

# Patrimonio Fideicometido Plaza Norte

## - Decreto Legislativo N°861, Título XI

### Fundamentos

Las clasificaciones de riesgo asignadas a los Bonos de Titulización - Plaza Norte y el cambio de perspectiva, de negativa a estable, se sustentan principalmente en lo siguiente:

**Recuperación del sector:** En el 2020 la economía peruana se vio fuertemente afectada por los efectos del COVID-19, lo que generó una caída en el PBI del 11.0%, según el BCRP. Lo anterior repercutió en la economía de las familias, afectando su capacidad de consumo. Asimismo, las medidas adoptadas por el Gobierno y el inicio del Estado de Emergencia desde el 16/03/2020, limitaron las actividades de los centros comerciales. Recién el 18/06/2020 los *malls* pudieron operar con un aforo del 50%, el cual se redujo hasta 20% el 01/03/2021 ante el incremento de contagios en el país. Posteriormente, el aforo en Lima fue aumentado gradualmente, llegando a 40% en junio 2021 y a 80% en noviembre 2021, dada la disminución en el número de contagios y el avance en el proceso de vacunación de la población, lo cual ha favorecido al sector *retail*.

Por su parte, a pesar del aforo existente, debido a las dimensiones del centro comercial Plaza Norte, el *mall* todavía puede seguir recibiendo un número importante de visitas. Cabe señalar que, en el primer semestre del 2021, los ingresos de Centro Comercial Plaza Norte S.A.C. aumentaron un 26.8% con respecto a similar periodo del 2020.

Si bien se espera un importante crecimiento de la economía en el 2021 (+11.9% según proyecciones del BCRP a set. 2021), la recuperación en el 2022 podría verse limitada, entre otros, por las nuevas medidas restrictivas que pudiese decretar el Gobierno para enfrentar a la pandemia y por la existencia de una mayor inestabilidad política en el país. Sin embargo, Apoyo & Asociados considera que, en base a la información actualmente disponible, y a las fortalezas que registran el *mall* Plaza Norte y la presente Estructura, los Bonos de Titulización cuentan con características que les permitirían mitigar los efectos que pudiesen generarse en dicho escenario.

**Las expectativas del negocio:** El Centro Comercial Plaza Norte (Centro Comercial o CC) está ubicado al norte de la ciudad de Lima, estando conformada su zona de influencia por nueve distritos, con una población cercana a los 3.5 millones de habitantes (aprox. el 40% de la población de Lima Metropolitana), lo que genera oportunidades para el desarrollo comercial. Si bien la capacidad adquisitiva de las personas que habitan en dicha zona ha venido incrementándose en los últimos años, ésta se ha visto afectada temporalmente por los efectos del COVID-19 en la economía peruana, esperándose una recuperación en el segundo semestre del 2021 y en el 2022.

**Las dimensiones del mall y la variada oferta comercial:** A pesar de la competencia existente en la zona, el CC ha continuado consolidándose, teniendo un área arrendable de alrededor de 133,000 m<sup>2</sup> y un terreno de unos 150,000 m<sup>2</sup>, que le permitiría seguir expandiéndose en el futuro. Cuenta con nueve tiendas ancla (supermercados, tiendas por departamento, cines, entre otros) y más de 400 locatarios. Además, dispone de un terminal terrestre (Gran Terminal Terrestre = GTT) ubicado sobre un terreno de unos 33,000 m<sup>2</sup>, lo que contribuye con un importante flujo de visitantes.

Durante el 2019, el CC registró alrededor de 4.7 millones de visitas mensuales promedio, observándose un importante crecimiento con respecto a lo registrado en el 2014 (3.6 millones). Por su parte, en el 2020 las visitas mensuales promedio estimadas disminuyeron a unos 2.4 millones, producto del cierre de establecimientos por el COVID-19 y el aforo reducido establecido por el Gobierno. A junio 2021, el flujo de visitantes (sin incluir febrero) ascendió a unos 3.1 millones, en línea con la gradual recuperación esperada con respecto al 2020.

Ratings	Actual	Anterior
<b>Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización - Plaza Norte</b>		
Primera y Segunda Emisión	AA- (pe)	AA- (pe)

Con información financiera no auditada a junio 2021.  
Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 19/11/2021 y 31/05/2021.

### Perspectiva

Estable

### Resumen

**Emisor:** Scotia Sociedad Titulizadora

**Originador:** Centro Comercial Plaza Norte S.A.C. (PLN)

**Fiduciario:** Scotia Sociedad Titulizadora

**Flujos Cedidos:** Derechos de cobro y los flujos dinerarios presentes y futuros, entre otros activos, derivados de la operación del Centro Comercial Plaza Norte.

**Garantías Adicionales:** Fideicomiso de Activos constituido principalmente por las edificaciones del Centro Comercial, la alícuota de terreno de propiedad de PLN y el Derecho de Superficie, así como por los demás activos que se incorporen en el tiempo.

**Importe del Primer Programa:** Hasta por S/ 600 MM.

-1ra. Emisión fue por S/ 250 MM a 20 años, con 10 años de gracia, y tasa fija.

-2da. Emisión fue por S/ 100 MM a 20 años, con 10 de gracia, y tasa variable.

### Metodologías Aplicadas

Metodología Maestra de Clasificación de Finanzas Estructuradas (01-2017)

### Analistas

Daniela Gallo Manrique  
[danielagallo@aai.com.pe](mailto:danielagallo@aai.com.pe)

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

T. (511) 444 5588

**La solidez de los contratos arrendamiento con los locatarios:** En el caso de las tiendas ancla, los contratos de alquiler suelen fluctuar entre 10 y 20 años. Durante el 2020, se estima que los ingresos provenientes de las anclas (renta mínima + variable) representaron aproximadamente un 19% de los ingresos del Centro Comercial Plaza Norte S.A.C. (PLN), sin considerar los ingresos del GTT.

Por su parte, a junio 2021 las rentas mínimas del CC significaron alrededor del 58% de los ingresos del *mall* (sin considerar el GTT), siendo mayor a lo registrado a junio 2020 (54%). Lo anterior, sumado a un alto nivel histórico de ocupación (en torno a 96% a dic. 2019), contribuye a asegurar un flujo mínimo de ingresos en el largo plazo y atenuar los efectos de los ciclos económicos. Si bien a junio 2021 la ocupación disminuyó a 88%, debido al impacto de la pandemia, se esperaría una recuperación gradual en el 2022, en línea con la reactivación económica y la flexibilización de las medidas restrictivas decretadas por el Gobierno.

De otro lado, usualmente los contratos de arrendamiento le permiten ajustar sus tarifas por inflación. Además, las tiendas menores suelen renovar contratos en promedio cada tres años, lo cual permite actualizar las tarifas. No obstante, dado que la pandemia aún es un evento en evolución, no se esperarían reajustes de tarifas en el corto plazo.

**La trayectoria del Grupo E. Wong propietario de PLN:** El Grupo tiene inversiones en diversos sectores, principalmente en *retail* (Mediterráneo, Panistería y Entre Páginas); Forestal (Maderacre); Microfinanzas (Caja Prymera); y, Real Estate. Además, registra una amplia trayectoria en el sector minorista, habiendo participado en el negocio de supermercados (Wong y Metro), el cual vendió en el 2007 a Cencosud.

Con respecto a la División Real Estate, ésta opera el CC Plaza Norte en el distrito de Independencia, el cual cuenta con un GLA de unos 133,000 m<sup>2</sup> y el Mall del Sur en el distrito de San Juan de Miraflores, que tiene un GLA de unos 100,000 m<sup>2</sup>.

**Fortaleza de la Estructura:** Se constituye un Fideicomiso de Titulización que cuenta con todos los flujos provenientes de la explotación del CC: arriendos (renta mínima y variable), derechos de llave, derechos de permanencia, publicidad y eventos, aportes de fondo de promoción y gastos comunes. Así, dichos flujos serán canalizados a través de un Patrimonio Fideicometido. Cabe señalar que los flujos provenientes del Gran Terminal Terrestre (GTT) no serán cedidos.

Además, existirá una Cuenta de Reserva equivalente a una cuota mensual del servicio de la deuda más próximo. Asimismo, se cuenta con resguardos financieros y/o mecanismos en la Estructura, que permitirán retener fondos en caso de Eventos de Incumplimiento no subsanados dentro de los plazos previstos.

