

## Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. No. 861, Título XI, Inmuebles Panamericana – Segundo Programa

Oferta Pública

### Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior
<b>Segundo Programa Bonos de Titulización IPSA</b>		
Primera Emisión	AA(pe)	AA(pe)

Con información financiera auditada a diciembre 2017. Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 29/05/2018 y 30/11/2017.

### Perspectiva

Estable

### Analistas

Sergio Castro Deza  
[sergio.castro@aai.com.pe](mailto:sergio.castro@aai.com.pe)

Chelsea Medina  
[chelseamedina@aai.com.pe](mailto:chelseamedina@aai.com.pe)

(511) 444 5588

Metodologías aplicadas: Metodología Maestra de Clasificación de Finanzas Estructuradas (01-2017).

### Antecedentes–Participantes

**Emisor:** “Patrimonio en Fideicomiso - D. Leg. N° 861, Título XI, Inmuebles Panamericana - Segundo Programa”.

**Originador:** Inmuebles Panamericana S.A.

**Fiduciario:** Credicorp Capital Sociedad Titulizadora

**Flujos Cedidos:** Cuentas por cobrar de arriendos, aportes de mantenimiento, marketing e ingresos por servicios que reciba IPSA por los contratos de arrendamiento y/o usufructo del Centro Comercial MegaPlaza Norte.

**Garantías Adicionales:** Fideicomiso en garantía de los inmuebles denominados Sub-Lote A y C, ubicados en Av. Alfredo Mendiola y Av. Industrial, respectivamente, en el distrito de Independencia, y las construcciones actuales y futuras ahí desarrolladas; Fianza del Originador.

**Monto del Programa:** Hasta por US\$200.0 millones (MM) o su equivalente en moneda nacional.

### Fundamentos

El rating otorgado a la Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización de Inmuebles Panamericana (IPSA) se sustenta en:

- La experiencia del Originador.** Cabe destacar que la gestión de IPSA es controlada por su accionista Parque Arauco S.A. (Chile), el cual tiene un rating de largo plazo otorgado por *FitchRatings* de AA-(cl). A diciembre 2017 esta empresa tenía operaciones en Chile, Perú y Colombia, administrando centros comerciales y vecinales, que tenían en conjunto un área arrendable de aproximadamente 1'012,000 de m2, de los cuales su participación, sin considerar a terceros, era equivalente a unos 838,000 m2.
- Las expectativas del negocio.** Los flujos y las garantías cedidas están vinculados al centro comercial MegaPlaza Norte de propiedad de IPSA, el cual está ubicado en Lima Norte, zona urbana de la ciudad de Lima con la más alta concentración demográfica y creciente capacidad adquisitiva, lo que genera oportunidades para el desarrollo comercial. A diciembre 2017 contaba con un área arrendable de aproximadamente unos 111,000 m2 y registraba una afluencia mensual promedio de alrededor de 3.2 millones de visitas.  
  
Asimismo, los recursos provenientes de las emisiones realizadas se destinaron, entre otros, a ampliar el área arrendable del Centro Comercial, contribuyendo a incrementar sus ingresos. Cabe señalar que el nivel mínimo de ocupación promedio del Centro Comercial en los últimos años ha sido de aproximadamente 98%. Asimismo, al cierre del 2017 la ocupación fue de alrededor de 99%.
- La estabilidad de los flujos.** La existencia de una renta mínima en los contratos de alquiler, que durante el último año a diciembre 2017 representó un 53% de los ingresos totales de IPSA a nivel individual, permite atenuar los efectos de los ciclos económicos. Cabe señalar que los contratos con las tiendas ancla son de largo plazo y suelen incluir períodos forzosos. Asimismo, las tiendas menores suelen tener contratos con cláusulas de lucro cesante y estar garantizadas en su mayoría con cartas fianza. Además, la naturaleza del negocio les permite ajustar sus tarifas por inflación.
- Fortaleza de la Estructura,** la cual cuenta con la totalidad de los flujos provenientes de las cuentas por cobrar por rentas, derechos de llave, aportes de mantenimiento y marketing, así como ingresos por servicios que reciba IPSA, del Centro Comercial MegaPlaza Norte.

Además, los Bonos de Titulización están respaldados por una Cuenta de Reserva equivalente a una cuota trimestral del servicio de la deuda más próximo. Asimismo, la existencia de resguardos y los mecanismos de la Estructura, permiten retener fondos en caso de eventos de incumplimiento no subsanados en los plazos previstos, permitiendo el pago acelerado de los Bonos, según decisión de la Asamblea General de Bonistas. Esto permitiría un mayor recovery al que podrían obtener otros acreedores que no poseen garantías.

Adicionalmente, la Estructura cuenta con las siguientes garantías:

- a) **Fideicomiso en garantía.** Constituido por los inmuebles denominados Sub-Lote A y C del centro comercial, ubicados en Av. Alfredo Mendiola y Av. Industrial, respectivamente, en el distrito de Independencia, así como las construcciones actuales y futuras que se realicen sobre los mismos. En diciembre 2017 dichos inmuebles fueron tasados a valor de realización por Luis Pedraza Merino Constructora E.I.R.L. en US\$260 MM, de los cuales US\$144 MM correspondían al terreno. Así, al cierre del ejercicio 2017 el valor de realización de dichos inmuebles equivalía a 2.3x el saldo de los Bonos de Titulización (S/ 369 MM) emitidos mediante oferta pública y privada.
- b) **Fianza solidaria del Originador.** IPSA otorga su fianza irrevocable, solidaria, ilimitada, incondicional, sin beneficio de excusión y de realización automática. Así, en caso los recursos del Patrimonio Fideicometido no resulten suficientes para atender el Servicio de Deuda de los Bonos, el Originador deberá responder ante los Bonistas con el íntegro de su patrimonio.

## ¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

Considerando el buen desempeño que ha tenido el Centro Comercial en los últimos años y la consolidación en su zona de influencia, la Clasificadora considera poco probable que en el corto plazo puedan modificarse las clasificaciones asignadas. Sin embargo, una disminución en los niveles de ocupación del Centro Comercial y/o un incremento sostenido en sus niveles de endeudamiento que no vayan acompañados de una mayor generación de flujos, podría implicar un ajuste en los *ratings* otorgados.

## ■ Resumen de la Estructura

El Originador, en este caso, Inmuebles Panamericana S.A., cede al Patrimonio en Fideicomiso (PF) los flujos correspondientes a cuentas por cobrar por concepto de rentas, derechos de llave, mantenimiento, marketing e ingresos por servicios que reciba IPSA por los contratos de arrendamiento y/o usufructo del Centro Comercial MegaPlaza Norte.

La sociedad titulizadora (Credicorp Capital Sociedad Titulizadora) emitió en enero 2012 con cargo al PF, Bonos de Titulización (BT) en moneda nacional por S/ 215.4 MM, mediante oferta pública y privada. Asimismo, en setiembre 2015 se emitieron S/ 150.0 MM. Cabe señalar que actualmente el Programa es hasta por US\$200 MM o su equivalente en moneda nacional.

Los BT tienen como garantía adicional, un fideicomiso en garantía constituido por los inmuebles denominados Sub-Lote A y C, ubicados en Alfredo Mendiola y Av. Industrial, respectivamente, en el distrito de Independencia en Lima, y una fianza del Originador.

