014 se inició la segunda remodelación de habitaciones, la cual culminó en abril 2016 y tuvo un presupuesto aproximado de US\$6.1 MM.

Debido a que la velocidad de gasto (desembolso) para financiar el Proyecto Redo fue superior a la de acumulación mensual de la reserva, la Compañía obtuvo un pagaré por US\$1.0 MM en noviembre 2014, el cual fue cancelado en diciembre 2016. Además, en junio y agosto 2015 obtuvo dos pagarés por US\$1.8 MM y US\$1.0 MM con vencimientos en junio 2016 y diciembre 2017, respectivamente.

De otro lado, el *capex* rutinario ( $\approx 3\%$  de las ventas) fue incorporado en los costos anuales de operación. Finalmente, no se prevén mantenimientos mayores (ej. ampliación en el número de habitaciones); no obstante, en caso se requieran serían de obligación de Inversiones La Rioja.

Adicionalmente, el Hotel brinda servicios de gimnasio, piscina, spa, *business* center, cancha de tenis, y cuenta con dos restaurantes.

Evolución Mensual JW Marriott Lima: ADR, Ratio de Ocupación, RevPar [Dic-15 - Dic-17]



Fuente: ILR

En los últimos años, el Hotel ha registrado indicadores superiores a los de la industria hotelera, con un ratio de

ocupación mínimo promedio de 74.6% en el 2009 y una tendencia favorable en el ingreso promedio por habitación (RevPar). Así, el RevPar a diciembre 2017 ascendió a US\$197.3, mientras que registró un promedio de US\$198.3 en el 2016. Por su parte, el ratio de ocupación se incrementó ligeramente de 80.3% a fines del 2016, a 80.8% al cierre del 2017; no obstante, la tarifa promedio se redujo un 1.0%, en similar lapso de tiempo.

Desempeño histórico	2013	2014	2015	2016	2017
Habitaciones	300	300	300	300	300
Habitaciones disponibles	109,500	109,500	109,500	109,500	109,500
Habitaciones vendidas	89,834	91,624	88,586	87,972	88,476
% de ocupación	82.0%	83.7%	80.9%	80.3%	80.8%
ADR (US\$, sin IGTV)	238.8	250.9	253.3	246.7	244.2
Ingreso por hab. (RevPar)	195.9	210.0	204.9	198.1	197.3

\*Proyectado

Fuente: ILR. Elaboración Propia

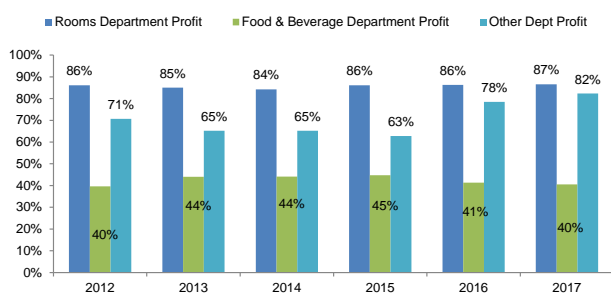
Apoyo & Asociados analizó los flujos generados por el JW Marriott Lima (el Hotel), con el fin de desvincular parcialmente la clasificación de la emisión, de la calidad crediticia de ILR. El análisis del flujo de caja (en dólares) es con cifras al cierre del 2017 e incluye lo esperado por la administración para el cierre del presente año. A continuación, se describe el desempeño del Hotel.

**Ingresos por Habitaciones:** Refleja una tarifa promedio de US\$244 durante el 2017 (US\$232 en promedio para el periodo 2010-2016) y niveles de ocupación de 80.8% (2010-2016: 80.7%). Los ingresos por este concepto alcanzaron los US\$21.6 MM, representando el 71.6% del total de las ventas (2016: US\$21.6 MM y 72.8%, respectivamente).

**Alimentos y Bebidas:** En el 2017 significó el 23.5% de los ingresos totales (2016: 22.7%). Esta participación, se considera normal en la industria, dado el enfoque corporativo y de centro de convenciones del Hotel.

**Otros Ingresos:** Han venido disminuyendo su participación dentro de los ingresos totales, desde 17% en 2006, a 5% al cierre del 2017. Entre éstos se encuentran ingresos por servicio de spa, telefonía, entre otros.

**Margen Bruto JW Marriott Lima: 2012 - 2017**



Fuente: ILR

**Gastos Departamentales:** En conjunto significaron el 24.4% de los ingresos totales en el 2017 (24.2% en el ejercicio 2016).