Igualmente, la Estructura cuenta con un Fideicomiso de Administración y Garantía, el cual está constituido principalmente por las edificaciones del CC, la Cuota Ideal y el Derecho de Superficie, así como por los demás activos que se incorporen en el tiempo. En mayo 2021, el inmueble que conforma el CC fue tasado por Vanet S.A.C. a valor de realización (75% del valor comercial) en US\$185 MM. Si se considera que solo el 25% del terreno es propiedad del Originador y que no se cedería en el futuro la parte ocupada por el GTT (terreno: 33,000 m<sup>2</sup>, edific. y obras comple.), el valor de realización estimado ajustado es de alrededor de US\$100 MM. Así, a junio 2021 dicho valor ajustado equivaldría a unas 1.1x el saldo en circulación de los Bonos.

Por su parte, en el 2021 los flujos futuros sensibilizados por la Clasificadora a valor presente permitirían tener una cobertura superior a 2.0x con respecto al saldo del importe de las emisiones actualmente en circulación.

### ¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

Cambios adversos en las condiciones económicas del país, especialmente en el sector inmobiliario, que generen de manera persistente niveles de vacancia mayores al 15% y menores rentas que las sensibilizadas, impactarían en las clasificaciones otorgadas. Asimismo, menores niveles de ajuste anual en el tiempo de los precios de alquiler, mayores gastos operativos y/o financieros que los proyectados en un escenario sensibilizado, entre otros, también podrían tener un impacto.

## Acontecimientos Recientes

### Impacto COVID-19 y perspectivas para el 2022

A raíz de la crisis generada por el COVID-19, en el 2020 la economía peruana registró una contracción de 11.0% con respecto del 2019, según el BCRP. Lo anterior se debió, entre otros, a las medidas de aislamiento social adoptadas por el Gobierno, desde el 16/03/2020, para contener el avance de la pandemia. Lo anterior tuvo un impacto en la capacidad de gastos de las familias. En ese sentido, la demanda interna disminuyó un 9.8% y el consumo privado, un 8.7%.

En cuanto al sector *retail*, se debe mencionar que, durante la vigencia del Estado de Emergencia continuaron operando los supermercados, farmacias y bancos, pero con restricciones en el aforo. De otro lado, recién a partir del 18/06/2020 el Gobierno autorizó a los centros comerciales para que puedan operar con un aforo del 50%. No obstante, dicho porcentaje fue reducido a 40% el 22/12/2020.

Igualmente, en el mes de febrero del 2021 el Gobierno nuevamente estableció una cuarentena ante el aumento de los contagios. Asimismo, el 01/03/2021 los *malls* pudieron abrir de nuevo, pero con un aforo del 20%.

Posteriormente, el avance en el proceso de vacunación y la disminución del número de contagios permitió una gradual flexibilización de las medidas restrictivas decretadas por el Gobierno, diferenciadas por regiones. Así, en mayo y junio 2021, el nivel de aforo permitido en los centros comerciales en Lima aumentó a 30% y 40%, respectivamente. A la fecha, el aforo permitido es del 80%.

Además de las cuarentas focalizadas y los toques de queda, el posible ingreso de nuevos locatarios en los centros comerciales se vio afectado por la mayor incertidumbre política y social registrada en el primer semestre del 2021.

De otro lado, se estima que en el segundo semestre del 2021 y en el 2022 el COVID-19 tenga un menor impacto en el sector que el registrado en el 2020. Así, el avance de la vacunación, la flexibilización de las medidas del Gobierno y la recuperación económica proyectada para el presente año (+11.9% según proyecciones del BCRP a set. 2021), permitirán una recuperación progresiva.

Por su parte, a fin de atenuar los efectos de la pandemia, el CC Plaza Norte ha venido implementando una serie de acciones en relación a sus colaboradores, locatarios, proveedores y clientes, entre otros.

En tal sentido, se ha buscado mitigar el incremento de la morosidad de las cuentas por cobrar por arriendos, llegando a acuerdos con diversos locatarios. Asimismo, se han venido reduciendo los costos operativos (servicios de terceros, personal y otros). Además, se decidió acotar el capex de inversión previsto para el 2020 y revisar el del 2021.

Cabe indicar que, en el segundo trimestre del 2020 se tomó un préstamo de Reactiva Perú a tres años con uno de gracia por S/ 10 MM para capital de trabajo.

## Hechos de Importancia

El 30/09/2019 la Asamblea General de Obligacionistas aprobó, entre otros, ampliar el plazo de la obligación referida al numeral 14.27 del Acto Constitutivo del Programa por 15 meses más 9 meses prorrogables de manera automática, contados desde la celebración de dicha Asamblea. Además, se aprobó dispensar al Originador por el referido Evento de Incumplimiento.

Cabe recordar que el incumplimiento se generó por no lograr, en el plazo establecido, las inscripciones registrales señaladas en el numeral 14.27.

Teniendo en cuenta la información recibida del Originador y del Estudio Gálvez (asesor legal externo del Originador), en aquella oportunidad, Apoyo & Asociados consideró no habría afectación a los bonistas, debido principalmente a que:

- i) no habría derechos inscritos en la partida principal de los inmuebles que sean incompatibles con los Derechos de Superficie o que puedan afectar a los bonistas.
- ii) se ha vuelto presentar a Registros Públicos los títulos necesarios a fin de proceder con la regularización de los Derechos de Superficie. Esto habría sucedido sin que un título diferente se haya presentado antes en las respectivas partidas.

Posteriormente, en línea con lo acordado en Asamblea de Obligacionistas, en julio 2021 entró en vigencia una nueva prórroga por nueve meses adicionales para el plazo de la obligación del Originador de la inscripción de los Derechos de Superficie en registros públicos. Cabe recordar que, debido al Estado de Emergencia, en el 2020 la SUNARP no pudo efectuar sus labores de manera regular.

### Dispensas solicitadas por el COVID-19

Dada la coyuntura generada por el COVID-19 y su impacto en la economía, en el sector *retail* y en Centro Comercial Plaza Norte S.A.C., el Originador solicitó algunas dispensas.

En ese sentido, en Asamblea General de bonistas del Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización Plaza Norte, realizada el 28/09/2020, se acordó entre otros:

1. Aprobar durante el período comprendido entre el 01/06/2020 y el 31/03/2021:
  - a. Dejar sin efecto la aplicación de lo establecido en los numerales 13.11 y 14.6 (i) y (ii) del Acto Constitutivo (A.C.) a fin de que el Originador esté autorizado para realizar modificaciones a la renta mínima en los Contratos Comerciales de los Clientes que se han visto afectados por el Estado de Emergencia.
  - b. Dejar sin efecto lo indicado en el numeral 13.13 del A.C., referente a posibles litigios o controversias sobre los Flujos Dinerarios, Derechos de Cobro o Contratos Comerciales, ante el eventual supuesto que sea necesario interponer acciones para salvaguardar los Activos.

c. Dispensar de la aplicación de la declaración dispuesta en la cláusula 13.14 del A.C. en la medida que el Originador ha tomado conocimiento de la resolución de algunos Contratos Comerciales y dispensar de la aplicación del numeral 15.3 del A.C., a fin de reducir temporalmente el compromiso de mantener un porcentaje de Ocupabilidad del Área Arrendable.

2. Aprobar la solicitud del Originador respecto a la obligación establecida en el numeral 14.27 del A.C. referida a la inscripción de los contratos establecidos en dicho numeral a fin de que no se contabilice como parte del plazo otorgado por la Asamblea General de fecha 30/09/2019, el periodo transcurrido desde 16/03/2020 (inicio del Estado de Emergencia) hasta el 10/06/2020, reiniciándose el cómputo el 11/06/2020.

3. Aprobar la solicitud del Originador respecto a la dispensa de las obligaciones financieras establecidas en los numerales 15.1 y 15.2 del A.C., así como la dispensa de las consecuencias que se deriven del evento de incumplimiento establecido en el numeral 31.1.3 del A.C., durante el “Período de Dispensa”, tal como se define a continuación:

Se entenderá por “Período de Dispensa” al período de seis meses contados desde el 01/06/2020, renovable de manera automática por un período de seis meses, hasta un máximo de tres renovaciones salvo que, antes del vencimiento de un período de seis meses, el Fiduciario reciba el pedido de al menos el 20% de los Titulares de los Bonos de Titulización de convocar a Asamblea General para tratar la renovación de las dispensas que corresponda, otorgadas en la Asamblea General, en cuyo caso las dispensas tendrán vigencia hasta la fecha de la celebración de la Asamblea General y según lo que en ésta se acuerde.

4. La Asamblea General dejó establecido que las dispensas otorgadas están condicionadas al cumplimiento de todas las obligaciones asumidas por el Originador en la Carta Compromiso, cuyo contenido fue puesto en conocimiento de la Asamblea General; por lo que de incumplirse cualquiera de ellas, las dispensas dejarán de tener efecto y se entenderán revocadas.