Los recursos captados fueron entregados al Originador quien los utilizó para pre-pagar el saldo vigente en circulación de los bonos del Primer Programa de Bonos Titulización - Inmuebles Panamericana, lo cual implicó un pago equivalente a aproximadamente S/ 81.8 MM. Además, dichos fondos permitieron cancelar sus préstamos puente por unos S/ 15.1 MM; y, financiar la ampliación del MegaPlaza Norte y otras inversiones (Villa El Salvador, MegaPlaza Chimbote y otros).

Cabe recordar que un grupo de bonistas de la Segunda Emisión del Primer Programa se acogió a la opción de intercambio de Bonos VAC por S/ 29.9 MM. Adicionalmente, un bonista decidió no acogerse a la opción de intercambio, por lo que se efectuó un pago de S/ 9.2 MM, incluyendo intereses corridos y prima de rescate.

Pagos por Redención de la Segunda, Cuarta y Quinta Emisión del Primer Programa de BT

Emisión	Moneda	Amort.	Intereses Corridos y Prima de Rescate	Monto Total Pagado
SEGUNDA	S/.	38.47	0.67	39.15
CUARTA	US\$	12.00	0.27	12.26
QUINTA	S/.	9.41	0.10	9.52
<b>TOTAL (S/.)</b>				<b>81.77</b>

Fuente: IPSA

## Riesgo Performance

En la clasificación de transacciones de flujos futuros, dado que es una titulización de activos no existentes, el *rating* es altamente dependiente de que los Originadores de los flujos transferidos mantengan sus operaciones a través del tiempo.

Bajo la legislación peruana en un proceso de titulización, la titularidad de los flujos futuros sigue siendo del PF aún en el caso que los Originadores entren en un proceso de declaración de insolvencia por voluntad propia o solicitud de un tercero, o se acoja a un concurso preventivo o procedimiento de reestructuración patrimonial.

A pesar de lo anterior, Apoyo & Asociados considera que, sobre la base de la experiencia de los procesos de reestructuración patrimonial que se han dado en el Perú, la eventual insolvencia de los Originadores podría conllevar, aunque no necesariamente, a la insolvencia del Patrimonio Fideicometido.

Por lo anterior, la Clasificadora considera que tanto el riesgo comercial u operacional como el riesgo crediticio, son factores determinantes en el desempeño futuro de los Originadores. Dicho lo anterior, la existencia de mecanismos de aceleración, los cuales se activarían cuando se perciba un deterioro en la situación financiera de los Originadores, permitirán acumular la mayor cantidad de flujos necesarios para una pronta amortización, logrando de esta forma, un *recovery* mayor al que podrían obtener los acreedores que no cuentan con algún tipo de garantía.

Adicionalmente, algunas estructuras suelen incluir garantías adicionales, las cuales no dependen del riesgo de los Originadores. En estos casos, Apoyo & Asociados evaluará la calidad de las mismas, su ejecutabilidad y liquidez, así como el valor que obtendrían bajo un escenario de estrés. En caso la garantía adicional incremente el *recovery* estimado anteriormente, Apoyo & Asociados podrá mejorar el *rating* anterior en función al incremento del *recovery*.

En setiembre 2015, se realizó la colocación de la Tercera y Cuarta Emisión Privada del Segundo Programa de Bonos de Titulización por S/ 59 MM y S/ 91 MM, respectivamente. Asimismo, ese año se adquirió un crédito puente con el Scotiabank por S/ 226 MM, cuyo saldo al cierre del 2016 era de S/ 161 MM.

Por su parte, en octubre del 2016 la Compañía constituyó el Primer Programa de Bonos de Titulización - IPSA y Subsidiarias por un importe de hasta S/ 300 MM. En ese sentido, en enero del 2017 se realizó la primera y segunda emisión del Programa por S/ 100 y 65 MM, respectivamente; ambas con vencimiento en el 2042. Los fondos recaudados

fueron utilizados para pagar el préstamo puente con el Scotiabank del Perú.

## ■ Originador

### **Inmuebles Panamericana S.A. (IPSA)**

Inmuebles Panamericana S.A. fue constituida en 1998 mediante la escisión de un bloque patrimonial de la empresa AyF Wiese S.A. con el objetivo de dedicarse al desarrollo de actividades inmobiliarias. En mayo 2006, la chilena Parque Arauco S.A. compró el 45% de las acciones de IPSA a través de su subsidiaria Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C.

Asimismo, en el 2011 Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C. adquirió el 99.99% de las acciones de Inversiones Vilna S.A.C.

ACCIONISTAS IPSA Diciembre-2017		
Accionista	Grupo	Particip.
Holding Plaza S.A.	Wiese	49,997%
Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C.	Parque Arauco	45,000%
Inversiones Vilna S.A.C.	Parque Arauco	5,000%

Fuente: IPSA

IPSA es propietaria del centro comercial denominado MegaPlaza Norte, ubicado en el distrito de Independencia, en Lima. Las obras para la construcción del centro comercial se iniciaron en marzo 2002 y éste entró en operación en noviembre del mismo año.

MegaPlaza Norte (MPN) cuenta con una arquitectura moderna y se encuentra ubicado en el distrito de Independencia, sobre la Panamericana Norte, principal vía de circulación de transporte pesado, público y vehicular de Lima Norte. Este centro comercial cuenta con la ventaja de estar ubicado en una zona que registra una elevada densidad demográfica y creciente poder adquisitivo.

Cabe indicar que a diciembre 2017 el principal activo de IPSA y Subsidiarias era la inversión inmobiliaria neta, la cual ascendió a S/ 1,443 MM (S/ 1,415 MM a dic. 2016) y significó el 87% del activo consolidado. Este saldo estaba compuesto principalmente por las inversiones en el centro comercial MPN, el *mall* de Chimbote y diversos Mega Express (Cañete, Villa, Villa el Salvador, Pisco, Barranca y Chincha), así como los terrenos y trabajos en curso de la cartera de proyectos a esa fecha.

Cabe señalar que en diciembre 2006 los accionistas acordaron que el control de las políticas financieras y de inversión de la Compañía se encontrará a cargo de Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C, debido a su experiencia en la operación de centros comerciales.

### **Parque Arauco**

Parque Arauco es un operador chileno de centros comerciales con presencia en Chile, Perú y, desde el 2007, Colombia. La experiencia de esta empresa se remonta a 1979 y tiene una clasificación local otorgada por *FitchRatings* de AA-(cl), con perspectiva estable. Su accionariado se concentra principalmente en las Familias Said Somavia y Said Yarur. Al cierre del 2017 aproximadamente un 59% de sus ingresos provenía de Chile, 28% de Perú y 13% de Colombia.

Asimismo, a diciembre 2017 la empresa registraba un área arrendable en la región, en los centros comerciales y vecinales que administraba, de aproximadamente 1'012,000 m<sup>2</sup>. De esta área, su participación sin considerar a terceros, fue equivalente a unos 838,000 m<sup>2</sup>. La tasa de ocupación promedio de sus *malls* era de alrededor de 97% en Chile, 92% en Perú y 91% en Colombia.

Igualmente, a fines del 2017 la empresa registró activos consolidados por aproximadamente US\$3,380 MM y un patrimonio neto (sin minoritarios) de unos US\$1,300 MM. Asimismo, en el último año a 2017 sus ingresos ascendieron a unos US\$300 MM, y la utilidad neta atribuible a los accionistas mayoritarios a unos US\$145 MM.