**Costos de Operación:** Incluye gastos de publicidad, pago de servicios públicos, mantenimiento rutinario, telecomunicaciones, entre otros. Estos costos se han mantenido relativamente constantes en alrededor del 24% desde el 2006.

**Honorarios del Operador:** Desde sus inicios, el Hotel ha operado bajo la marca JW Marriott, por lo cual ILR realiza un pago por concepto de regalías por el equivalente entre el 3.0 y 4.5% de los ingresos brutos del Hotel (*royalty fee*). Además, se retribuye al Operador una comisión de administración equivalente a un porcentaje fijo de la utilidad operativa<sup>11</sup> (*incentive fee*).

De esta manera, a nivel agregado de todas las operaciones de sus hoteles, en el 2017 Inversiones La Rioja registró ingresos por S/ 162.1 MM (de los cuales, JW Marriott Lima generó el equivalente a unos S/ 98.2 MM). Por su parte, la utilidad neta ascendió a S/ 20.8 MM (S/ 16.0 MM en el 2016). En tal sentido, el EBITDA generado durante el 2017 fue S/ 57.4 MM y después de restarle los gastos financieros, S/ 43.5 MM.

Cabe indicar que desde el 2015, el Hotel optó por ampliar su base de viajeros de placer (turismo), segmento menos ligado al ciclo económico local. Así, la contribución del cliente turista se elevó alrededor de un 45% al cierre del 2017 (35% en 2016). El Hotel espera mantener dicha estrategia para los próximos años.

Dado que JW Marriot es un hotel en la etapa de madurez, se estima que para el 2018 la tasa de crecimiento será similar a la del mercado de hoteles 5 estrellas (entre 3 y 4%). No obstante, se proyecta que el impulso en la generación de la compañía vendrá por una reducción de costos, toda vez que el *know how* y el mayor poder de negociación de Intursa se trasladará hacia ILR.

Por su parte, según las estimaciones iniciales del caso estresado de la Clasificadora, el Hotel posee una adecuada flexibilidad financiera para mantener su calificación durante una desaceleración del sector que resultase en una contracción del RevPar de más del 30%. No obstante, en opinión de la Clasificadora, los fundamentos del sector hotelero, en especial del mercado 5 estrellas, se mantendrán sólidos pese a la ralentización económica del país.

## Análisis de Recupero

Finalmente, utilizando la metodología de *recovery*, se evaluó el Fideicomiso en Garantía. Según la última tasación (realizada por Ingeniería Económica E.I.R.L. en diciembre 2016), el valor comercial del terreno, edificación

<sup>11</sup> Ingresos - Gastos Departamentales - Costos Operativos - *Royalty Fee* (3.0-4.5% de los Ingresos) - *FF&E Reserve* (5-7% de los Ingresos).

y estacionamientos del Hotel, se sitúa en US\$97.0 MM<sup>12</sup> (valor de realización de los mismos: US\$82.4 MM). Adicionalmente, es importante notar que al considerar el valor comercial de la tasación, ante un escenario de *market value decline*; el valor de los activos podría verse afectado en más de 50% y aun así cubrir el saldo inicial de los bonos. De otro lado, si se considera sólo el valor de realización del terreno respecto al *outstanding* de los BT (a dic. 2017), el *recovery* sería de 59.2%. No considera el *negative carry* (costos financieros originados durante el proceso de ejecución), ya que éste se deduciría de la cuenta de reserva.

En opinión de Apoyo & Asociados, aún en un escenario estresado, la cobertura de las garantías con respecto al saldo de la deuda emitida es buena. Así, el valor estresado de los activos otorgados en garantía, según los criterios de la Clasificadora, era de US\$56.4 MM, lo que representaba un 1.41x del saldo en circulación de la emisión (US\$40.0 MM), permitiendo reducir la severidad de la pérdida de los inversionistas.