Por otro lado, en las Asambleas Especiales de la Primera y Segunda Emisión, realizadas ambas el 28/09/2020, se aprobó la propuesta del Originador de otorgar una Fianza Solidaria para cada una de las emisiones hasta que culmine la vigencia de las mismas. De este modo, se respalda las obligaciones del pago oportuno de: (i) el Servicio de Deuda de la Primera y Segunda Emisión a través de la reposición del importe determinable del Monto Reserva que hubiese sido utilizado de la Cuenta Reserva para cubrir el Servicio de Deuda próximo a vencer; (ii) la Renta Derecho de Superficie; y, (iii) de los Gastos Administrativos.

## Resumen de la Estructura

En Junta General de Accionistas (JGA) del 19/04/2017, Centro Comercial Plaza Norte S.A.C. (el Originador), aprobó la titulización de activos y derechos (flujos de los

derechos de cobro y los flujos dinerarios presentes y futuros, entre otros activos, derivados de la operación del CC Plaza Norte), para transferirlos en dominio fiduciario (al Patrimonio Fideicometido Plaza Norte - Decreto Legislativo N°861, Título XI, en adelante “PF”) y poder emitir Bonos de Titulización. Estos serán colocados por oferta pública o privada mediante un programa de hasta por S/ 600 MM o su equivalente en moneda extranjera (saldo en circulación: S/ 350 MM a jun. 2021).

Los Bonos tendrán como garantía adicional, un fideicomiso de activos constituido, entre otros, por las edificaciones actuales y futuras del CC Plaza Norte, el contrato de derecho de superficie del terreno donde se ubica el mall y la alícuota del terreno de titularidad del Originador, equivalente al 25% de los inmuebles denominados Sub-lote G-1-A, Sub-lote G-2-3-4-A-1-3 y Sub-lote G-2-3-4-A-2. Los inmuebles mencionados se encuentran ubicados en el distrito de Independencia en Lima.

Se debe señalar que la Estructura contempla en el futuro la posibilidad de excluir del Fideicomiso de Administración y Garantía la parte denominada Gran Terminal Terrestre (GTT), así como las edificaciones y obras complementarias del mismo.

Así, los recursos obtenidos de las emisiones se destinaron principalmente a cancelar los gastos de la estructuración y colocación de los Bonos; así como a fondar la respectiva Cuenta Reserva (equivalente a un mes de servicio de deuda garantizada); pagar íntegramente el Préstamo Puente del Scotiabank; y/o a pagar deuda de corto plazo del Originador.

Se debe mencionar que, para efectos de realizar futuras mejoras al Centro Comercial, de ser el caso, el Originador podrá instruir al Fiduciario a asumir “Deuda Bancaria”, en representación del Patrimonio Fideicometido, y que la misma sea pagada con cargo a los recursos del PF.

## 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 PF.



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. Así, la existencia de mecanismos de aceleración, los cuales se activarían cuando se perciba un deterioro en la situación financiera de los originadores, permitiría 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.

Además, algunas estructuras suelen incluir garantías adicionales, las cuales no dependen del riesgo de los originadores. En estos casos, A&A 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 incrementa el *recovery* estimado anteriormente, la Clasificadora podría mejorar el *rating* anterior en función al incremento del *recovery*.

## Originador

### Centro Comercial Plaza Norte S.A.C.

La empresa Centro Comercial Plaza Norte S.A.C. (PLN) es propietaria del *mall* Plaza Norte, el cual fue inaugurado en el 2009 por el Grupo Wong. El Grupo tiene más de 70 años existencia y amplia experiencia en el negocio *retail* e inmobiliario, con un equipo de gestión experimentado.

El centro comercial denominado Plaza Norte se encuentra ubicado en el distrito de Independencia, en Lima. El *mall* entró en operación en el 2009. Cabe resaltar que Plaza Norte es uno de los centros comerciales más grandes (en términos de terreno) y más visitados del Perú.

El *mall* Plaza Norte cuenta con una infraestructura moderna y se encuentra ubicado al norte de Lima. Este *mall* cuenta con la ventaja de estar ubicado en una zona de influencia que registra 9 distritos (aprox. 3.5 MM de habitantes) de gran densidad demográfica y de creciente poder adquisitivo.

Cabe indicar que, a junio 2021 el principal activo de Centro Comercial Plaza Norte S.A.C. era el rubro propiedades de inversión neto, el cual ascendió a S/ 358.8 MM (S/ 366.7 MM a dic. 2020) y significó el 39.7% de los activos. Este saldo estaba compuesto principalmente por las inversiones en el centro comercial Plaza Norte, así como en el terminal terrestre que se encuentra dentro del mismo, pero que no formará parte de los activos que garanticen a la presente Estructura.

### Grupo E. Wong

Es uno de los grupos económicos de mayor reconocimiento en el Perú, con más de 70 años de trayectoria en el sector *retail*. Durante el 2020 el Grupo generó ingresos por aproximadamente S/ 316 MM y un EBITDA de S/ 90 MM (S/ 477 MM y S/ 171 MM, en el 2019, respectivamente). Para el 2021, el Grupo espera generar ingresos por alrededor de S/ 367 MM y un EBITDA de unos S/ 178 MM.

El Grupo inició sus actividades en el negocio minorista en 1942. En 1983 inauguró su primer supermercado Wong para luego expandir su negocio, a partir de 1992, a través de Hipermercados Metro. En 2007 dichos negocios fueron vendidos a Cencosud por unos US\$700 MM.

Posteriormente, el Grupo E. Wong empezó a impulsar con mayor énfasis el desarrollo de actividades involucradas en diversos segmentos como centros comerciales, forestal, *retail*, servicios administrativos e inmobiliarios y microfinanzas.

Durante el 2020 los dos segmentos más importantes para el Grupo, en términos de ingresos, fueron los centros comerciales y el *retail*, estimándose que se mantengan ambos como los más relevantes en el 2021.

Actualmente el Grupo E. Wong cuenta con dos Centros Comerciales: Plaza Norte y Mall del Sur. Considerando ambos *malls*, el Grupo Wong cuenta con un área arrendable de aproximadamente 233,000 m<sup>2</sup>. Es importante resaltar que ambos centros comerciales se han convertido en los centros comerciales de referencia en su zona de influencia.

### El Fiduciario

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

A junio 2021, SST registraba activos por S/ 5.9 MM (S/ 5.3 MM a fines del 2020), pasivos por S/ 1.4 MM (S/ 0.5 MM a dic. 2020) y un patrimonio neto de S/ 4.5 MM (S/ 4.8 MM a dic. 2020). Por su parte, la utilidad neta del primer semestre del 2021 fue S/ 0.8 MM (S/ 0.8 MM a jun. 2020).

De otro lado, el Fiduciario del Fideicomiso de Administración y Garantía es el Banco de Crédito del Perú (BCP). Cabe señalar que el BCP es la mayor institución financiera del país, con un saldo de activos y patrimonio neto a junio 2021 de unos S/ 187,400 MM y S/ 18,800 MM, respectivamente (S/ 182,500 MM y S/ 18,800 MM a dic. 2020, respectivamente). Además, cuenta con un *rating* de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe), con perspectiva estable.

## Análisis de la industria

Del total de *malls* 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). Se debe señalar que en el 2018 ingresó un nuevo operador al mercado, el Grupo Patio.

En cuanto a las perspectivas del sector, si bien aún cuenta con un potencial de crecimiento atractivo, éste fue afectado significativamente por el impacto de la pandemia, ante el cierre temporal de los *malls* entre marzo y junio 2020, y en febrero 2021. Además, se establecieron horarios restringidos y un aforo máximo autorizado (lo cual todavía está vigente).

Si bien durante la cuarentena los rubros de supermercado, farmacias y bancos sí continuaron operando, la gran mayoría de tiendas ancla y menores estuvieron cerradas hasta mediados de junio 2020. Recién el 18 de junio el Gobierno autorizó a los centros comerciales y a algunos comercios a operar bajo ciertas medidas sanitarias, entre ellas un aforo reducido al 50%. Este último fue disminuido a 40% desde el 22/12/2020.

A pesar que, las restricciones impuestas por el Gobierno en el 2020 llevaron a una disminución significativa del flujo de visitas en los *malls*, se observó un incremento del *ticket* promedio, haciendo que el tiempo de permanencia de los clientes sea más rentable. Según un estudio de Colliers, esto se debió a que el consumidor tuvo un menor tiempo de permanencia en los establecimientos, ya que su visita fue por compras puntuales. Además, los consumidores optaron por priorizar la seguridad sanitaria que el *mall* les pueda ofrecer al elegir qué establecimiento visitar. En tal sentido, los centros comerciales pasaron de una estrategia orientada a la experiencia del cliente (buscando extender su tiempo de visita) hacia una mayor conveniencia para el cliente en términos de comodidad, rapidez y seguridad al efectuar sus compras.