Por su parte, al cierre del 2017 en Perú Parque Arauco contaba con participación directa e indirecta en diversos centros comerciales y vecinales: MegaPlaza Norte (Lima); Mega Express Villa (Lima); Larcomar (Lima); MegaPlaza Chimbote; Mega Express Villa el Salvador; Parque Lambramani (Arequipa); MegaPlaza Express Barranca; MegaPlaza Cañete; MegaPlaza Express Chincha; MegaPlaza Pisco; MegaPlaza Jaén; MegaPlaza Express Huaral, Plaza Jesús María; El Quinde (Cajamarca); El Quinde (Ica); y varios *Strip malls* y Outlets (In Outlet Faucett - Callao; In Outlet Lurín; Viamix Chorrillos y Viamix Malvinas).

Cabe señalar que en el 2017 se inauguró el MegaPlaza Express Huaral, que significó una inversión de unos US\$12 MM y cuenta con un área arrendable de unos 9,000 m<sup>2</sup>. Asimismo, se inauguró MegaPlaza Villa El Salvador II, el cual cuenta con un ABL de unos 8,876 m<sup>2</sup> y significó una inversión de unos US\$11 MM. Igualmente, se realizaron inversiones por unos US\$8 MM para renovar el centro comercial Parque Lambramani en Arequipa.

## Análisis de la industria

A pesar de haberse desacelerado el crecimiento de la economía peruana, el desarrollo de los centros comerciales (CC) a nivel nacional ha continuado. Lo anterior refleja el potencial de crecimiento que todavía existe en el país, debido a la aún baja penetración de los CC. Además, diversos factores, como la mayor capacidad adquisitiva que ha tenido la población en los últimos años y la expansión del crédito de consumo, entre otros, también han contribuido al crecimiento del sector.

En ese sentido, según información de la Asociación de Centros Comerciales del Perú (ACCEP), a fines del 2016 las ventas de los locatarios de los CC que integran su asociación fueron de aproximadamente S/ 23,700 MM, siendo 3.7% superiores a las registradas en el 2015. Asimismo, para el 2017 se estiman ventas por unos S/ 26,000 MM y visitas mensuales superiores a 60 millones de personas.

Al cierre del 2017 operaban en el Perú unos 78 CC. Por su parte, se estima que la inversión en CC durante el 2017, según ACCEP, fue de unos S/ 1,526 MM, cifra mayor en 25% a la inversión realizada en el 2016.

Cabe señalar que del total de CC en operación, existen tres grandes grupos de operadores de centros comerciales que son propietarios de más del 50% de malls en el país en sus diferentes formatos (Grupo Interbank, Grupo Falabella y Parque Arauco/Grupo Wiese).

Según estudios de APOYO Consultoría e información de la ACCEP, se proyecta que entre el 2018 y 2019 ingresarán al mercado más de 226 000m<sup>2</sup> de área arrendable. Se espera que importantes proyectos se inicien en los próximos meses, siendo los principales el Mall de Santa María del grupo EW, Real Plaza Puruchuco del grupo Intercorp, La Molina Shopping del grupo Cencosud, Mall Plaza de Comas y dos nuevos proyectos de Parque Arauco.

Por su parte, el proyecto del centro comercial en el antiguo Centro Comercial Camino Real y Colegio Maristas en San Isidro, aún no ha empezado a construirse.

Si bien se espera un desarrollo positivo para los próximos años, existen cuellos de botella, entre ellos, el alto precio de los terrenos. Además, el alto costo de oportunidad y la menor disponibilidad de terrenos amplios, hace menos viable el establecimiento de los grandes formatos de CC. Igualmente, la demora en los trámites municipales sigue siendo un desafío que enfrentan los desarrolladores, principalmente con respecto a las licencias de construcción.

En este contexto, las nuevas tendencias apuntan a crear nuevos formatos; proyectos mixtos que unan comercio, viviendas u oficinas, los cuales harán más rentables las inversiones. Igualmente, ante la limitación de espacio se espera el desarrollo de formatos más pequeños, pero de mayor altura. Los *malls* existentes, cuyo desarrollo se ha dado sobre la base de las tiendas anclas, tendrán que reinventarse y diferenciarse, aumentando la importancia de las tiendas intermedias.

Por su parte, en provincias existen factores que limitan la inversión como la baja disponibilidad de terrenos saneados y las dificultades existentes para obtener cambios de zonificación municipal, entre otros.

De otro lado, cabe señalar que debido a los cambios en las tendencias de los consumidores y el importante crecimiento de las compras por internet en los últimos años, los CC están buscando potenciar su oferta como centros de entretenimiento y no sólo como un lugar de compras. En ese sentido, varios CC vienen impulsando su oferta gastronómica y buscan desarrollar eventos que atraigan público de manera masiva, especialmente en fechas importantes para el sector.

## ■ Operaciones - MPN

MegaPlaza Norte cuenta con un terreno de alrededor de 138,000 m<sup>2</sup>. El Centro Comercial ofrece una gran variedad de oferta (*tenant mix*), a través de diversos negocios: entretenimiento, supermercado, tiendas por departamento, tiendas para mejoramiento del hogar, *fast food*, ropa, calzado, entre otros.

La fachada del mall se ubica al lado de la Panamericana Norte y su zona de influencia son los distritos de Carabayllo, Comas, Independencia, Los Olivos, San Martín, Rímac, Callao, Ventanilla, Cercado de Lima y Carmen de la Legua.

De acuerdo con estimaciones del INEI la población de los distritos en la zona de influencia del MPN sería de alrededor de 3.4 millones de habitantes (aprox. 35% de la población de las provincias de Lima y Callao). El público objetivo del Centro Comercial está constituido principalmente por los estratos C y D, cuya concentración en la zona de influencia del centro comercial es predominante.

Al cierre del 2017, el área arrendable del Centro Comercial ascendió a unos 111,600 m<sup>2</sup>, con un nivel de ocupación promedio de aproximadamente 99%.

Asimismo, MegaPlaza Norte contaba con más de 360 locales (incluidos los módulos y mini locales) y registraba una afluencia mensual promedio, de unos 3.2 millones de personas.

Área Arrendada MPN por Tipo de Tienda - Dic-17		
Tipo	m2	%
Anclas e Intermedias	65,692	59.52%
Mall Principal	14,412	13.06%
Servicios	5,986	5.42%
Restaurantes	3,443	3.12%
Plaza Conquistadores	6,657	6.03%
Plaza Libertadores	9,040	8.19%
Bancos	2,231	2.02%
Boulevard	941	0.85%
Food Court	803	0.73%
Modulos	1,054	0.96%
Mini locales	102	0.09%
<b>TOTAL</b>	<b>110,363</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: IPSA

Cabe señalar que los contratos de alquiler y/o usufructo de las tiendas ancla son de largo plazo y cuentan con un arriendo mínimo fijo, determinado en función del área arrendada, y un arriendo variable en función del nivel de ventas, permitiendo mayor estabilidad a los flujos.

Ancla e Intermedias MPN	
Operador	Area (m2)
Tottus	11,115
Saga Falabella	11,000
Sodimac	10,597
Ripley Max	10,000
Paris	9,660
Cinemark	6,140
Casino Galaico	2,536
Coney Island	2,670
Gold's Gym	1,973

Fuente: IPSA

El principal negocio de la Compañía lo constituye el arriendo de sus espacios comerciales, a través de un sistema que contempla el pago del mayor valor entre una contraprestación mínima pactada contractualmente en función al área arrendada y un porcentaje de las ventas netas de cada local. Adicionalmente cada locatario contribuye con el financiamiento de los gastos comunes como publicidad, promoción y mantenimiento.

En general, las tiendas de menor tamaño son más rentables por m2 para los centros comerciales que las tiendas grandes, pero éstas últimas son las que generan los mayores flujos de visitantes.