## PERFIL Y ANALISIS FINANCIERO

### Modelación financiera y sensibilizaciones

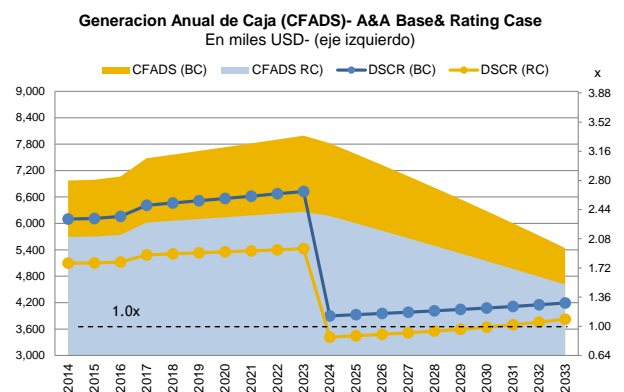
Con el objetivo de verificar el cumplimiento de los pagos esperados por parte del FT, se realizaron varias simulaciones en distintos escenarios, teniendo en cuenta tanto las condiciones macroeconómicas, como el funcionamiento específico del negocio. La Clasificadora utilizó un modelo propio de flujo de caja adecuado a la cascada y mecanismos de operación especificados en los documentos de la emisión para verificar si los flujos de caja estresados, así como los niveles de colateral provistos por la transacción, son suficientes para cubrir el pago puntual de capital e intereses.

Apoyo & Asociados proyectó el desempeño esperado de la Estructura bajo escenarios en los que se sensibilizaron diversas variables, como: ratio de ocupación, variación anual de tarifa por habitación, inflación, gastos de O&M, tasa de interés, entre otras (Ver Anexo 3).

En base a las proyecciones realizadas en el caso base, se tenían coberturas de servicio de deuda naturales (DSCR) mínimo de 1.13x (registrada en 2024: inicio de amortización de capital) y promedio de 1.85x. En el caso de estrés, se obtuvieron coberturas mínima y promedio de 0.87 y 1.42x, respectivamente. Bajo este último escenario, la cobertura mínima pasa a 1.12x al incorporar los recursos de la cuenta de reserva. Ambos escenarios, resultaron en un pago completo y oportuno de la deuda.

La Clasificadora considera la transacción dentro del contexto del sector hotelero y los riesgos asociados a

éste, expuesto a factores exógenos no controlables por Inversiones La Rioja ni Marriott, tales como crisis internacionales que afecten la llegada de turistas, crisis de sobreoferta de hoteles corporativos 5 estrellas y riesgo de terrorismo, entre otros. Si bien Apoyo & Asociados, reconoce la naturaleza cíclica del sector hotelero y la sensibilidad de los flujos a escenarios macroeconómicos desfavorables, en su opinión el activo subyacente podría enfrentar adecuadamente las presiones negativas no contempladas en su escenario base.



Fuente: AAI // DSCR: Cobertura Natural del Servicio de Deuda. No considera Cuenta de Reserva.

<sup>12</sup> Al incluir la tasación de las instalaciones (sistema de ascensores, red de agua y desagüe, entre otros) y de los activos fijos, el valor comercial del Hotel asciende a cerca de US\$102.5 MM.

### Patrimonio en Fideicomiso- D. Leg. N° 861, Título XI, 2013 - Inversiones La Rioja S.A.

#### BALANCE GENERAL

(En miles de Soles)	dic-17	dic-16	dic-15	dic-14	dic-13
<b>ACTIVO</b>					
Caja e Inv. Corrientes	7,866	7,862	10,194	11,881	9,251
Activos en titulación, neto	1,967	1,901	1,766	1,275	1,221
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>9,833</b>	<b>9,763</b>	<b>11,960</b>	<b>13,156</b>	<b>10,472</b>
Activos en titulación	129,680	134,240	136,440	119,440	111,800
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>139,513</b>	<b>144,003</b>	<b>148,400</b>	<b>132,596</b>	<b>122,272</b>
<b>PASIVO</b>					
Cuentas por pagar	7,998	7,961	10,299	11,939	9,292
Bonos de titulación	1,967	1,901	1,766	1,275	1,221
Otras cuentas por pagar	5	3			
<b>Total Pasivos Corriente</b>	<b>9,970</b>	<b>9,865</b>	<b>12,065</b>	<b>13,214</b>	<b>10,513</b>
Bonos de titulación	129,680	134,240	136,440	119,440	111,800
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>139,650</b>	<b>144,105</b>	<b>148,505</b>	<b>132,654</b>	<b>122,313</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>					
Resultados acumulados	-95	-102	-105	-58	-41
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>139,555</b>	<b>144,003</b>	<b>148,400</b>	<b>132,596</b>	<b>122,272</b>