Por su parte, a fin de mitigar el impacto en las ventas por las restricciones impuestas, tanto administradores como locatarios tuvieron que adaptar sus estrategias comerciales y acelerar el proceso de digitalización de sus canales de ventas; a la vez que buscaron reducir costos tales como el gasto común y mantenimiento. Asimismo, se dieron muchas renegociaciones de tarifas y condiciones de pago con los locatarios a fin de mitigar el impacto sobre los ingresos por arriendos.

En el 2021, nuevamente el Gobierno estableció un periodo de cuarentena en el mes de febrero, ante la segunda ola de contagios por el COVID-19. Así, en febrero los centros comerciales ubicados en regiones de alerta extrema, como fue el caso de Lima, se mantuvieron cerrados. Recién el 01/03/2021 los *malls* pudieron abrir nuevamente, pero con un aforo del 20%.

A medida que el número de contagios fue disminuyendo y avanzó el proceso de vacunación, el Gobierno flexibilizó de manera gradual y por regiones las restricciones. Así, en mayo y junio 2021, el aforo máximo permitido en centros comerciales en Lima aumentó a 30% y 40%, respectivamente. A la fecha, el aforo permitido en Lima es del 80%. Además, cabe mencionar que, en agosto del presente año los cines reanudaron operaciones y recién a partir de octubre se autorizó el consumo y venta de alimentos y bebidas en dichos establecimientos, pero solo a

consumidores que cuenten con las dos dosis de vacunación y únicamente en las provincias cuyo avance del proceso de vacunación sea por lo menos de 40%.

Cabe mencionar que, con la finalidad de evitar riesgos de aglomeraciones en los centros comerciales, el Ministerio de Producción en alianza con la Asociación de Centros Comerciales del Perú (ACCEP), desarrollaron la plataforma "Visita Responsable". Esta plataforma permite que los usuarios puedan revisar en tiempo real el aforo de 50 centros comerciales, información que es actualizada cada 10 minutos.

En términos de vacancia, en el primer semestre del 2021 se observó un aumento significativo respecto del segundo semestre del 2019 (último semestre prepandemia), como consecuencia de la crisis sanitaria generada por la pandemia. Así, en el caso de centros comerciales de la categoría súper regionales (que son los más grandes), la vacancia promedio pasó de 8.8% a 16.9% en dichos periodos. No obstante, los centros comerciales de esta categoría suelen mostrar un mayor nivel de ocupación que otros *malls* de menor dimensión y tienden a ocupar más rápido los espacios dejados libres por algunos locatarios.

Si bien a la fecha los diferentes operadores y locatarios han adaptado sus estrategias comerciales e implementado los protocolos sanitarios requeridos por el Gobierno, aún se estima que el COVID-19 tenga un impacto en el crecimiento de las operaciones del 2021, pero en menor magnitud que el 2020. En tal sentido, se observa un ajuste en el ritmo de las inversiones en nuevos proyectos (los cuales ya habían sido postergados en el 2020) y se espera que en el 2021 el nivel de ventas de los *malls* aún sea inferior al del 2019. Sin embargo, se proyecta una recuperación progresiva a partir del segundo semestre del 2021.

En ese sentido, se esperarían nuevas inversiones recién a partir del 2022, aunque principalmente destinadas a mejorar las operaciones existentes.

En términos generales, existen cuellos de botella que limitan las nuevas inversiones, como 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. 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 de tendencias en los consumidores y el crecimiento de las compras por internet en los últimos años, algunos malls están potenciando su oferta en el canal *e-commerce* y esperan que su participación en las ventas se incremente gradualmente. Así, a la fecha algunos centros comerciales han acelerado sus procesos de transformación digital a través de los servicios *Click & Collect* y *Pick-up*.

### Operaciones – CC Plaza Norte

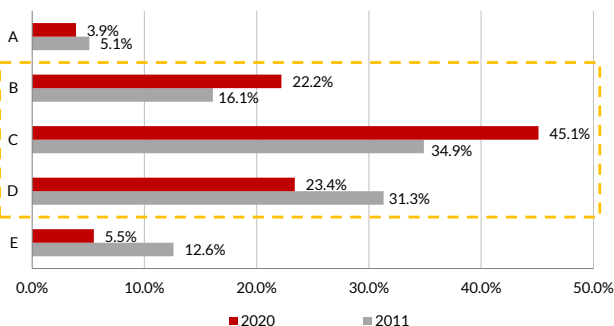
El centro comercial Plaza Norte (Centro Comercial o CC) cuenta con un terreno de unos 150,000 m<sup>2</sup>, contando además de manera adyacente con un terminal terrestre (GTT), el cual tiene unos 33,000 m<sup>2</sup> de terreno. De esta manera, este centro se ubica como uno de los más grandes del Perú en términos de terreno.

El CC opera desde el 2009 y cuenta con una gran variedad de oferta, como tiendas por departamento y de mejoramiento del hogar, supermercados, restaurantes, tecnología, tiendas de deportes, entretenimiento y moda, entre otros. Además, cuenta con un centro de atención al ciudadano (23 instituciones del Estado), una capilla, un gimnasio, centro de convenciones, un teatro, área de exposición de automóviles (7,000 m<sup>2</sup>) y un museo, entre otros, así como más de 3,000 estacionamientos.

El CC se ubica en el distrito de Independencia (norte de Lima). Su zona de influencia está conformada por 9 distritos a distancias entre 5 a 20 minutos con una población aproximada de 3.5 millones (40% de la población de Lima Metropolitana, según estimaciones del INEI). Es interesante resaltar que el diseño de Plaza Norte permite un fácil acceso de la población pues se encuentra en el cruce de tres de las vías más transitadas de Lima: la autopista Panamericana Norte y las avenidas Tomás Valle y Túpac Amaru.

El público objetivo del mall está constituido especialmente por los NSE B, C y D, cuya concentración en su zona de influencia es predominante. Según el informe de niveles socioeconómicos APEIM 2020, solo los segmentos B y C representaban el 64% de la población de Lima Metropolitana (vs. 51% en el 2011).

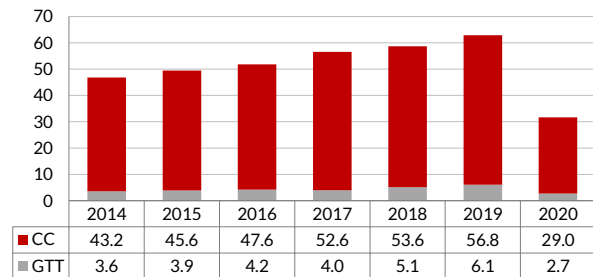
#### Participación por NSE en Lima Metropolitana



Fuente: APEIM, 2020. Elaboración: A&A

En el 2019 el CC registró unas 56.8 MM de visitas y el GTT, 6.1 MM. Asimismo, entre el 2014 y 2019, el número de visitas anuales al mall se ha multiplicado 1.3x veces. No obstante, durante el 2020, debido a las medidas de aislamiento social establecidas por el Gobierno, las visitas al CC disminuyeron a alrededor de 29.0 MM, cifra significativamente menor a la registrada en el 2019 (56.8MM).

Evol. Nro. Visitas Anuales (MM de personas)  
CC Plaza Norte

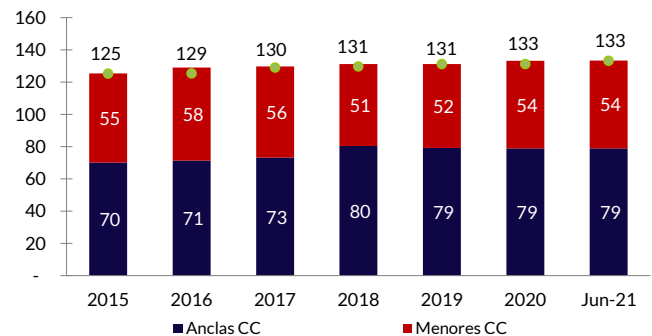


Fuente: Plaza Norte

Por su parte, en el primer semestre del 2021 el flujo de visitas se vio afectado nuevamente, debido a la segunda ola de contagios, que originó el establecimiento de cuarentenas focalizadas en el mes de febrero. Así, a junio 2021, el número de visitantes del centro comercial fue de 15.3 MM (vs 16.8 MM a junio 2020).

De otro lado, a junio 2021 el área arrendable (GLA) sólo del Centro Comercial (incluye zona de mesas del patio de comidas y no incluye el GTT) ascendió a unos 133,400 m<sup>2</sup>, observándose un crecimiento de unos 8,000 m<sup>2</sup> con respecto a lo observado a fines del 2015.