En el último año a diciembre 2017, los ingresos individuales de IPSA por renta mínima ascendieron a S/ 65.7 MM y por renta variable, a S/ 18.7 MM (S/ 61.0 MM y S/ 16.1 MM, respectivamente, en el ejercicio 2016). Este crecimiento en los ingresos estuvo ligado principalmente a un incremento de la renta efectiva por m2.

Asimismo, durante el 2017, las ventas en conjunto de los locatarios de MPN fueron de aproximadamente S/ 1,281 MM (S/ 1,194 MM en el 2016).

## Inversiones

En abril 2012, las subsidiarias de IPSA inauguraron dos malls. Uno de ellos, el *strip center* de Villa El Salvador, cuenta con un área aproximada de 9,200 m2 y para su construcción se desembolsaron unos US\$12 MM. El otro mall, el MegaPlaza Chimbote, cuenta con un ABL 25,500 m2 y la inversión realizada ascendió a unos US\$30 MM.

Durante el 2013 las subsidiarias inauguraron tres malls, para los cuales fueron necesarios invertir alrededor de US\$42 MM, lo que se tradujo en cerca de 33,000 m2 de ABL adicional al conglomerado. Dichos malls están ubicados en las ciudades de Chincha, Cañete y Barranca. Adicionalmente, MPN se invirtieron unos US\$39 MM en la ampliación de la zona ocupada por Almacenes Paris y Boulevard, y unos US\$17 MM en la zona denominada Plaza Conquistadores.

De otro lado, en abril 2015 se inauguró MegaPlaza Pisco con una inversión de unos US\$16 MM y unos 16,000 m2 de ABL. Asimismo, a finales del 2015 entraron en operación nuevos centros comerciales ubicados en las ciudades de Jaén y Huaral, con una inversión de aproximadamente unos US\$28 MM.

Por su parte, durante el 2016 se continuaron con las ampliaciones en el MPN y MegaPlaza Chimbote. En ésta última se adquirió el interés del socio minoritario, en abril 2016, por US\$8.5 MM.

Sumado a ello, en el 2017 se inauguró un MegaPlaza Express en Huaral que cuenta con unos 9,000 m2 de ABL e implicó una inversión de unos S/ 46.5 MM. Además, en el segundo semestre del 2017 se inauguró el MegaPlaza Villa El Salvador II.

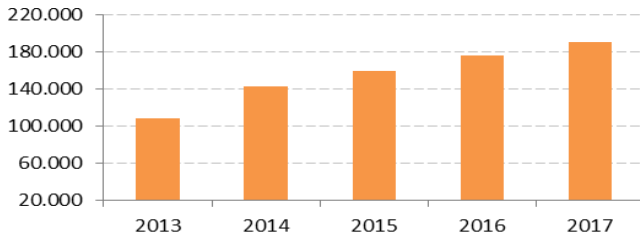
En los próximos años esperarían continuar realizando nuevas inversiones a nivel nacional hasta por aproximadamente US\$27.5 MM.

## Desempeño Financiero Consolidado

Los ingresos de IPSA y Subsidiarias están compuestos por el arriendo de locales, el derecho de llave, el cobro por mantenimiento, publicidad e ingresos por servicios.

Al cierre del 2017, los ingresos totales de IPSA y Subsidiarias ascendieron a S/ 189.9 MM (S/ 176.3 MM en el 2016). Cabe señalar que los ingresos por arriendos, tanto mínimo como variable, representaban alrededor del 67% de los ingresos consolidados totales.

**Evolución Ingresos IPSA y Subsidiarias  
(S/ Miles)**



Fuente: IPSA

Así, durante el 2017 los ingresos consolidados de IPSA crecieron un 7.7% respecto al ejercicio 2016, debido principalmente al aumento de la renta mínima y variable (+6.9% y 15.2%, respectivamente). Cabe mencionar que a diciembre 2017, los ingresos por alquileres estuvieron compuestos en alrededor de un 82% por renta mínima y en un 18%, por renta variable. Además, los ingresos generados por el arriendo de espacio para tiendas ancla e intermedias representaron aproximadamente un 35% del total de ingresos por alquileres de IPSA. Esto es importante dado que las anclas cuentan con contratos de arriendo a largo plazo y períodos forzosos, lo cual brinda estabilidad en los flujos generados. No obstante, este porcentaje ha venido disminuyendo ligeramente en los últimos años, debido al ingreso de nuevas tiendas menores.

Cabe señalar que con la entrada progresiva de tiendas menores, producto de las ampliaciones que se vienen realizando en MPN, y la consolidación de los nuevos *malls*, se esperaría que los márgenes consolidados mejoren gradualmente. Además, cada vez que vence algún contrato antiguo se genera la oportunidad de actualizar las rentas.

**Composición de los Ingresos IPSA y Subsidiarias**

(Miles de S/)	2013	2014	2015	2016	2017	Part. 2017
<b>Alquileres</b>	<b>76.486</b>	<b>94.468</b>	<b>105.547</b>	<b>117.151</b>	<b>126.934</b>	<b>66,8%</b>
<i>Renta mínima</i>	55.758	74.129	85.380	97.064	103.795	54,6%
<i>Renta variable</i>	20.728	20.339	20.167	20.087	23.139	12,2%
<b>Mantenimiento</b>	<b>19.203</b>	<b>28.258</b>	<b>33.977</b>	<b>40.830</b>	<b>45.045</b>	<b>23,7%</b>
<b>Publicidad</b>	<b>6.152</b>	<b>8.031</b>	<b>8.552</b>	<b>9.161</b>	<b>10.157</b>	<b>5,3%</b>
<b>Pie de ingreso</b>	<b>2.317</b>	<b>3.095</b>	<b>3.236</b>	<b>3.507</b>	<b>3.624</b>	<b>1,9%</b>
<b>Otros ingresos</b>	<b>4.130</b>	<b>8.838</b>	<b>8.418</b>	<b>5.660</b>	<b>4.183</b>	<b>2,2%</b>
<b>Total</b>	<b>108.288</b>	<b>142.690</b>	<b>159.730</b>	<b>176.309</b>	<b>189.943</b>	

Fuente: IPSA

Durante el 2017, el EBITDA consolidado (sin considerar otros ingresos y egresos, ni cambios en el valor razonable de inversiones) ascendió a S/ 118.9 MM y el margen EBITDA fue 62.6% (S/ 107.0 MM y 60.7% a dic. 2016).

De otro lado, al cierre del 2017 los gastos financieros ascendieron a S/ 49.6 MM, observándose un incremento con respecto a lo registrado en el 2016 (S/ 38.8 MM), como resultado del mayor costo del financiamiento promedio y del

mayor saldo de deuda promedio. En ese sentido, la cobertura EBITDA / Gastos Financieros disminuyó, de 2.8x a diciembre 2016, a 2.4x a fines del 2017.

Asimismo, los gastos administrativos (vinculados al crecimiento de sus operaciones) aumentaron ligeramente, de S/ 17.0 MM en diciembre 2016, a S/ 17.4 MM a diciembre 2017.

Cabe resaltar que en el ejercicio 2016 se registró una ganancia por valuación a valor razonable de propiedades de inversión por S/ 137.4 MM, mientras que en el 2017 fue de solo S/ 10.2 MM.

De esta manera, la utilidad neta atribuible a los accionistas mayoritarios disminuyó, de S/ 113.8 MM en el 2016, a S/ 50.1 MM en el 2017.