### Patrimonio en Fideicomiso- D. Leg. N° 861, Título XI, 2013 - Inversiones La Rioja S.A.

#### Estado de Resultados

(En miles de Soles)	dic-17	dic-16	dic-15	dic-14	dic-13
<b>Ingresos</b>					
Intereses	9,632	10,000	9,457	8,406	1,221
<b>Gastos</b>					
Intereses	-9,632	-10,000	-9,457	-8,406	-1,221
Comisión de administración	-102	-102	-102	-102	-29
<b>Resultado operativo</b>	<b>-102</b>	<b>-102</b>	<b>-102</b>	<b>-102</b>	<b>-29</b>
Otros (gastos) ingresos					
Ingresos financieros	7	4	0	0	0
Gastos financieros	-23	-20	-17	-12	-2
Otros ingresos	231	231	223	274	0
Otros gastos	-113	-113	-103	-136	0
Diferencia de cambio, neta	13	6	-48	-41	-10
Impuestos	-6	-3	0	0	0
<b>Utilidad (pérdida) neta</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>-47</b>	<b>-17</b>	<b>-41</b>



## Anexo 1:

### Resumen Financiero - Inversiones La Rioja S.A.

(Cifras en miles de Soles)

Tipo de Cambio S/. / US\$ a final del Periodo	3.24	3.36	3.41	2.99	2.80
	<b>Dic-17</b>	<b>Dic-16</b>	<b>Dic-15</b>	<b>Dic-14</b>	<b>Dic-13</b>
EBITDA *	57,374	56,040	43,789	37,184	27,414
Mg. EBITDA	35.4%	34.6%	32.6%	31.6%	26.0%
FCF / Ingresos	19.9%	16.6%	-18.0%	-20.2%	-11.2%
ROE (promedio)	5.0%	3.9%	-1.4%	1.7%	-2.0%
<b>Cobertura</b>					
(FFO + Intereses Pagados) / Intereses Pagados	4.3	4.1	4.1	4.3	1.8
EBITDA / Gastos financieros	4.1	3.7	4.1	3.2	3.2
EBITDA / Servicio de deuda**	2.6	2.1	1.4	1.7	1.9
(FFO + Gastos Fin. + Alq.) / (Gastos Fin. + Alq.)	4.2	3.9	4.0	3.8	1.6
FCF / Servicio de deuda	1.5	1.0	-0.7	-1.1	-0.8
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	3.6	2.1	-0.1	0.7	3.4
CFO / Inversión en Activo Fijo	14.3	4.6	0.6	0.8	-0.3
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>					
Deuda financiera total / EBITDA	3.3	3.7	5.2	5.3	6.8
Deuda financiera neta / EBITDA	2.5	3.2	4.7	4.2	4.6
Deuda ajustada total / EBITDA	3.3	3.7	5.2	5.3	6.8
Deuda financiera total / Capitalización	31.4%	33.6%	35.5%	43.0%	41.1%
Costo de financiamiento estimado	7.0%	6.9%	5.0%	6.1%	5.6%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	4.3%	5.7%	9.5%	5.4%	3.2%
<b>Balance</b>					
Activos totales	766,032	771,696	767,413	531,261	525,245
Caja e inversiones corrientes	47,817	28,691	19,904	39,790	60,073
Deuda financiera Corto Plazo	8,167	11,855	21,596	10,568	5,894
Deuda financiera Largo Plazo	182,593	195,696	206,064	186,883	180,569
Deuda financiera subordinada	-	-	-	-	-
Deuda financiera total	190,759	207,551	227,660	197,451	186,464
Deuda fuera de Balance	-	-	-	-	-
Deuda ajustada total	190,759	207,551	227,660	197,451	186,464
Patrimonio Total	417,244	409,774	413,109	261,232	267,603
Capitalización	608,003	617,326	640,769	458,683	454,067
<b>Flujo de caja</b>					
<b>Flujo generado por las operaciones (FFO)</b>					
Variación de capital de trabajo	4,252	-759	-456	837	-7,443
<b>Flujo de caja operativo (CFO)</b>					
Inversiones en activo fijo	-3,417	-9,446	-53,643	-40,960	-9,257
Dividendos comunes	-13,168	-6,942	-2,170	-16,257	-
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>					
Ventas de activo fijo	225	187	254	22	71
Otras inversiones, neto	-303	-176	-446	5,848	-6,302
Variación neta de deuda	-10,038	-16,380	2,353	-3,476	71,625
Variación neta de capital	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	-	-	-	-	-
Diferencia en cambio neta	-3,090	-1,628	2,122	1,159	-
<b>Variación de caja</b>	<b>19,123</b>	<b>8,788</b>	<b>-19,887</b>	<b>-20,283</b>	<b>53,642</b>
<b>Resultados</b>					
Ingresos	162,140	161,800	134,222	117,750	105,320
Variación de Ventas	0.2%	20.5%	14.0%	11.8%	22.0%
Utilidad operativa (EBIT)	39,420	38,261	31,322	24,880	15,298
Gastos financieros	13,847	14,957	10,698	11,687	8,452
Resultado neto	20,819	16,037	-4,756	4,567	-5,462