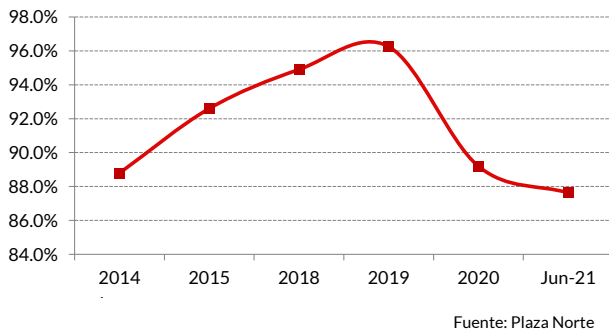
Evolución GLA del CC Plaza Norte (miles m2)



Fuente: Plaza Norte

Con respecto al nivel de ocupación de los últimos años, éste se ubicó en torno al 94%; mientras que a diciembre 2019 se incrementó a 96%. Sin embargo, debido al impacto del COVID-19, en el 2020 el nivel de ocupación se redujo a 89.2%, lo cual incluye el cierre de operaciones de Almacenes Paris en julio 2020. A junio 2021, el nivel de ocupación disminuyó ligeramente a 87.6%, en línea con lo observado en el sector. No obstante, la Clasificadora esperaría una recuperación gradual en el 2022.

**Ratio Ocupación CC Plaza Norte**



En cuanto a la salida de Almacenes Paris, Centro Comercial Plaza Norte S.A.C. mantiene a su favor una penalidad contractual por lucro cesante con dicha tienda ancla, lo que le otorga tiempo para buscar un nuevo locatario. Actualmente ha concluido la etapa previa al arbitraje entre las partes.

Como se mencionó anteriormente, en la Asamblea General realizada el 28/09/2020 se aprobó, entre otros, la dispensa (renovada hasta marzo 2022) referida a la exigencia de un porcentaje de ocupación del área arrendable no menor al 90%. Así, la ocupación a junio 2021 no generó un Evento de Incumplimiento.

Cabe señalar que los contratos de alquiler y/o usufructo de las tiendas ancla e instituciones financieras son de largo plazo (entre 10 y 20 años) 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.

Se debe resaltar que Plaza Norte contaba con cuatro tiendas por departamento (Ripley, Saga Falabella, Oechsle y Estilos) con contratos con plazos de alrededor de 20 años. Por su parte, en julio 2020 Paris anunció el cierre de sus operaciones en Perú. Igualmente, operan en el mall dos supermercados y el complejo de cines más grande de Lima (Cinépolis).

El principal negocio del Centro Comercial 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 del Centro Comercial contribuye con el financiamiento de los gastos comunes como derecho de llave, publicidad, promoción y mantenimiento.

Por otro lado, también se arriendan locales menores y módulos, los cuales son los más rentables por m<sup>2</sup>. Los locales menores tienen contratos de duración entre 3 y 5 años; sin embargo, las tiendas ancla son las que generan los mayores flujos de visitantes.

## Desempeño Financiero - PLN

Es importante indicar que a partir del 2019 los EE.FF. de Centro Comercial Plaza Norte S.A.C. (PLN o la Empresa) incorporan los efectos de la NIIF-16, pero los EE.FF. del 2018 y de los años anteriores, no han sido re-expresados.

Además, cabe señalar que, los ingresos de la Empresa están compuestos por el arriendo de locales comerciales, prestación de servicios, publicidad y otros servicios menores.

Durante el 2020, los ingresos totales de la Empresa llegaron a S/ 102.6 MM, inferiores en 42.5% respecto a lo registrado en el 2019 (S/ 178.3 MM). Esta caída se debió principalmente a las medidas decretadas por el Gobierno para enfrentar al COVID-19, lo que limitó las actividades de los locatarios del mall desde el 16/03/2020 al 18/06/2020 e implicó restricciones al aforo máximo permitido en los meses posteriores. Lo anterior generó que la Empresa tuviera que negociar las rentas a ser pagadas por diversos locatarios durante el periodo de restricciones en el cual no pudieron operar.

Por su parte, en el primer semestre del 2021, los ingresos de PLN ascendieron a S/ 58.1 MM, lo que representó un aumento del 26.8% respecto a similar semestre del año anterior. Si bien en febrero 2021 se estableció una nueva cuarentena que afectó las actividades comerciales, posteriormente gracias al avance en el proceso de vacunación y la disminución en el número de contagios el Gobierno nuevamente flexibilizó las medidas restrictivas.

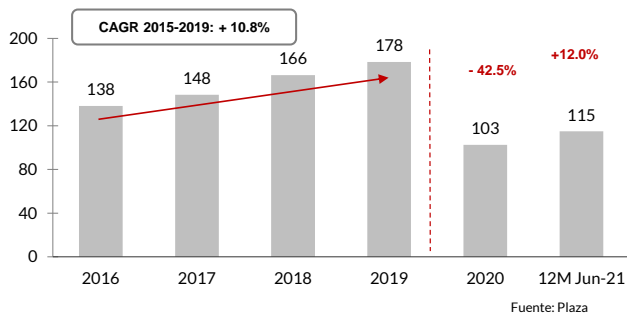
De este modo, en el 2020 el CC solo estuvo cerrado por aproximadamente un mes, mientras que en el 2020 el cierre temporal fue por casi tres meses. En tal sentido, en los últimos 12 meses (U12M) a junio 2021 los ingresos aumentaron un 12.0% con respecto al ejercicio 2020.

Cabe mencionar que las tiendas menores suelen ser más rentables por m<sup>2</sup> que las tiendas ancla, toda vez que el Originador suele renegociar los contratos en periodos de tiempo más cortos (3 a 5 años), en comparación con las tiendas ancla, cuyos contratos suelen ser en promedio a 20 años. Al respecto, en el 2020, alrededor del 57% de los ingresos provenían de tiendas menores.

Es importante señalar que las tiendas ancla cuentan con contratos de arriendo a largo plazo y períodos forzosos, lo cual brinda estabilidad en los flujos generados. Asimismo, el porcentaje que representa respecto a la facturación total de PLN ha venido disminuyendo desde el 2013 debido a la incorporación durante los últimos años de nuevas tiendas menores.

Sin embargo, durante el 2020 los ingresos provenientes de las tiendas ancla significaron aproximadamente un 16% de los ingresos de la Empresa (12% en el 2019), 19% si se excluyen los ingresos del GTT.



**Evol. Ingresos (MM S/.) - Plaza Norte SAC**


De otro lado, en el año móvil finalizado en junio 2021, los gastos operativos neto de recuperos (no incluye otros ingresos ni egresos) ascendieron a S/ 55.8 MM, similar a lo registrado en el ejercicio 2020 (S/ 55.3 MM). Al respecto, cabe mencionar que este nivel de gastos refleja el menor nivel de operaciones de la Empresa respecto a periodos prepandemia, así como los ahorros logrados en gastos generales, administrativos y de personal como resultado de las medidas de control de gastos establecidas para hacer frente a la coyuntura de emergencia sanitaria.

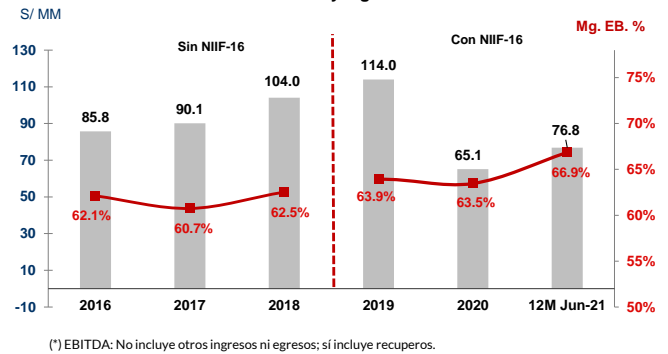
Dadas las medidas de control adoptadas y el incremento del nivel de ingresos de la Empresa, en los primeros seis meses del 2021 los gastos operativos representaron el 43.6% de los ingresos; mientras que a junio 2020 el 54.1%. Por su parte, en el año móvil finalizado en junio 2021 los gastos operativos representaron el 48.6% de los ingresos (53.9% en el ejercicio 2020).

Cabe señalar que la Empresa paga alquileres principalmente por el derecho de superficie del CC; sin embargo, su contabilización cambió con la NIIF-16, por lo que parte de los alquileres ya no se registran como gastos operativos.

En cuanto al EBITDA, debido a los mayores ingresos y el menor peso relativo de los gastos operativos, en los U12M a junio 2021, éste ascendió a S/ 76.8 MM, registrando un incremento en términos absolutos de 18.0% con respecto a lo observado en el 2020 (S/ 65.1 MM). Asimismo, el margen EBITDA fue 66.9% (63.5% a dic. 2020).