En ese sentido, en el último año a diciembre 2017 IPSA y Subsidiarias registraron una rentabilidad atribuible a los mayoritarios sobre patrimonio neto promedio de 5.9%, siendo significativamente menor a la registrada en el ejercicio 2016 (14.8%).

Por su parte, a diciembre 2017 el Flujo de Caja Operativo (CFO) a nivel consolidado ascendió a S/ 41.8 MM (S/ 44.1 MM en el 2016). Si al saldo anterior se le deducen inversiones en activo fijo e inmobiliarias por S/ 23.5 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) positivo de S/ 18.3 MM (-S/ 98.1 MM a dic. 2016). Dichos recursos y el saldo "caja e inversiones corrientes" permitieron, entre otros, efectuar amortizaciones netas de deuda financiera por S/ 11.2 MM y realizar inversiones netas (compra de subsidiaria) por S/ 6.2 MM. Así, a diciembre 2017 el saldo "caja e inversiones corrientes" disminuyó en S/ 2.5 MM con respecto a lo observado al cierre del 2016.

## Estructura de Capital Consolidada

A diciembre del 2017, el pasivo consolidado ascendió a S/ 783.5 MM, siendo ligeramente menor a lo registrado a fines del 2016 (S/ 798.2 MM).

Por su parte, a diciembre 2017 la deuda financiera consolidada ascendió a S/ 565.2 MM (S/ 566.5 MM a dic. 2016). Así, la deuda estuvo compuesta por bonos corporativos (S/ 530.2 MM) y pagarés para capital de trabajo con bancos locales por S/ 35.0 MM.

Cabe señalar que IPSA y Subsidiarias realizó en enero 2017 dos emisiones de bonos corporativos, a través de un nuevo programa denominado "Primer Programa de Bonos de Titulización Inmuebles Panamericana y Subsidiarias". De esta manera, se realizaron dos emisiones cuyos recursos se utilizaron para cancelar un préstamo puente con Scotiabank

del Perú. A diciembre 2017 el saldo neto de esas dos emisiones en conjunto era de S/ 165.1 MM.

Por otro lado, cabe recordar que en enero 2012 se realizaron tres emisiones de bonos de titulización por un total de S/ 215.4 MM (mediante oferta pública y privada) en el marco de su Segundo Programa de Bonos de Titulización. Con los recursos obtenidos se pre canceló el saldo en circulación del Primer Programa de Bonos de Titulización. Asimismo, se cancelaron los préstamos puente con bancos, cuyos recursos fueron utilizados para financiar las ampliaciones de MegaPlaza Norte, así como los proyectos de Chimbote y Villa El Salvador. Posteriormente, en setiembre 2015 se realizaron dos emisiones adicionales por un total de S/ 150.0 MM.

Las características de las emisiones del Segundo Programa de Bonos de Titulización a diciembre 2017 se muestran a continuación:

Segundo Programa de Bonos de Titulización - Dic. 2017

Emisión	Tipo de Emisión	Tasa	Periodo de Gracia (años)	Plazo Total (años)	Fecha de Vcto.	Moneda	Saldo (Miles)
Primera	Pública	7,8125%	2	15	ene-2027	S/.	65.084
Primera	Privada	VAC+4.75%	7	20	ene-2032	S/.	72.678
Segunda	Privada	8.4375%	7	20	ene-2032	S/.	74.460
Tercera	Privada	9.0938%	25	30	set-2045	S/.	59.000
Cuarta	Privada	VAC+5.875%	15	25	set-2040	S/.	97.681
<b>Saldo Total</b>							<b>368.903</b>

Fuente: IPSA

De esta manera, a diciembre 2017 el ratio consolidado de Deuda Financiera / EBITDA fue 4.8x, siendo menor a lo registrado a diciembre 2016 (5.3x).

Es importante indicar que los activos y flujos en fideicomiso vinculados al centro comercial MegaPlaza Norte sólo garantizan a la emisión de los Bonos de Titulización. En ese sentido, si se considera la generación de IPSA a nivel individual y sólo la deuda del Segundo Programa de Bonos de Titulización garantizada por la Estructura, el ratio de Bonos / EBITDA a diciembre 2017 sería de 4.5x.

Cabe recordar que, en base a la información inicial disponible a la fecha de las emisiones realizadas en enero 2012 y en circulación, la Clasificadora estimó que el ratio Deuda Financiera / EBITDA, en un escenario sensibilizado, se ubicaría en promedio en 4.2x durante los primeros próximos cinco años. Si bien se esperaban niveles de apalancamiento elevados, especialmente durante el 2012 y 2013, se debe considerar que en dichos años se efectuaron las inversiones necesarias para ampliar el área arrendable permitiendo aumentar los ingresos del mall. Además, luego de un período de gracia de dos años, a partir del 2014 se empezaría a amortizar el principal de los Bonos Titulizados que fueron emitidos mediante oferta pública. Lo anterior, sumado al buen posicionamiento del MegaPlaza Norte en su zona de influencia, permitiría que dicho indicador disminuya a partir del 2014. Asimismo, la Clasificadora estimó que el Flujo de

Caja (=EBITDA - CAPEX Neto de Deuda - Impuestos) / Servicio de la Deuda sería como mínimo de 1.6x durante la vigencia de los Bonos, siendo similar a lo que registraría posteriormente según cifras reales, incluyendo las emisiones por S/ 150 MM realizadas en el 2015, debido a la mayor generación que se obtuvo.

De otro lado, a nivel consolidado la liquidez corriente a diciembre 2017 fue 0.9x, registrando un significativo incremento con respecto a lo observado al cierre del 2016 (0.3x). Lo anterior se debió principalmente a la cancelación del préstamo puente de corto plazo que registraba con el Scotiabank (saldo a dic. 2016 S/ 161 MM), mediante los fondos obtenidos con las emisiones de bonos corporativos realizadas en enero 2017.

Por su parte, a diciembre 2017 el patrimonio neto (sin minoritarios) de IPSA y Subsidiarias ascendió a S/ 875.2 MM (S/ 824.3 MM al cierre del 2016). El incremento se debió básicamente al aumento de los resultados del ejercicio.

Cabe señalar que en Junta General de Accionistas (JGA) realizada en abril 2016 se acordó no distribuir los dividendos a cuenta de los resultados acumulados de libre disposición del ejercicio 2014 por S/ 28.0 MM, previamente acordados en la JGA realizada en abril 2014.

## Descripción de la Estructura

### Segundo Programa de Bonos de Titulización – Inmuebles Panamericana, y Bonos Privados

En Junta General de Accionistas (JGA) del 03 de noviembre del 2011, el Originador (Inmuebles Panamericana S.A.), aprobó la realización de una operación de titulización de activos y derechos del Originador con el fin de ser transferidos en dominio fiduciario y poder emitir Bonos de Titulización, los cuales serían colocados por Oferta Pública mediante un programa de titulización de hasta por US\$100 MM o su equivalente en Soles, y por Oferta Privada hasta por US\$100 MM o su equivalente en Soles. Todas las emisiones en conjunto no podrían superar los US\$100 MM o su equivalente en Soles.

En agosto 2014, la Asamblea General de Bonistas acordó, entre otros, ampliar el monto del programa de US\$100 MM a US\$200 MM o su equivalente en moneda nacional.

Es importante indicar que no existe prelación de pago entre las distintas Emisiones y/o Series de los Bonos, independientemente si la oferta es pública o privada.

