

## 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 2018.  
Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 21/05/2019 y 19/11/2018.

#### 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 millones (MM) o su equivalente en moneda nacional.

#### Fundamentos

La clasificación otorgada 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* local de largo plazo otorgado por *FitchRatings* de AA-(cl). A diciembre 2018 esta empresa tenía operaciones en Chile, Perú y Colombia, administrando centros comerciales y vecinales, que tenían en conjunto un área arrendable de aproximadamente 1'053,000 m<sup>2</sup>, de los cuales su participación, sin considerar a terceros, era equivalente a unos 937,000 m<sup>2</sup>.
- 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 2018 contaba con un área arrendable de aproximadamente 111,300 m<sup>2</sup> y registraba una afluencia mensual promedio de alrededor de 3.3 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 de ocupación promedio del Centro Comercial en los últimos años ha sido de aproximadamente 98%. Asimismo, a diciembre 2018 la tasa de ocupación fue de alrededor de 99%.

Cabe señalar que en el Perú todavía es relativamente baja la penetración de los centros comerciales, por lo que aún existe potencial de crecimiento en el sector. Además, diversos factores, tales 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.

- La estabilidad de los flujos.** La existencia de una renta mínima en los contratos de alquiler, que durante el 2018 representó un 54% de los ingresos totales de IPSA a nivel individual, permite atenuar los efectos de los ciclos económicos. Asimismo, se debe indicar que los contratos con las tiendas ancla son de largo plazo y suelen incluir períodos forzosos.

Por su parte, 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.

4. **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 octubre 2018 dichos inmuebles fueron tasados a valor de realización por Luis Pedraza Merino Constructora E.I.R.L. en US\$280 MM, de los cuales US\$207 MM correspondían al terreno. De esta manera, a diciembre 2018 el valor de realización de dichos inmuebles equivalía a 2.5x el saldo de los Bonos de Titulización (S/ 366 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, 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\$200.0 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

En setiembre 2015, se realizó la colocación de la Tercera y Cuarta Emisión Privada del Segundo Programa de Bonos de Titulización por S/ 59.0 MM y S/ 91.0 MM, respectivamente. Asimismo, ese año se adquirió un crédito

puente con el Scotiabank por S/ 225.8 MM, cuyo saldo a fines del 2016 era de S/ 160.7 MM.

Por su parte, en octubre del 2016 la Compañía constituyó el Primer Programa de Bonos de Titulización - IPSA y Subsidiarias hasta por S/ 300.0 MM. En enero 2017 se realizó la primera y segunda emisión del Programa por S/ 100.0 y 65.0 MM, respectivamente; ambas con vencimiento en el 2042. Los fondos recaudados fueron utilizados para pagar el préstamo puente con el Scotiabank del Perú.

## 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, la

Clasificadora podrá mejorar el *rating* anterior en función al incremento del *recovery*.

## ■ 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. (actualmente Arauco Holding Perú S.A.C.) y en el 2011 adquirió las acciones de Inversiones Vilna S.A.C. (propietaria del 5% de las acciones de IPSA).

Cabe recordar que, en diciembre 2006, los accionistas acordaron que el control de las políticas financieras y de inversión de la Compañía se encontrará a cargo del Grupo Parque Arauco, debido a su experiencia en la operación de centros comerciales.

En marzo 2019, Arauco Holding Perú S.A.C (AHP) y el Grupo Wiese (las Partes) acordaron realizar un acuerdo de compra-venta en virtud del cual AHP adquirirá el 100% de la participación directa e indirecta del Grupo Wiese en Holding Plaza S.A. (propietaria directa e indirecta del 50% de IPSA). El precio acordado fue S/ 396.6 MM y, además, Parque Arauco S.A. asumirá pasivos de dicha empresa por S/ 179.9 MM. Asimismo, se acordó la segregación de algunos terrenos no desarrollados por las subsidiarias de IPSA, en los cuales el Grupo Parque Arauco y Grupo Wiese mantendrán cada una el 50% de la propiedad. Dichos inmuebles se ubican en Huaraz y San Juan de Lurigancho y continuarán siendo desarrollados conjuntamente por las partes.

IPSA es propietaria del centro comercial denominado MegaPlaza Norte (MPN), 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.

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 un creciente poder adquisitivo.