Por otro lado, en los U12M a junio 2021 la Empresa registró gastos financieros por S/ 28.8 MM, siendo mayores a lo observado en el 2020 (S/ 27.9 MM). Si además se suman los gastos financieros por arrendamiento (por efecto de la NIIF-16), los gastos financieros totales llegaron a S/ 35.8 MM (S/ 34.8 MM en el 2020).

El incremento del EBITDA registrado permitió a Centro Comercial Plaza Norte S.A.C. compensar el aumento de los gastos financieros. Así, a fines del año móvil finalizado en junio 2021, la cobertura de gastos financieros totales (EBITDA / Gastos Fin. Totales) se ubicó en 2.1x (1.9x al cierre del 2020).

**EBITDA y Mg. EBITDA \***


(\* EBITDA: No incluye otros ingresos ni egresos; sí incluye recuperos.

Además, cabe señalar que, ante la tendencia al alza del tipo de cambio, en el año móvil a junio 2021 se registró una pérdida neta por diferencia en cambio de S/ 12.9 MM, superior a la pérdida neta del 2020 de S/ 6.8 MM.

De esta manera, la utilidad neta de los U12M a junio 2021 fue S/ 23.9 MM, mostrando una importante recuperación con respecto a la del ejercicio 2020 (S/ 14.5 MM). Asimismo, la rentabilidad sobre patrimonio promedio fue de 10.7%, superior a la registrada en el 2020 (6.9%).

### Estructura de Capital - PLN

A junio 2021 los pasivos de la Empresa llegaron a S/ 667.5 MM, siendo ligeramente inferior a lo observado a fines del 2020 (S/ 677.5 MM). Esto correspondió principalmente a la disminución de la deuda financiera (S/ 413.8 a jun. 2021 vs. S/ 436.2 MM a dic. 2020). Cabe mencionar que la deuda financiera incluía un préstamo de Reactiva Perú por S/ 10 MM para capital de trabajo, a tres años de plazo con un año de gracia.

Se debe mencionar que, a partir del 2019 la Deuda Financiera Ajustada incluye a la Deuda Financiera y a los Pasivos por Arrendamiento. Cabe indicar que para los años anteriores la Clasificadora estimó la Deuda Financiera Ajustada, sumando a la Deuda Financiera los Gastos Operativos por Arrendamiento multiplicados por 8.0x.

Así, en el año móvil a junio 2021 el ratio de apalancamiento de Deuda Financiera Ajustada / EBITDA disminuyó a 7.2x (8.8x a dic. 2020). La disminución del apalancamiento se debió tanto al mayor EBITDA registrado, asociado a la flexibilización de las medidas restrictivas del Gobierno respecto al año anterior que permitieron una gradual recuperación de la actividad comercial; como a la disminución del saldo de la deuda financiera. Se esperaría que este indicador continúe disminuyendo en línea con la recuperación de las actividades del sector y el avance del proceso de vacunación de la población, que disminuye las probabilidades de nuevas cuarentenas.

Por su parte, a junio 2021 el patrimonio neto llegó a S/ 236.3 MM, aumentando con respecto a lo observado a fines del 2020 (S/ 218.0 MM), explicado por la generación de utilidades en el primer semestre del 2021.

## Descripción de la Estructura

### Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización – Plaza Lima Norte

En Junta General de Accionistas (JGA) del 19/04/2017, el Originador (Centro Comercial Plaza Norte S.A.C.), aprobó realizar una titulización de activos y derechos del Originador con el fin de transferirlos en dominio fiduciario al Patrimonio Fideicometido Plaza Norte – Decreto Legislativo N°861, Título XI y poder emitir Bonos de Titulización a través de ofertas públicas o privadas, mediante un programa hasta por S/ 600 MM o su equivalente en moneda extranjera.

Los Bonos serán emitidos a través de una o más emisiones, las cuales no podrán exceder, en conjunto, el importe del Programa. Además, no existirá prelación entre las distintas emisiones, es decir, serán *pari passu*. Así, los Activos del Patrimonio Fideicometido (PF) servirán de respaldo a todas las emisiones a ser efectuadas en el marco del Programa.

Cabe resaltar que los Bonos no se encuentran condicionados ni subordinados en relación con otras obligaciones del PF.

Los recursos obtenidos se destinarán a cancelar los costos y gastos de la estructuración y colocación de los Bonos; así como fondear las respectivas Cuentas Reserva; pagar (en las primeras emisiones) el préstamo otorgado bajo el Contrato de Préstamo Puente del Scotiabank; pre-pagar deuda financiera de corto plazo y/o, para otros usos corporativos del Originador.

**Fideicomiso de Titulización:** Centro Comercial Plaza Norte S.A.C. cede al PF la totalidad de los derechos de cobro y los flujos dinerarios presentes y futuros, entre otros activos, derivados de la operación del CC (no incluye GTT).

**Fideicomiso de Administración y Garantía:** constituido principalmente por la Cuota Ideal, el Derecho de Superficie de los terrenos donde se ubica el *mall* y las edificaciones actuales y futuras que sobre los mismos se realicen como consecuencia de la expansión del CC.

Cabe señalar que la Cuota Ideal es la alícuota del terreno de titularidad del Originador, equivalente al 25% de los inmuebles denominados Sub-lote G-1-A, Sub-lote G-2-3-4-A-1-3 y Sub-lote G-2-3-4-A-2. Los inmuebles mencionados se encuentran ubicados en el distrito de Independencia, en Lima.

Se debe indicar que la Estructura contempla en el futuro la posibilidad de excluir del Fideicomiso de Administración y Garantía la parte denominada Gran Terminal Terrestre (GTT), así como las edificaciones y obras complementarias del mismo.

#### Cuentas del Fideicomiso de Titulización

El Patrimonio Fideicometido (PF) contará principalmente con las siguientes cuentas:

1. **Cuenta Colocación (C-C):** Cuenta en la que se depositarán: i) los montos dinerarios depositados en todas y cada una de las cuentas del Fideicomiso de Flujos SBP-PLN en la fecha de terminación del Contrato de Fideicomiso de Flujos; ii) el importe recaudado por las colocaciones de los Bonos de Titulización y/o; iii) los montos desembolsados bajo las operaciones de Deuda Bancaria.

2. **Cuenta Recaudadora – Rentas (C-RR):** En la cual se depositarán los Flujos Dinerarios (todos los pagos realizados por los Clientes). Con cargo a los recursos de la C-RR se atenderá el pago de las obligaciones a cargo del PF.

3. **Cuentas Reserva (C-R):** Se deberá abrir una C-R para cada Emisión y para cada operación de Deuda Bancaria (incluyendo la Deuda Asumida, de ser el caso). En estas últimas se depositará el Monto Reserva correspondiente, con cargo a los recursos de la Cuenta Colocación. Posteriormente, en caso se utilice algún monto de la C-R, se restituirá dicho monto con cargo a la C-RR.

4. **Cuenta Servicio de Deuda (C-SD):** Cuenta abierta por el Fiduciario para cada Emisión y operación de Deuda Bancaria en la cual se depositará el Servicio de Deuda correspondiente. En esta cuenta se depositará, con cargo a la C-RR, los montos para cubrir el Servicio de Deuda en la Fecha de Pago correspondiente, así como la Deuda Bancaria que corresponda en las fechas de vencimiento bajo los Documentos de la Deuda Bancaria correspondiente. En caso no existieran fondos suficientes, el Fiduciario utilizará los fondos depositados en la C-R que corresponda a cada Emisión u operación de Deuda Bancaria, para cubrir el monto deficitario.

5. **Cuenta de Derecho de Superficie (C-DS):** En la que se depositará, con cargo a los recursos de la C-RR, el monto requerido para atender el pago de la contraprestación mensual por los Derechos de Superficie otorgados al Originador bajo los Contratos de Superficie. El pago será realizado cada mes directamente por el Fiduciario, en nombre del Originador en las fechas, términos y condiciones establecidos en los Contratos de Superficie.

6. **Cuenta Recaudadora – Mantenimiento (C-RM):** En la cual se depositará los montos correspondientes a las Cuotas de Mantenimiento que corresponda a los Clientes.

7. **Cuenta Gastos (C-G):** En la que se depositarán con cargo a los recursos de la C-RR, los Gastos Administrativos. Estos comprenden cualquier gasto incurrido relacionado con la administración del Fideicomiso.

Por su parte, el Originador tendrá a su nombre una **Cuenta de Excedentes de Colocación (C-EC)** y/o una **Cuenta de Excedentes de Deuda Bancaria (C-ED)**, en las cuales se depositarán los saldos remanentes producto de la colocación de los Bonos de Titulización y/o del desembolso de Deuda Bancaria, después de haberse cumplido con efectuar los pagos de los costos, gastos, monto de reserva y obligaciones del Contrato de Préstamo Puente.