Cabe señalar que la Asamblea Especial de Obligacionistas correspondiente a la Emisión, a solicitud del Emisor, por instrucción del Originador, podrá acordar rescatar y redimir total o parcialmente una o más Series de la Emisión de los



Bonos. El rescate podrá ser realizado total o parcialmente para todas las Series, en forma proporcional entre todos los Bonos en circulación de las respectivas Series de la Emisión. La Asamblea Especial correspondiente a la Emisión, aprobará la prima de rescate que será reconocida a favor de los titulares de los Bonos que serán objeto del respectivo rescate.

## Fideicomiso de flujos

Inmuebles Panamericana S.A. cede al Patrimonio Fideicometido (PF) la totalidad de los ingresos por rentas, mantenimiento, marketing e ingresos por servicios provenientes del Centro Comercial MegaPlaza Norte.

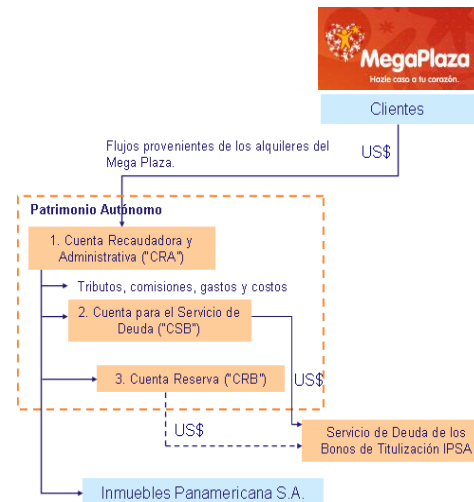
El Fiduciario emitirá con cargo al PF los Bonos de Titulización, en una o más emisiones dentro del marco del Segundo Programa de Bonos de Titulización. Asimismo, se podrán realizar ofertas privadas (Bonos Privados).

En tanto no haya quedado configurado un evento de incumplimiento, los flujos correspondientes a las cobranzas de las rentas e ingresos por servicios de los locatarios del Centro Comercial serán canalizados a través de la Cuenta Recaudadora Administrativa (CRA). Una vez que se logre acumular en el mes el equivalente a 1/3 del monto establecido para el servicio de deuda trimestral, estos recursos serán transferidos a la Cuenta para atender el Servicio de los Bonos (CSB), previo pago de los tributos, comisiones, gastos y costos a cargo del Patrimonio Fideicometido y del Fideicomiso en Garantía.

Cabe destacar que los flujos correspondientes a mantenimiento y marketing, entrarán a una cuenta llamada Cuenta Recaudadora Mantenimiento (CRM), la cual será una cuenta saldo cero, dado que dichos flujos entrarán al Patrimonio y después saldrán a la cuenta del Servidor, para efectos de que éste último pueda aplicar dichos fondos a los pagos de mantenimiento y marketing del Centro Comercial.

La cuenta CSB almacenará mensualmente los recursos provenientes de la CRA. Trimestralmente, IPSA dará instrucciones al Fiduciario para hacer efectivo el pago correspondiente del Servicio de Deuda de los Bonos de Titulización. Si IPSA no emite instrucción de pago, el Fiduciario podrá contactar directamente para asegurar que el pago a los bonistas sea efectuado a tiempo.

Los fondos en la CRA serán liberados a favor de IPSA una vez que el procedimiento de reserva y pago haya sido cumplido y no se haya dado alguno de los eventos de incumplimiento descritos más adelante.



Fuente: IPSA

De esta manera, al final de cada trimestre los fondos acumulados en las CSB serán utilizados para el pago del servicio de la deuda de los Bonos. En caso estos fondos no fuesen suficientes, el Fiduciario procederá a tomar los fondos necesarios de las CRB (Cuentas de Reserva Bonos).

En caso de producirse y mantenerse un evento de incumplimiento, los ingresos depositados en la CRA, previo pago de los tributos, comisiones, costos y gastos del Patrimonio Fideicometido y del Fideicomiso en Garantía, serán transferidos mensualmente a la Cuenta de Operaciones (CDO), hasta que se alcance el Saldo Mínimo CDO. El Saldo Mínimo CDO es igual al monto necesario para cubrir los costos y gastos operativos mensuales del Originador según el rubro "Importe a transferir al Servidor" del mes siguiente, de acuerdo con el Presupuesto de Operaciones de dicho año. En esa situación no se transferirán fondos para capex (salvo capex restringido), dietas de directorio ni dividendos. Así, una vez cubiertas las asignaciones mencionadas, el saldo de los fondos de la CRA y de la CRB se transferirá a la CSB, a fin de servir al pago acelerado de los intereses y principal de los Bonos, según lo decida la Asamblea General. En ese caso, no se generarán Flujos Disponibles.

## Destino de los Fondos

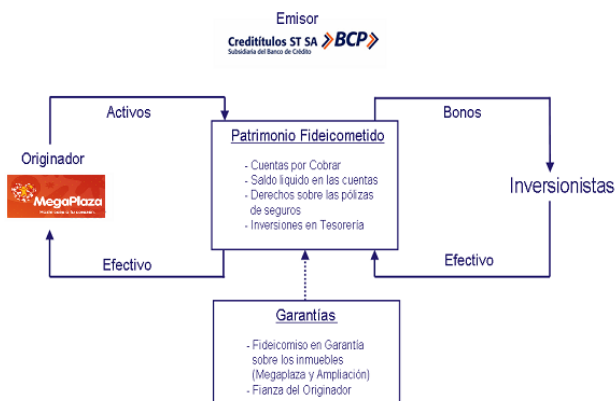
Los fondos recaudados en el Segundo Programa y/o Bonos Privados en enero del 2012 se asignaron de acuerdo con la siguiente prelación para:

- I. Cubrir costos y gastos de la emisión según lo establecido en el Contrato Marco;
- II. Rescatar de los Bonos de la Segunda, Cuarta y Quinta Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización.
- III. Constituir la Cuenta de Reserva (CRB), equivalente al cupón más próximo del servicio de deuda de los bonos del Segundo Programa y/o Bonos Privados que se emitan.
- IV. Ampliar el MegaPlaza Norte, realizar inversiones en MegaPlaza Chimbote y Villa El Salvador; y, otras inversiones.

Los recursos provenientes de las emisiones realizadas en el 2015 fueron utilizados para el Financiamiento del plan de inversiones del Originador, prepagó de deuda y otros fines corporativos.

## Garantías Adicionales

Las emisiones que se realicen dentro del marco del Segundo Programa y/o Bonos Privados, cuentan con las siguientes garantías adicionales, las cuales respaldarán en igual proporción a todas las emisiones que se realicen dentro del Segundo Programa y/o mediante Bonos Privados.



Fuente: IPSA

**Fideicomiso en Garantía:** constituido por los inmuebles del centro comercial denominados Sub-Lote A y C, ubicados en Av. Alfredo Mendiola y Av. Industrial, respectivamente, en el distrito de Independencia, así como las edificaciones actuales y futuras que sobre los mismos se realicen como consecuencia de la expansión del MegaPlaza Norte. En setiembre del presente año, los inmuebles fueron tasados a

valor de realización por Luis Pedraza Merino Constructora E.I.R.L. en US\$260 MM, de los cuales US\$144 MM eran terreno. Así, a diciembre 2017 el valor de realización de los inmuebles equivalía a 2.3x el saldo de los Bonos de Titulización (S/ 369 MM) que se emitieron mediante Oferta Pública y Oferta Privada.

**Fianza del Originador:** El Originador otorga fianza irrevocable, solidaria, ilimitada, incondicional, sin beneficio de excusión y de realización automática. Así, en caso los recursos del Patrimonio Fideicometido no resulten suficientes para atender el Servicio de Deuda parcial o total o la redención de los bonos, el Originador deberá responder ante los bonistas con el íntegro de su patrimonio.