\*EBITDA = Ut. Operativa (no incl. otros ingresos y egresos) + Deprec.+ Amort. // FFO = Rstdo. Neto + Deprec.+ Amort. + Rstdo. Venta de Activos + Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstdo. Neto + Var. en Otros Activos+ Var. de Otros Pasivos - Dividendos Preferentes. // **Var. de Capital de Trabajo** = Cambio en Ctas.x Cobrar Comerc.+ Cambio Existencias -Cambio en Ctas.x Pagar Comerc. + Cambio, neto en Otras Ctas.x Cobrar y Otras Ctas.x Pagar. // **CFO** = FFO + Variación de capital de trabajo. // **FCF** = CFO + Inversión Activo Fijo + Pago de Dividendos Comunes.

**Cargos fijos**= Gastos Fin. + Dividendos Pref + Arriendos. // **Deuda fuera de balance** = Incl. avales, fianzas, arriendos anuales multiplicados por el factor 6.8. // **\*\*Servicio de deuda** = Gastos Fin. + Deuda Corto Plazo (incluye créditos puente)

**Capitalización ajustada:** Deuda ajustada total + patrimonio + acciones preferentes + interés minoritario

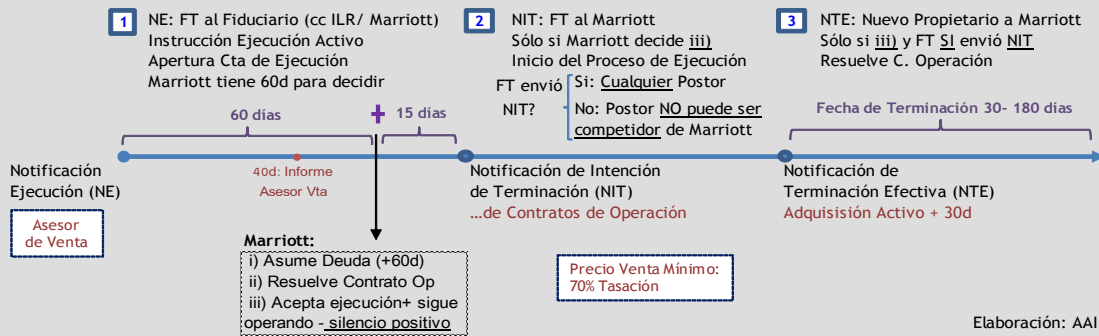
**Anexo 2**

**Contrato de Fideicomiso en Garantía- Con Intervención de Marriott Perú**

Fideicomitente: Inversiones La Rioja S.A. (ILR)  
 Fiduciario: La Fiduciaria  
 Fideicomisario: Patrimonio Fideicometido de Titulización (FT)  
 Banco Recolector: Scotiabank Perú  
 Bienes Fideicometidos: Flujos de la Ejecución y Flujos por Seguro  
 Inmuebles (Hotel, 121 Estacionamientos y 18 Depósitos) y Muebles  
 Cuentas del Fideicomiso: Cuenta Seguros - La Fiduciaria Fid. La Rioja  
 [Flujos de Póliza de Seguros sobre Bienes- renovación 45 días antes del vencimiento]  
 Cuenta de Ejecución  
 Frecuencia de Tasación: Anual  
 Asesor de Venta: Empresa contratada en caso de ejecución del activo para optimizar venta de bienes.  
 Eventos Incumplimiento: Clausula 8.1 Acto Constitutivo  
 Plazo de Subsanación del Operador: 45 días + 2 días (Notificación Evento)

**DIAGRAMA DE EJECUCIÓN DE ACTIVO (HOTEL JW MARRIOTT LIMA)**

En caso el evento de incumplimiento no tuviera plazo de cura / subsanación ó dicho plazo hubiera vencido:



**Anexo 3**

**Sensibilidad y Escenarios de Estrés  
 [Rating case – Combined downside – Break-even stresses]**

**ANÁLISIS FINANCIERO - Flujos JW Marriott Hotel Lima**

Variable	BASE CASE	ESTRÉS R. Ocupación	ESTRÉS TARIFA	ESTRÉS Mg Bruto	ESTRÉS Support Cost	RATING CASE
Ratio de Ocupación (RO)	68%	Base RO @85%	68%	68%	68%	50%
Var. Tarifa 2013: \$242/hab	2014-2033 14-23: +1.5% 24-33: 0%	58%	2014-2033 14-23: \$50/hab 24-33: \$150/hab	2014-2033 14-23: +1.5% 24-33: 0%	2014-2033 14-23: +1.5% 24-33: 0%	2014-2033 14-23: +1.0% 24-33: 0%
Mg Bruto (Department Profit)	Rooms 86% Food&Bev 39% Otros 70%	Rooms 86% Food&Bev 39% Otros 70%	Rooms 86% Food&Bev 39% Otros 70%	Rooms 81% Food&Bev 34% Otros 65%	Rooms 86% Food&Bev 39% Otros 70%	Rooms 86% Food&Bev 39% Otros 70%
Inflación Anual	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%
Gts Utilities <sup>1</sup> + Administración	Presupuesto 2013+ π	Presupuesto 2013+ π	Presupuesto 2013+ π	Presupuesto 2013+ π	PPTO 2013 + 4.6% p.a.	Presupuesto 2013+ 2%
Tasa Bonos	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	8.0%
<b>Desempeño financiero</b>						
DSCR min año (min DSCR)	1.13 2024	1.00 2024	1.00 2014-2016/2024	1.00 2024	1.01 2033	0.87 2024
DSCR min w/rves	1.38	1.25	1.25	1.25	1.42	1.12
DSCR avrg	1.85	1.65	1.09	1.64	1.79	1.42

1/ Heat, Light and Power  
 Fuente: Inversiones La Rioja. Elaboración: Propia (Proyecciones AAI).

## **ANTECEDENTES**

Originador:	Inversiones La Rioja S.A.
Domicilio legal:	Calle Amador Merino Reyna N° 551, San Isidro
Teléfono:	(511) 712-7000
Emisor y Fiduciario del Fideicomiso de Titulización:	Scotia Sociedad Titulizadora S.A.
Domicilio legal:	Av. Dionisio Derteano, 102, San Isidro
Teléfono:	(511) 211-6599
Fiduciario del Fideicomiso en Garantía:	La Fiduciaria S.A.
Domicilio legal:	Calle Los Libertadores, 155, Of. 801, San Isidro
Teléfono:	(511) 710-0660
Entidad Estructuradora:	Scotiabank Perú S.A.A.
Domicilio legal:	Av. Dionisio Derteano, 102, San Isidro
Teléfono:	(511) 211-6000

## **RELACIÓN DE DIRECTORES**

Pedro Brescia Moreyra	Presidente del Directorio
Mario Brescia Moreyra	Vicepresidente del Directorio
Fortunato Brescia Moreyra	Director
Alex Fort Brescia	Director
Bernardo Fort Brescia	Director
Jaime Araoz Medanic	Director
Jorge Ferrer Graupera	Director

## **RELACIÓN DE EJECUTIVOS**

Inversiones Nacionales de Turismo S.A.	Gerente General
Cecilia Vargas Navarro	Sudgerente de Contabilidad
Antonella Di Laura	Subgerente de Desarrollo
Martiza Taboada	Tesorera

## **RELACIÓN DE ACCIONISTAS**

INTURSA	99.97%
Otros	00.03%

## 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 la siguiente clasificación de riesgo para los siguientes instrumentos:

<u>Instrumentos</u>	<u>Clasificación</u>
<b>Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización-Inversiones La Rioja</b>	<b>AA(pe)</b>
<b>Perspectiva</b>	<b>Estable</b>

### Definiciones

**CATEGORÍA AA (pe):** Corresponde a una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados. Esta capacidad no es significativamente vulnerable ante cambios adversos en circunstancias o el entorno económico.

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

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

**Perspectiva:** Indica la dirección en que se podría modificar una clasificación en un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no implica necesariamente un cambio en la clasificación. Del mismo modo, una clasificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin que la perspectiva se haya modificado previamente a positiva o negativa, si existen elementos que lo justifiquen.

(\*) 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.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

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% 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.