## Prelación de Pagos - Asignación de flujos

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 mall serán canalizados a través de la C-RR.

El Fiduciario deberá asignar semanalmente los flujos que se encuentren depositados en las cuentas del PF en el siguiente orden de prelación:

1. El Fiduciario transferirá a la Cuenta de Derecho de Superficie, los recursos para cubrir la "Contraprestación Mínima Mensual".
  2. Se deberá transferir a la Cuenta Gastos, los fondos correspondientes a los Gastos Administrativos próximos a vencer.
  3. En caso se hubieren utilizado los recursos de cualquiera de las Cuentas Reserva para atender el Servicio de Deuda, se deberá transferir a la respectiva C-R el importe necesario para restituir el Monto de Reserva que corresponda.
  4. Se transferirá a la C-SD los siguientes montos: i) para el caso de los Bonos, 1/3 del total de capital e intereses próximo a vencer según cronograma; ii) en el caso de la Deuda Bancaria, 1/3 del total de la cuota de la Deuda Bancaria establecida en el cronograma; y, iii) en el caso de la Deuda Asumida, 1/10 del total del capital e intereses próximos a vencer de acuerdo al cronograma correspondiente. El pago de los Bonos y la Deuda Bancaria será *pari passu* y a prorrata.
  5. Una vez efectuadas todas las transferencias y siempre que no haya ocurrido un Evento de Incumplimiento, los flujos serán depositados en la Cuenta de Excedentes de Colocación y/o Deuda Bancaria. En caso de un Evento de Incumplimiento, los flujos se retendrán en la Cuenta Recaudadora Rentas.
- Es importante comentar que los Clientes depositarán directamente las Cuotas de Mantenimiento en la Cuenta Recaudadora - Mantenimientos y serán transferidos al Originador en cada Fecha de Corte a efectos que el mismo atienda los gastos comprendidos en la Cuota de Mantenimiento.

## Eventos de Incumplimiento

Dentro de las más relevantes, se encuentran los siguientes:

- El incumplimiento del pago del principal y/o los intereses correspondientes a los Bonos de Titulización, Deuda Asumida o Deuda Bancaria.
- El incumplimiento de cualquiera de los resguardos financieros.
- Que el Originador no informe al Fiduciario sobre nuevos contratos y/o modificaciones o terminación de los mismos dentro de los primeros 15 días hábiles del mes siguiente de celebrados tales actos.

- Que el Originador incumpla cualquier obligación u obligaciones con terceros (*cross default*) que individual o conjuntamente ascendieran a un monto superior a US\$1.0 MM o su equivalente en Soles.
- Que el Originador incumpla con el envío de la comunicación de cesión de Flujos Dinerarios y Derechos de Cobro a los actuales Clientes del Centro Comercial.
- Incumplimiento de la obligación de mantener el nivel de ocupación mínima del Centro Comercial en 90%.

Todos los Eventos de Incumplimiento descritos se entenderán configurados en el día hábil en el que ocurran. Una vez configurado un Evento de Incumplimiento, el Fiduciario convocará a Asamblea General (en adelante "AG") dentro de los 10 días hábiles siguientes a la configuración del Evento, en la que se decidirá si: i) se darán por vencidos los plazos de pago de todos los Bonos de Titulización, de la Deuda Asumida y la Deuda Bancaria; ii) se otorga un plazo adicional para subsanarlo; iii) se dispensará al Emisor; o, iv) se adopta alguna otra medida.

## Efectos de la configuración de un Evento de Incumplimiento

En caso no ser subsanado dentro de los plazos previstos en la AG, se generarán las siguientes consecuencias, salvo que la Asamblea acuerde algo distinto:

- i) No se entregarán Flujos Dinerarios excedentes al Originador a las Cuentas de Excedentes de Colocación y/o Deuda Bancaria.
- ii) Se darán por vencidos los plazos de pago de todas las Deudas bajo los Documentos del Programa y de los Préstamos Bancarios vigentes. En este caso, el Fiduciario continuará pagando los Gastos Administrativos y la Renta Derecho de Superficie, pero retendrá en la C-RR cualquier monto en exceso.
- iii) Todos los flujos depositados en las Cuentas del Fideicomiso se aplicarán para pagar el Servicio de Deuda, salvo los fondos correspondientes a las Cuotas de Mantenimiento depositados en la C-RM.
- iv) La AG decidirá el inicio del procedimiento de ejecución del PF, la ejecución del Fideicomiso de Activos y/o la cesión y/o transferencia de los Derechos de obro y Flujos Dinerarios. El procedimiento de ejecución del PF quedará sin efecto en caso el Originador opte por pagar el íntegro del importe pendiente de amortización antes de que ocurra la ejecución.
- v) El Fiduciario instruirá al Fiduciario-Garantía que administre temporalmente el mall mientras se ejecuta el Fideicomiso de Activos, transfiriéndole los fondos de la C-RM para que atienda el pago de los gastos que deban pagarse con las Cuotas de Mantenimiento.

## Resguardos del Patrimonio Fideicometido

Durante la vigencia del PF, el Originador deberá cumplir los siguientes ratios financieros:

- **Total Deuda Financiera / EBITDA menor a 4.00x durante el 2018 y menor a 3.75x durante el 2019 y hacia adelante** (real: 4.84x a jun. 2021 y 6.28x a dic. 2020). No obstante, en Asamblea General del 28/09/2020, se aprobó la dispensa para modificar temporalmente la restricción de dicho ratio hasta setiembre del 2022, siendo los valores máximos exigidos 9.50x a diciembre 2020 y 9.75x a junio 2021. En tal sentido, no se ha generado un incumplimiento del resguardo.

Donde:

Total Deuda Financiera = Todas las obligaciones de pago con instituciones financieras o de mercado de capitales, incluyendo contingentes financieros, así como cualquier otra obligación de pago que devengue intereses, con excepción de las cuentas por pagar a proveedores comerciales asumidas por el Originador.

EBITDA = Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización de intangibles.

Por su parte, el Fiduciario y el Originador deberán causar que durante la vigencia del PF se cumplan los siguientes ratios financieros aplicables al PF:

- **Flujo Cedido / Servicio de Deuda Total mayor a 2.00x** (real: 3.33x a jun. 2021 y 3.97x a dic. 2020).

Donde:

Flujo Cedido = Suma del total de importes depositados en la Cuenta Recaudadora - Rentas durante los últimos 12 meses, menos la suma de: i) el monto que se haya transferido a la Cuenta de Derecho de Superficie durante los últimos 12 meses; y, (ii) los Gastos Administrativos de los últimos 12 meses.

Servicio de Deuda Total = Suma de los siguientes 12 meses de la amortización total o parcial más los intereses de: los Bonos, la Deuda Bancaria y la Deuda Asumida.

Cabe resaltar que ambos ratios deben ser calculados por el Originador al cierre de cada trimestre de cada año.

- El Originador deberá causar que en todo momento se mantengan vigentes los Contratos Comerciales que, en conjunto, representen por lo menos el 90% del total del "Área Arrendable" del Centro Comercial (área del Centro Comercial excluyendo el área del GTT).

- El Originador deberá comunicar por escrito al Fiduciario: i) el cumplimiento de los resguardos financieros; y, ii) la no ocurrencia de algún Evento de Incumplimiento con carácter de declaración jurada.

Según las proyecciones que realizó la Clasificadora, en un escenario sensibilizado y considerando sólo los flujos cedidos, se estimó que el Flujo de Caja Libre (=EBITDA - CAPEX Neto de Deuda - Impuestos) / Servicio de la Deuda

sería como mínimo 1.5x durante la existencia de los Bonos (1.6x incluyendo Cuenta de Reserva) y alrededor de 2.2x en promedio.

Si bien debido a la crisis generada por el COVID-19 durante el 2020 los niveles de desocupación fueron mayores a los registrados en los últimos años, considerando la evolución histórica del Centro Comercial, Apoyo & Asociados estima que es improbable que los niveles de ocupación del CC ubiquen sostenidamente por debajo del 90% a partir del 2022.

De otro lado, en el 2021 los flujos futuros sensibilizados por la Clasificadora a valor presente permitirían tener una cobertura superior a 2.0x con respecto a las emisiones actualmente en circulación.

## Características de los Instrumentos

### Primera Emisión del Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización - Plaza Norte

El 09 de mayo del 2018, se emitió la Primera Emisión de los Bonos de Titulización por S/ 250 MM a una tasa de 7.43750%, a un plazo de 20 años, con un periodo de gracia de 10 años y cuotas pagaderas mensualmente. Durante el periodo de gracia se pagará únicamente intereses.