## Covenants, obligaciones y restricciones

El Patrimonio en Fideicomiso cuenta con ciertos resguardos. Además existen ciertas obligaciones y restricciones para el Originador. Lo anterior, con el objetivo de mejorar el perfil de riesgo de la Estructura, entre los que figuran:

1. En caso ocurra un cambio en el control de la gestión o composición del accionariado que ocasionen una disminución en el rating otorgado a los Bonos por cualquiera de las clasificadoras de riesgo, será considerado como un evento de incumplimiento.
2. El Originador deberá mantener vigentes pólizas de seguro, que de acuerdo con el Fideicomiso en Garantía, se mantengan sobre el Centro Comercial, las cuales comprenden la cobertura de lucro cesante, así como todos los demás seguros previstos en dicho instrumento.
3. El incumplimiento del Originador en el pago de obligaciones financieras provenientes de otras operaciones de endeudamiento ("cross default") con entidades financieras por un monto que en conjunto o individualmente exceda de US\$5.0 millones o su equivalente en Soles, será considerado como un evento de incumplimiento.
4. El Originador deberá cumplir con los siguientes resguardos financieros:
  - Mantener un Ratio de Cobertura de Flujos [RCF = Flujos de Ingresos (total de depósitos en la CRA) / Servicio de Deuda Total (SDT= Servicio de deuda de todas las emisiones de bonos correspondientes a una fecha de vencimiento específica)] igual o mayor a 2.0x (4.09x a dic. 2017).
  - Mantener un Ratio de Apalancamiento [RA = (Pasivo total - Pasivos diferidos - Interés minoritario) / Patrimonio neto] igual o menor a 1.75x después de 18 meses de realizada la emisión (0.68x a dic. 2017).

- Mantener un Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda [RCSD = EBITDA / Servicio de Deuda del Originador (SDO= Gastos fin. + Pagos de deuda financiera (según estado de flujo de efectivo consolidado del Originador)] igual o mayor a 1.75x (4.31x a dic. 2017).

Los resguardos mencionados serán medidos sobre la base de los estados financieros trimestrales consolidados. Por su parte, el ratio de Cobertura de Servicio de Deuda y el de Cobertura de Flujos serán medidos considerando los flujos de los últimos 12 meses a la fecha de cierre de cada trimestre.

5. El Originador deberá cumplir con los siguientes Resguardos Operativos:
  - Mantener un ratio de ocupación mínima igual o mayor a 90% del área arrendable del Centro Comercial Mega Plaza Norte.
  - Mantener un ratio de Cobertura del Valor Comercial más reciente del Inmueble y terrenos que constituyen el fideicomiso en garantía, igual o mayor a 1.25x.

Asimismo se establece que como resultado de la realización de nuevas emisiones no se produzca una disminución en alguna de las clasificaciones de riesgo de las Emisiones vigentes del Programa.

Para mayor detalle de las características del Programa y/o de las Emisiones, se recomienda revisar los respectivos contratos y prospectos.

## **Fiduciario**

El Fiduciario del Fideicomiso de Titulización es Credicorp Capital Sociedad Titulizadora S.A., la cual pertenece al Grupo Credicorp. Cabe señalar que Credicorp es el mayor holding financiero del país. Entre las empresas del Grupo figuran el BCP, que es la mayor institución financiera del país y cuenta con un rating de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe), con perspectiva estable. También forman parte del Grupo Credicorp las empresas Prima AFP, Pacifico Seguros y Mibanco, entre otras. Para mayor información acerca de algunas de las empresas del Grupo, incluido el BCP, se recomienda visitar la página web [www.aai.com.pe](http://www.aai.com.pe)

A diciembre 2017, Credicorp Capital Sociedad Titulizadora S.A. registraba activos por S/ 7.3 millones (S/ 8.1 MM a dic. 2016), pasivos por S/ 0.6 millones (S/ 1.2 MM a dic. 2016) y un patrimonio neto de S/ 6.7 millones (S/ 6.9 MM al cierre del 2016). Por su parte, la utilidad neta del ejercicio 2017 fue S/ 1.2 millones, siendo ligeramente menor a la obtenida durante el 2016 (S/ 1.4 MM).

## **Características de los Instrumentos**

### **Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos Titulizados**

La Primera Emisión, a ser realizada mediante oferta pública, será hasta por US\$35.0 MM o su equivalente en moneda nacional. Los Bonos se emitirán a un plazo de 15 años, contados a partir de su emisión. Asimismo, dicho plazo incluye un período de gracia de dos años, en el cual sólo se pagarán intereses de manera trimestral. A partir del tercer año se pagarán cuotas iguales trimestrales de Servicio de Deuda que incluyen el Principal. En ese sentido, en enero 2012 se emitieron S/ 80.8 MM, a una tasa anual de 7.8125%, con vencimiento en enero 2027.



## Patrimonio en Fideicomiso - Decreto Legislativo N°861, Título XI, Inmuebles Panamericana-Segundo Programa

**BALANCE GENERAL**

(En miles de Soles)	dic-17	dic-16	dic-15	dic-14	dic-13
<b>ACTIVO</b>					
Caja y bancos e Inv. Corrientes	15,771	16,724	21,698	9,595	9,203
Activos en titulación, neto	24,076	13,360	10,412	12,147	9,865
Cuentas por cobrar	-	-	-	-	-
Porción corriente de cuentas por cobrar al Originador	8,621	8,272	7,993	7,083	5,946
Gastos pagados por anticipado	-	-	8	-	-
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>48,468</b>	<b>38,356</b>	<b>40,111</b>	<b>28,825</b>	<b>25,014</b>
Cuentas por cobrar al Originador	330,293	333,902	341,180	201,197	204,543
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>378,761</b>	<b>372,258</b>	<b>381,291</b>	<b>230,022</b>	<b>229,557</b>
<b>PASIVO</b>					
Cuentas por pagar al Originador	30,317	19,444	24,409	17,594	14,489
Otras cuentas por pagar	3,614	3,638	3,704	3,113	3,164
Porción corriente Bonos de titulación	5,007	4,634	4,289	3,970	2,782
<b>Total Pasivos Corriente</b>	<b>38,938</b>	<b>27,716</b>	<b>32,402</b>	<b>24,677</b>	<b>20,435</b>
Bonos de titulación	339,823	344,542	348,889	205,345	209,122
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>378,761</b>	<b>372,258</b>	<b>381,291</b>	<b>230,022</b>	<b>229,557</b>

## Patrimonio en Fideicomiso - Decreto Legislativo N°861, Título XI, Inmuebles Panamericana- Segundo Programa

**Estado de Movimiento de Flujos Cedidos**

(En miles de Soles)	dic-17	dic-16	dic-15	dic-14	dic-13
<b>Saldo Inicial</b>	<b>13,360</b>	<b>10,412</b>	<b>12,147</b>	<b>9,865</b>	<b>5,690</b>
<b>Más:</b>					
Saldo inicial de bancos	16,724	16,627	5,481	9,203	8,402
Documentos Cedidos al Patrim. Fideicometido, neto de devoluciones	129,923	118,209	124,386	105,952	85,703
Intereses ganados por inversiones en depósitos a plazo	403	141	194	119	140
Transferencias del Originador al Patrimonio	-	-	-	-	-
Emisión de Bonos de Titulación	-	-	150,000	-	-
Cuentas por cobrar al Originador	-	-	-	-	-
Rescate de Fondos Mutuos	-	5,270	-	-	-
	147,050	140,247	280,061	115,274	94,245