A diciembre 2018 el principal activo de IPSA y Subsidiarias era la inversión inmobiliaria neta, la cual ascendió a S/ 1,433 MM, siendo similar a lo observado a fines del

2017, y significó el 86.5% del activo consolidado. Este saldo estaba compuesto principalmente por las inversiones en el centro comercial MPN, el *mall* de Chimbote y diversos Mega Express, así como los terrenos y trabajos en curso de la cartera de proyectos a esa fecha.

### **Parque Arauco**

Parque Arauco es un operador chileno de centros comerciales con presencia en Chile, Perú y, desde el 2007, Colombia. La empresa tiene una clasificación local otorgada por *FitchRatings* de AA-(cl), con perspectiva estable. Su accionariado se concentra principalmente en las Familias Said Yarur y Abumohor. Al cierre del 2018, aproximadamente un 59% de sus ingresos provenía de Chile, 27% de Perú y 14% de Colombia.

Asimismo, a diciembre 2018, el área arrendable que la empresa registraba en la región, en los centros comerciales y vecinales que administraba, aumentó en 4.1% respecto del cierre del 2017, alcanzando unos 1'053,000 m<sup>2</sup>. De esta área, su participación sin considerar a terceros, fue equivalente a aproximadamente unos 937,000 m<sup>2</sup>. La tasa de ocupación promedio de sus *malls* era de alrededor de 96% en Chile, 94% en Perú y 91% en Colombia.

A diciembre 2018 la empresa registró activos consolidados por el equivalente a aproximadamente US\$3,420 MM y un patrimonio neto (sin minoritarios) de unos US\$1,320 MM. Asimismo, a diciembre 2018, sus ingresos ascendieron a unos US\$270 MM, y la utilidad neta atribuible a los accionistas mayoritarios, a unos US\$170 MM.

Por su parte, a diciembre 2018 Parque Arauco contaba en Perú 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; El Quinde (Cajamarca); El Quinde (Ica); MegaPlaza Villa El Salvador II; y, varios *Strip malls* y Outlets (In Outlet Faucett-Callao y Lurín; Viamix Chorrillos, Malvinas y Colonial).

## **Análisis de la industria**

Durante el 2018 se observó una recuperación de la actividad económica en el país, registrando el PBI un crecimiento del 4.0%, según el BCRP. En ese sentido, se registró un aumento de la inversión pública y privada, así como una reactivación de la demanda interna. A diferencia

del 2017 que fue un año de menor crecimiento económico (+2.5%) debido, entre otros, al impacto del fenómeno El Niño costero.

Según proyecciones del BCRP, durante el 2019 el PBI crecería alrededor de 3.9% y el sector comercio un 3.4%, en línea con un mayor dinamismo de la demanda interna, lo que contribuiría a que continúe el desarrollo en el sector *Retail*.

Por su parte, según la Asociación de Centros Comerciales y de Entretenimiento del Perú (ACCEP), existían unos 87 centros comerciales en el país al cierre del 2018 (47 en Lima y 40 en provincias). Cabe destacar que la penetración de centros comerciales (CC) en el Perú aún era baja con respecto a la región, por lo que, a pesar de la expansión del sector en los últimos años, aún existe potencial de crecimiento. Así, se registraban alrededor de 2.7 centros comerciales por cada millón de habitantes en el Perú (3.8 en la región).

Además, diversos factores, tales 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.

Asimismo, se espera que durante el 2018-2019 exista un mayor dinamismo en el sector, con la inauguración y/o ampliación de centros comerciales, entre los que destacan Real Plaza Puruchuco (Ate), Mall Plaza Comas, Mega Plaza Huaraz, Torres del Arte (San Borja) y Begonias (San Isidro) con una inversión total de unos S/ 1,758 MM, siendo significativamente mayor a la inversión del 2017 (S/ 664 MM).

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 Grupo Parque Arauco).

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, 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 de entretenimiento 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 Carabaylo, 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 de MPN sería de alrededor de 3.3 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 socio-económicos C y D, cuya concentración en la zona de influencia del centro comercial es predominante.

A diciembre 2018, el área arrendable del Centro Comercial ascendió a unos 111,300 m<sup>2</sup>, con un nivel de ocupación promedio de aproximadamente 99%. Asimismo, a diciembre 2018, MegaPlaza Norte contaba con más de 360 locales (incluidos los módulos y mini locales) y registraba una afluencia mensual promedio de unos 3.3 millones de personas.