**Menos- Distribución de cobranzas efectuadas**

Gastos por comisión de Adm. del Patrimonio Fideicometido	-1,119	-1,239	-3,057	-401	-382
Gastos por emisión de Bonos de Titulación					-
Transferencia de excedentes a cuentas Bancarias del Originador	-88,747	-89,136	-239,148	-84,600	-64,913
Pago de Intereses de Bonos de Titulación	-26,063	-25,911	-18,078	-15,615	-15,572
Pago de Capital de los Bonos de Titulación	-4,634	-4,289	-3,970	-2,781	-
Cobros mantenidos en las ctas. de recaudación, servicio y reserva de Bonos de Titulación al final del período	-7,233	-16,724	-16,627	-5,481	-5,292
Cobros mantenidos en depósitos a plazo al final del período					-3,911
Otros	-8,538	-	-916	-4,114	
	-136,334	-137,299	-281,796	-112,992	-90,070
<b>Saldo final</b>	<b>24,076</b>	<b>13,360</b>	<b>10,412</b>	<b>12,147</b>	<b>9,865</b>

## Resumen financiero - Inmuebles Panamericana y Subsidiarias

(Cifras en miles de Soles)

Tipo de Cambio S/ / US\$ a final del Período	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>
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA	118,918	107,049	98,253	87,967	63,065
Mg. EBITDA	62.6%	60.7%	61.5%	61.6%	58.2%
FCF / Ingresos	0.1	-0.6	-0.9	-0.8	-1.6
ROE (Promedio)	5.9%	14.8%	12.6%	9.8%	15.0%
<b>Cobertura</b>					
EBITDA / Gastos Financieros	2.4	2.8	2.8	3.2	3.1
EBITDA / Servicio de deuda	1.3	0.4	2.4	2.8	3.0
FCF + Gastos Fin. / Servicio de deuda	0.8	-0.2	-2.9	-2.6	-7.3
(FCF + Gastos Fin. + Caja e Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	0.9	-0.2	-0.2	1.0	0.8
CFO / Inversión en Activo Fijo e Inmobiliarias	1.8	0.3	0.2	0.2	0.0
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>					
Deuda financiera total / Capitalización	39.2%	40.7%	42.0%	42.4%	45.1%
Deuda financiera total / EBITDA	4.8	5.3	5.3	4.8	6.5
Deuda financiera neta / EBITDA	4.6	5.1	4.2	3.5	3.9
Costo de financiamiento estimado	8.8%	7.1%	7.4%	6.5%	6.4%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	7.2%	36.6%	1.0%	1.0%	0.2%
<b>Balance</b>					
Activos totales	1,658,726	1,623,351	1,415,765	1,170,160	1,050,859
Caja e inversiones corrientes	13,442	15,681	106,311	114,986	168,788
Deuda financiera Corto Plazo	40,580	207,091	5,105	4,374	889
Deuda financiera Largo Plazo	524,646	359,413	514,973	419,963	412,162
Deuda financiera total	565,226	566,504	520,078	424,337	413,051
Patrimonio neto (sin Interés Minoritario)	875,222	824,283	709,353	568,408	493,190
Acciones preferentes + Interés minoritario	6	869	9,065	7,253	9,264
Capitalización	1,440,454	1,391,656	1,238,496	999,998	915,505
<b>Flujo de caja</b>					
<b>Flujo de caja operativo (CFO)</b>	<b>41,786</b>	<b>44,145</b>	<b>32,251</b>	<b>31,135</b>	<b>-2,984</b>
Inversiones en activo fijo e inmobiliarias	-23,500	-142,235	-182,401	-126,120	-169,970
Dividendos comunes	-	-	-	-15,000	-
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>18,286</b>	<b>-98,090</b>	<b>-150,150</b>	<b>-109,985</b>	<b>-172,954</b>
Ventas de activo fijo	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	-6,681	50,731	-12,315	-16,761	-
Variación neta de deuda	-11,250	31,442	80,496	-3,664	194,708
Variación neta de capital	-	-	60,000	70,000	76,610
Otros financiamientos, netos	-2,856	-2,095	-2,895	-2,922	-13,927
<b>Variación de caja</b>	<b>-2,501</b>	<b>-18,012</b>	<b>-24,864</b>	<b>-63,332</b>	<b>84,437</b>
<b>Resultados</b>					
Ingresos	189,943	176,309	159,730	142,690	108,288
Variación de Ventas	7.7%	10.4%	11.9%	31.8%	24.6%
Utilidad operativa (EBIT)	114,166	104,044	96,842	86,698	62,325
Gastos financieros	49,646	38,837	35,043	27,241	20,116
Resultado neto (atribuible a accionistas mayoritarios)	50,104	113,771	80,467	52,275	62,939
<b>Vctos. Deuda Financiera al 31.12.2017</b>					
	<b>2017-2023</b>	<b>2024-2032</b>	<b>2033-2045</b>		
Deuda Bonos + Deuda Bancos	105,245	197,311	262,670		

**EBITDA** = Ut. Operativa (no incluye otros ingresos y egresos, ni cambios en el valor razonable de inversiones) +

Depreciación + Amortización

**FFO** = Rstdo. Neto + Deprec.+ Amort. + Rstdo. en Venta de Activos + Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstdo. Neto

+ Variación en Otros Activos + Variación de Otros Pasivos - Dividendos Preferentes

**Var. de Capital de Trabajo** = Cambio en Ctas.x Cobrar Comerc.+ Cambio en Existencias -Cambio en Ctas.x Pagar Comerc.

**CFO** = FFO + Variación de capital de trabajo. // **FCF** = CFO + Inversión en Activo Fijo + Pago de Dividendos Comunes

**Cargos fijos** = Gastos Fin. + Dividendos Pref. + Arriendos

**Deuda fuera de balance** = Incluye avales y fianzas, y arriendos anuales multiplicados por el factor 6.8

**Servicio de deuda** = Gastos Fin. + Deuda de Corto Plazo

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

## **ANTECEDENTES**

Emisor:	Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. No. 861, Título XI, Inmuebles Panamericana – Segundo Programa
Originador:	Inmuebles Panamericana S.A.
Domicilio legal:	Av. Alfredo Mendiola N° 3698 Independencia, Lima -Perú
RUC:	20423264617
Teléfono:	(511) 613-9500
Fax:	(511) 613-9505

## **RELACIÓN DE DIRECTORES\***

Marilú Wiese Moreyra	Presidente
José Domingo Eluchans Urenda	Director
Gonzalo de la Puente Wiese	Director
José Said Safiel	Director
Marco Aveggio Merello	Director
Juan Antonio Álvarez Avendaño	Director
César Emilio Rodríguez Larrain Salinas	Director

## **RELACIÓN DE EJECUTIVOS\***

Percy Vigil Vidal	Gerente General
José Rodríguez Barbachan	Gerente de Operaciones
Juan Carlos Chiappe Barchi	Gerente Comercial

## **RELACIÓN DE ACCIONISTAS\***

Holding Plaza S.A.	50%
Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C.	45%
Inversiones Vilna S.A.C	5%

*(\*) Nota: Información a diciembre 2017*

## 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 instrumentos emitidos con el respaldo del Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. No. 861, Título XI, Inmuebles Panamericana – Segundo Programa:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
Primera Emisión del Segundo Programa de Bonos de Titulización - Inmuebles Panamericana	AA(pe)
Perspectiva	Estable

### 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.

**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 0.4% 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.