Área Arrendada MPN por Tipo de Tienda - Dic-2018		
Tipo	m2	%
Tiendas Ancla	54,295	48.8%
Tiendas Menor	21,367	19.2%
Tiendas Intermedia	11,798	10.6%
Entretención	8,320	7.5%
Restaurantes	6,745	6.1%
Clínicas y mutuales	4,025	3.6%
Casino	2,536	2.3%
Módulos permanente	1,177	1.1%
Food Court	1,033	0.9%
<b>TOTAL</b>	<b>111,296</b>	<b>100%</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.

Ancias y Cines MPN	
Operador	Area (m2)
Tottus	11,115
Saga Falabella	11,000
Sodimac	10,597
Ripley Max	10,000
Paris	9,660
Cinemark	6,140

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 m<sup>2</sup> para los centros comerciales que las tiendas grandes, pero éstas últimas son las que generan los mayores flujos de visitantes.

En el 2018 los ingresos individuales de IPSA por renta mínima ascendieron a S/ 66.4 MM y por renta variable, a S/ 18.1 MM, siendo similar a lo registrado en el ejercicio 2017 (S/ 65.7 MM y S/ 18.7 MM, respectivamente). Se debe indicar que la evolución de los ingresos por alquileres, especialmente los de renta variable, está correlacionada al desempeño de las ventas de los locatarios. A pesar de que en el 2018 las ventas en conjunto de los locatarios de MPN fueron de aproximadamente S/ 1,327 MM, mayores en 4.5% respecto de lo registrado en el 2017, las condiciones en los contratos con diversos locatarios no permitieron que dicha evolución se refleje en las rentas.

## 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 m<sup>2</sup> y para su construcción se desembolsaron unos US\$12 MM. El otro mall, el MegaPlaza Chimbote, cuenta con un ABL 25,500 m<sup>2</sup> 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 m<sup>2</sup> 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 París 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 m<sup>2</sup> 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. Sumado a ello, en el 2017 se inauguró un MegaPlaza Express en Huaral que cuenta con unos 9,000 m<sup>2</sup> 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.

Durante el 2018 se empezaron las operaciones de renovación de la fachada de los centros comerciales, particularmente en Mega Plaza Norte, donde se invertirá para el periodo 2018 y 2019 aproximadamente S/ 9.0 MM. Asimismo, se inauguró "El Patio" en Barranca, un espacio que promueve el ingreso de pequeños locatarios regionales (inversión aprox. S/ 3.2 MM).

Además, en el 2018, IPSA incursionó en una nueva línea de negocios en el rubro de entretenimiento, conocida como MegaFun, mediante el cual se busca crear un espacio de entretenimiento con una propuesta familiar, en la cual se ofrezca juegos de video y de movimiento para niños. A diciembre 2018, se inauguró tres locales (Chincha, Huaral y Chimbote) y la inversión fue de alrededor de S/ 5.1 MM.

Cabe señalar que en los próximos años se esperaría que IPSA continúe con sus inversiones en sus *malls* a nivel nacional con la finalidad de mantener el atractivo de sus centros comerciales.

## Desempeño Financiero Consolidado

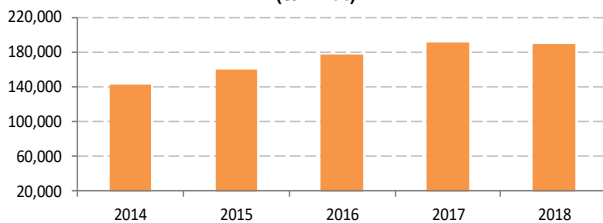
En los últimos años se ha observado una tendencia creciente en los ingresos consolidados de la Compañía, en línea con el crecimiento del sector de centros comerciales, el consumo privado y la expansión del crédito de consumo, entre otros. Además, diversos factores, tales como la mayor capacidad adquisitiva de la población, también han contribuido al crecimiento del sector. Sin embargo, es preciso señalar que en el 2018 los ingresos disminuyeron ligeramente con respecto al 2017.

Cabe señalar que los ingresos de IPSA y Subsidiarias están compuestos principalmente por el arriendo de locales, el derecho de llave, el cobro por mantenimiento, publicidad e ingresos por servicios.

En ese sentido, en el 2018 los ingresos consolidados de IPSA disminuyeron 0.7% con respecto al 2017, debido principalmente a la disminución en los ingresos por mantenimiento y pie de ingreso, dado que durante el 2018 se registró un menor número de nuevos contratos de arrendamiento, a diferencia de lo ocurrido en el 2016 y 2017, años en los que el *mall* tuvo ampliaciones.

Así, en el 2018 los ingresos totales de IPSA y Subsidiarias ascendieron a S/ 188.6 MM (S/ 189.9 MM a dic. 2017). Cabe mencionar que los ingresos por arriendos, tanto mínimo como variable, representaban en conjunto el 67.7% de los ingresos consolidados totales.

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



Fuente: IPSA

Se debe indicar que los ingresos generados por el alquiler de las tiendas ancla representaron aproximadamente un 23% del total de ingresos consolidados 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 continúen mejorando 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/)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Alquileres</b>	<b>94,468</b>	<b>105,547</b>	<b>117,151</b>	<b>126,934</b>	<b>127,599</b>
<i>Renta mínima</i>	74,129	85,380	97,064	103,795	104,127
<i>Renta variable</i>	20,339	20,167	20,087	23,139	23,472
<b>Mantenimiento</b>	<b>28,258</b>	<b>33,977</b>	<b>40,830</b>	<b>45,045</b>	<b>44,094</b>
<b>Publicidad</b>	<b>8,031</b>	<b>8,552</b>	<b>9,161</b>	<b>10,157</b>	<b>10,623</b>
<b>Pie de ingreso</b>	<b>3,095</b>	<b>3,236</b>	<b>3,507</b>	<b>3,624</b>	<b>2,841</b>
<b>Otros ingresos</b>	<b>8,838</b>	<b>8,418</b>	<b>5,660</b>	<b>4,183</b>	<b>3,411</b>
<b>Total</b>	<b>142,690</b>	<b>159,730</b>	<b>176,309</b>	<b>189,943</b>	<b>188,568</b>

Fuente: IPSA

En cuanto al costo de ventas consolidado, a diciembre 2018, éste ascendió a S/ 60.5 MM, siendo mayor en 3.7% a lo registrado a fines del 2017, como consecuencia, entre otros, de los mayores costos por servicios de administración.

De este modo, durante el 2018, el EBITDA consolidado (sin considerar otros ingresos y egresos, ni cambios en el valor razonable de inversiones) fue S/ 113.6 MM, siendo 4.5% menor que lo registrado en el ejercicio 2017. Asimismo, el margen EBITDA fue 60.2% (62.6% a dic. 2017).

De otro lado, durante el 2018 los gastos financieros consolidados fueron S/ 44.0 MM, siendo menores a lo observado al cierre del 2017 (S/ 49.6 MM), en línea con el menor saldo promedio de la deuda. De esta manera, la cobertura EBITDA / Gastos Financieros pasó, de 2.4x a diciembre 2017, a 2.6x al cierre del 2018.

Cabe señalar que la Compañía presentó una importante pérdida en el valor razonable de sus propiedades de inversión (-S/ 25.4 MM), mientras que en el 2017 registró una ganancia (+S/ 10.2 MM).

Así, la utilidad neta atribuible a los accionistas mayoritarios disminuyó, de S/ 50.1 MM en el ejercicio 2017, a S/ 23.3 MM durante el 2018. En ese sentido, en el 2018 IPSA y Subsidiarias registraron una rentabilidad atribuible a los mayoritarios sobre patrimonio neto promedio de 2.6% (5.9% a dic. 2017).

Por su parte, durante el 2018 el Flujo de Caja Operativo (CFO) a nivel consolidado ascendió a S/ 65.0 MM (S/ 41.8 MM en el 2017). Si al saldo anterior se le deducen inversiones en activo fijo e inmobiliarias por S/ 24.2 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) positivo de S/ 40.8 MM (S/ 18.3 MM a dic. 2017). Dichos recursos permitieron, entre otros, disminuir el saldo de la deuda neta en S/ 28.2 MM y otorgar préstamos a entidades relacionadas por S/ 10.5 MM. Así, a diciembre 2018 el saldo caja - bancos aumentó en S/ 2.2 MM con respecto a lo observado al cierre del 2017.

## Estructura de Capital Consolidada

Al cierre del 2018, el pasivo consolidado fue S/ 759.5 MM, siendo menor a lo registrado a fines del 2017 (S/ 783.5 MM).

Por su parte, durante similar periodo a diciembre 2018, la deuda financiera consolidada ascendió a S/ 537.6 MM (S/ 565.2 MM a dic. 2017). Así, la deuda estuvo compuesta por bonos corporativos (S/ 529.1 MM) y pagarés para capital de trabajo con bancos locales por S/ 8.5 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 Perú. A diciembre 2018 el saldo neto de esas dos emisiones en conjunto era de S/ 166.1 MM.

De 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.

Por su parte, a diciembre 2018 el ratio consolidado de Deuda Financiera Total / EBITDA fue 4.7x, siendo similar a lo registrado a fines del 2018.

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 2018 sería de 4.6x, ligeramente mayor a lo registrado a fines del 2017 (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 en un escenario sensibilizado que el ratio Deuda Financiera / EBITDA se ubicaría en promedio en 4.2x durante los primeros 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 2018 fue 1.6x, registrando un significativo incremento respecto de lo observado al cierre del 2017 (0.9x). Lo anterior se debió principalmente a la disminución del saldo de pagarés de corto plazo otorgados por bancos locales para capital de trabajo (saldo a dic. 2018: S/ 8.5 MM vs. dic. 2017: S/ 35.0 MM).

Por su parte, a diciembre 2018, el patrimonio neto (sin minoritarios) de IPSA y Subsidiarias ascendió a S/ 897.8 MM (S/ 875.2 MM a dic 2017). El incremento se debió básicamente a los resultados del ejercicio generados en el 2018.

Segundo Programa de Bonos de Titulización - Diciembre 2018

Emisión	Tipo de Emisión	Tasa	Periodo de Gracia (años)	Plazo Total (años)	Fecha de Vcto.	Moneda	Saldo (Miles)
Primera	Pública	7.81%	2	15	ene-2027	S/.	60,077
Primera	Privada	VAC+4.75%	7	20	ene-2032	S/.	73,561
Segunda	Privada	8.44%	7	20	ene-2032	S/.	74,460
Tercera	Privada	9.09%	25	30	set-2045	S/.	59,000
Cuarta	Privada	VAC+5.87%	15	25	set-2040	S/.	99,205
<b>Saldo Total</b>							<b>366,303</b>

Fuente: IPSA



## 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).

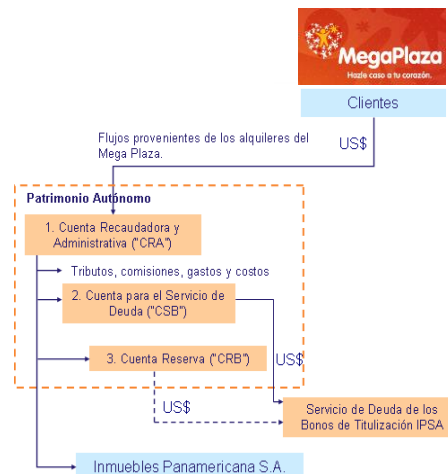
En tanto no haya quedado configurado un evento de incumplimiento, los flujos correspondientes a las cobranzas de las rentas e ingresos por servicios de los locatarios del Centro Comercial serán canalizados a través de la Cuenta Recaudadora Administrativa (CRA). Una vez que se logre acumular en el mes 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

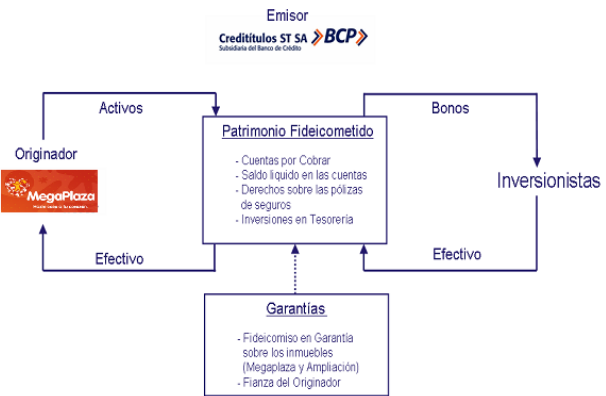
Los fondos recaudados en el Segundo Programa y/o Bonos Privados en enero del 2012 se asignaron de acuerdo con la siguiente prelación para:

- 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, prepago 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 octubre 2018, los inmuebles fueron tasados a valor de realización por Luis Pedraza Merino Constructora E.I.R.L. en US\$280 MM, de los cuales US\$207 MM eran terreno. De este modo, a diciembre 2018 el valor de realización de los inmuebles equivalía a 2.5x el saldo de los Bonos de Titulización (S/ 366 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 MM 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 (4.02x a dic. 2018).
- 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 (0.64x a dic. 2018).
- 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 (2.58x a dic. 2018).

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, Pacífico 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 2018 Credicorp Capital Sociedad Titulizadora S.A. registraba activos por S/ 7.2 millones (S/ 7.3 MM a dic. 2017), pasivos por S/ 0.6 millones (S/ 0.6 MM a dic. 2017) y un patrimonio neto de S/ 6.6 millones (S/ 6.7 MM al cierre del 2017). Por su parte, la utilidad neta del ejercicio del 2018 fue S/ 1.1 millones, siendo ligeramente menor a la obtenida durante similar periodo del 2017 (S/ 1.2 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-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15	Dic-14
<b>ACTIVO</b>					
Caja y bancos e Inv. Corrientes	16,213	15,771	16,724	21,698	9,595
Activos en titulación, neto	17,316	24,076	13,360	10,412	12,147
Cuentas por cobrar	-	-	-	-	-
Porción corriente de cuentas por cobrar al Originador	14,798	8,621	8,272	7,993	7,083
Gastos pagados por anticipado	-	-	-	8	-
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>48,327</b>	<b>48,468</b>	<b>38,356</b>	<b>40,111</b>	<b>28,825</b>
Cuentas por cobrar al Originador	318,726	330,293	333,902	341,180	201,197
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>367,053</b>	<b>378,761</b>	<b>372,258</b>	<b>381,291</b>	<b>230,022</b>
<b>PASIVO</b>					
Cuentas por pagar al Originador	23,440	30,317	19,444	24,409	17,594
Otras cuentas por pagar	3,503	3,614	3,638	3,704	3,113
Porción corriente Bonos de titulación	10,422	5,007	4,634	4,289	3,970
<b>Total Pasivos Corriente</b>	<b>37,365</b>	<b>38,938</b>	<b>27,716</b>	<b>32,402</b>	<b>24,677</b>
Bonos de titulación	329,688	339,823	344,542	348,889	205,345
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>367,053</b>	<b>378,761</b>	<b>372,258</b>	<b>381,291</b>	<b>230,022</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-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15	Dic-14
<b>Saldo Inicial</b>	<b>24,076</b>	<b>13,360</b>	<b>10,412</b>	<b>12,147</b>	<b>9,865</b>
<b>Más:</b>					
Saldo inicial de bancos	7,233	16,724	16,627	5,481	9,203
Documentos Cedidos al Patrim. Fideicometido, neto de devoluciones	121,191	129,923	118,209	124,386	105,952
Intereses ganados por inversiones en depósitos a plazo	212	403	141	194	119
Transferencias del Originador al Patrimonio	-	-	-	-	-
Emisión de Bonos de Titulación	-	-	-	150,000	-
Cuentas por cobrar al Originador	-	-	-	-	-
Rescate de Fondos Mutuos	8,538	-	5,270	-	-
	<b>137,174</b>	<b>147,050</b>	<b>140,247</b>	<b>280,061</b>	<b>115,274</b>
<b>Menos- Distribución de cobranzas efectuadas</b>					
Gastos por comisión de Adm. del Patrimonio Fideicometido	-1,929	-1,119	-1,239	-3,057	-401
Gastos por emisión de Bonos de Titulación	-	-	-	-	-
Transferencia de excedentes a cuentas Bancarias del Originador	-94,967	-88,747	-89,136	-239,148	-84,600
Pago de Intereses de Bonos de Titulación	-25,817	-26,063	-25,911	-18,078	-15,615
Pago de Capital de los Bonos de Titulación	-5,008	-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 periodo	-16,213	-7,233	-16,724	-16,627	-5,481
Cobros mantenidos en depósitos a plazo al final del periodo	-	-	-	-	-
Otros	0	-8,538	-	-916	-4,114
	<b>-143,934</b>	<b>-136,334</b>	<b>-137,299</b>	<b>-281,796</b>	<b>-112,992</b>
<b>Saldo final</b>	<b>17,316</b>	<b>24,076</b>	<b>13,360</b>	<b>10,412</b>	<b>12,147</b>

**Resumen financiero - Inmuebles Panamericana y Subsidiarias***(Cifras en miles de Soles)*

Tipo de Cambio S/ / US\$ a final del Período	3.37	3.24	3.36	3.41	2.99
	<b>Dic-18</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Dic-16</b>	<b>Dic-15</b>	<b>Dic-14</b>
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA	113,563	118,918	107,049	98,253	87,967
Mg. EBITDA	60.2%	62.6%	60.7%	61.5%	61.6%
FCF / Ingresos	0.2	0.1	-0.6	-0.9	-0.8
ROE (Promedio)	2.6%	5.9%	14.8%	12.6%	9.8%
<b>Cobertura</b>					
EBITDA / Gastos Financieros	2.6	2.4	2.8	2.8	3.2
EBITDA / Servicio de deuda	2.0	1.3	0.4	2.4	2.8
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	1.5	0.8	-0.2	-2.9	-2.6
(FCF + Gastos Fin. + Caja e Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	1.7	0.9	-0.2	-0.2	1.0
CFO / Inversión en Activo Fijo e Inmobiliarias	2.7	1.8	0.3	0.2	0.2
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>					
Deuda financiera total / Capitalización	37.5%	39.2%	40.7%	42.0%	42.4%
Deuda financiera total / EBITDA	4.7	4.8	5.3	5.3	4.8
Deuda financiera neta / EBITDA	4.6	4.6	5.1	4.2	3.5
Costo de financiamiento estimado	8.0%	8.8%	7.1%	7.4%	6.5%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	2.6%	7.2%	36.6%	1.0%	1.0%
<b>Balance</b>					
Activos totales	1,657,237	1,658,726	1,623,351	1,415,765	1,170,160
Caja e inversiones corrientes	15,362	13,442	15,681	106,311	114,986
Deuda financiera Corto Plazo	13,777	40,580	207,091	5,105	4,374
Deuda financiera Largo Plazo	523,792	524,646	359,413	514,973	419,963
Deuda financiera total	537,569	565,226	566,504	520,078	424,337
Patrimonio neto (sin Interés Minoritario)	897,758	875,222	824,283	709,353	568,408
Acciones preferentes + Interés minoritario	5	6	869	9,065	7,253
Capitalización	1,435,332	1,440,454	1,391,656	1,238,496	999,998
<b>Flujo de caja</b>					
<b>Flujo de caja operativo (CFO)</b>					
Inversiones en activo fijo e inmobiliarias	-24,150	-23,500	-142,235	-182,401	-126,120
Dividendos comunes	-	-	-	-	-15,000
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>					
Ventas de activo fijo	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	65	-6,681	50,731	-12,315	-16,761
Variación neta de deuda	-28,205	-11,250	31,442	80,496	-3,664
Variación neta de capital	-	-	-	60,000	70,000
Otros financiamientos, netos	-10,467	-2,856	-2,095	-2,895	-2,922
<b>Variación de caja</b>	<b>2,222</b>	<b>-2,501</b>	<b>-18,012</b>	<b>-24,864</b>	<b>-63,332</b>
<b>Resultados</b>					
Ingresos	188,568	189,943	176,309	159,730	142,690
Variación de Ventas	-0.7%	7.7%	10.4%	11.9%	31.8%
Utilidad operativa (EBIT)	108,436	114,166	104,044	96,842	86,698
Gastos financieros	44,026	49,646	38,837	35,043	27,241
Resultado neto (atribuible a accionistas mayoritarios)	23,329	50,104	113,771	80,467	52,275
<b>Vctos. Deuda Financiera al 31.12.2018</b>					
	<b>2018-2023</b>	<b>2024-2032</b>	<b>2033-2045</b>		
Deuda Bonos + Deuda Bancos	80,124	198,399	259,046		

**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 aavales y fianzas, y arriendos anuales multiplicados por el factor 7.0

**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
Oscar Uribe Laines	Gerente de Adm. y Finanzas

## **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 2018*

## 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 0.3% 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.