### Segunda Emisión del Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización - Plaza Norte

El 09 de mayo del 2018, se emitió la Segunda Emisión de los Bonos de Titulización por S/ 100 MM a una tasa variable de 3.78125% + VAC, a un plazo de 20 años, con un periodo de gracia de 10 años y cuotas pagaderas mensualmente.

La evaluación realizada por la Clasificadora consideró que el importe a ser emitido en la Primera y Segunda Emisión no excederían en conjunto los S/ 350 MM.

Para mayor detalle acerca del Programa y de la Primera y Segunda Emisión, se recomienda revisar los Contratos y/o Prospectos Marco y/o Complementarios.



**Resumen financiero - Centro Comercial Plaza Norte S.A.C.**

Tipo de Cambio S/ / US\$ a final del Período	3.86	3.62	3.31	3.37	3.24	3.36
(Cifras en miles de Soles)	----- Con NIIF 16 -----			----- Sin NIIF 16 -----		
	12M Jun-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA	76,808	65,114	113,970	104,021	90,133	85,755
Mg. EBITDA	66.9%	63.5%	63.9%	62.5%	60.7%	62.1%
FCF / Ingresos	n.d.	0.3	0.3	0.6	0.6	0.6
ROE (Promedio)	10.7%	6.9%	26.5%	26.3%	20.2%	21.2%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA / Gastos Financieros Totales	2.1	1.9	3.1	3.8	3.0	2.3
EBITDA / Servicio de deuda	0.9	0.6	1.5	1.2	0.2	1.3
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	n.d.	0.5	1.2	1.5	0.3	1.8
(FCF + Gastos Fin. + Caja e Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	n.d.	0.7	1.3	1.6	0.3	2.0
CFO / Inversión en Activo fijo e Inmobiliarias	n.d.	10.9	5.6	9.7	55.5	15.3
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>						
Deuda Financiera / Capitalización	63.7%	66.7%	66.0%	69.9%	60.2%	64.0%
Deuda Financiera Ajustada / Capitalización Ajustada	70.1%	72.4%	71.9%	73.6%	64.5%	68.0%
Deuda Financiera Ajustada / EBITDA	7.2	8.8	4.6	4.8	5.0	5.0
Deuda Financiera Ajustada Neta / EBITDA	7.0	8.6	4.5	4.7	4.9	4.8
Costo de financiamiento estimado	7.0%	6.7%	7.5%	7.0%	8.1%	10.9%
Deuda Financiera CP / Deuda Financiera	14.1%	18.2%	11.0%	14.0%	98.2%	8.5%
<b>Balance</b>						
Activos totales	903,753	895,514	834,704	705,732	716,242	643,802
Caja e inversiones corrientes	13,697	14,974	6,246	9,426	8,303	12,115
Deuda Financiera Corto Plazo	58,286	79,599	43,541	57,653	366,400	30,612
Deuda Financiera Largo Plazo	355,497	356,572	351,698	354,764	6,571	327,891
Deuda Financiera	413,783	436,171	395,239	412,417	372,971	358,503
Pasivos por Arrendamiento *	141,292	136,257	126,188	84,360	75,520	69,096
Deuda Financiera Ajustada (= Deuda Fin. + Pasivos por Arrend.)	555,075	572,428	521,427	496,777	448,491	427,599
Patrimonio neto (sin Interés Minoritario)	236,290	217,967	203,917	177,768	247,046	201,669
Capitalización	650,073	654,138	599,156	590,185	620,017	560,172
Capitalización Ajustada	791,365	790,395	725,344	674,545	695,537	629,268
<b>Flujo de Caja</b>						
<b>Flujo de caja operativo (CFO)</b>						
Inversiones en Activo fijo e Inmobiliarias	n.d.	31,407	73,812	114,549	96,182	92,359
Dividendos comunes	n.d.	-2,890	-13,091	-11,825	-1,732	-6,028
Flujo de caja libre (FCF)	n.d.	28,517	60,721	102,724	94,450	86,331
Ventas de activo fijo	n.d.	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	n.d.	-36,489	-18,949	-108,541	-86,451	-99,238
Variación neta de deuda	n.d.	40,932	-17,178	34,186	14,233	35,977
Variación neta de capital	n.d.	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	n.d.	-24,232	-27,774	-27,246	-26,044	-30,001
<b>Variación de caja</b>	<b>n.d.</b>	<b>8,728</b>	<b>-3,180</b>	<b>1,123</b>	<b>-3,812</b>	<b>-6,931</b>
<b>Resultados</b>						
Ingresos	114,887	102,608	178,349	166,378	148,383	138,051
Variación de Ventas	12.0%	-42.5%	7.2%	12.1%	7.5%	16.6%
Utilidad operativa (EBIT)	59,066	47,332	96,478	91,903	79,400	75,235
Gastos Financieros	28,784	27,883	30,100	27,656	29,562	37,812
Gastos Financieros por Arrendamiento	7,030	6,899	6,637	-	-	-
Gastos Fin. Totales (= G. Fin. + G. Fin. Arrend.)	35,814	34,782	36,737	27,656	29,562	37,812
Gastos Operativos por Arrendamiento	697	1,023	3,930	10,545	9,440	8,637
Resultado neto	23,914	14,450	50,574	55,886	45,377	38,612

**EBITDA:** Utilidad Operativa (no incluye Otros ingresos ni egresos, ni Cambios en valor razonable) + Deprec. y Amort.

**FCF =** CFO + Inversión en Activo Fijo + Pago de Dividendos

\* **Pasivos por Arrendamiento:** Hasta 2018 = Gastos Oper. por Arrendamiento multiplicado por 8.0x

**Servicio de deuda:** Gastos Financieros + Deuda Financiera de Corto Plazo

**Capitalización Ajustada:** Deuda Financiera Total + Pasivos por Arrendamiento + Patrimonio neto

**Patrimonio en Fideicomiso - Decreto Legislativo N°861, Título XI, Plaza Norte**
**BALANCE GENERAL**

(En miles de Soles)	Jun-21	Dic-20	Jun-20	Dic-19	Dic-18
<b>ACTIVO</b>					
Caja y bancos e Inv. Corrientes	5,737	9,023	5,126	5,743	4,611
Activos en titulización, neto					
Cuentas por cobrar	1,195	1,256	1,292	1,301	1,308
Gastos pagados por anticipado					
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>6,932</b>	<b>10,279</b>	<b>6,418</b>	<b>7,044</b>	<b>5,919</b>
Activos en titulización, neto	350,000	350,000	350,000	350,000	350,000
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>356,932</b>	<b>360,279</b>	<b>356,418</b>	<b>357,044</b>	<b>355,919</b>
<b>PASIVO</b>					
Cuentas por pagar	5,684	8,988	5,110	5,729	4,572
Otras cuentas por pagar	1,248	1,291	1,308	1,315	1,347
Porción corriente Bonos de titulización	-	-	-	-	-
<b>Total Pasivos Corriente</b>	<b>6,932</b>	<b>10,279</b>	<b>6,418</b>	<b>7,044</b>	<b>5,919</b>
Obligaciones por titulización	350,000	350,000	350,000	350,000	350,000
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>356,932</b>	<b>360,279</b>	<b>356,418</b>	<b>357,044</b>	<b>355,919</b>
<b>Total Patrimonio</b>					-
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>356,932</b>	<b>360,279</b>	<b>356,418</b>	<b>357,044</b>	<b>355,919</b>

**ESTADO DE RESULTADOS\***

En miles de Soles	Jun-21	Dic-20	Jun-20	Dic-19	Dic-18
<b>Ingresos</b>					
Intereses ganados	11,243	20,611	9,373	22,455	14,372
Alquileres ganados					
Venta de Activos en titulizados					
Otros ingresos operacionales	181	354	170	341	367
<b>Total Ingresos Operacionales</b>	<b>11,424</b>	<b>20,965</b>	<b>9,543</b>	<b>22,796</b>	<b>14,739</b>
<b>Costos</b>					
Costos de servicio	-83	-157	-72	-140	-81
Intereses de obligaciones emitidas por titulización	-11,243	-20,611	-9,373	-22,455	-14,372
Costo neto de venta de activos titulizados					
Otros costos operacionales	-99	-197	-98	-201	-286
<b>Total Costos Operacionales</b>	<b>-11,424</b>	<b>-20,965</b>	<b>-9,543</b>	<b>-22,796</b>	<b>-14,739</b>
<b>Utilidad de la Operación</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Ingresos Financieros	31	47	-	250	225
Gastos Financieros	-24	-47	-24	-250	-225
Venta de valores	-	-	-	-	-
Costo neto de venta de valores	-	-	-	-	-
Otros ingresos (gastos), neto	(7)	-	24	-	-
Diferencia de cambio, neto	(0)	-	-	-	-
<b>Total Otros Ingresos (Gastos)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Utilidad Antes de Participaciones e Impuestos</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Impuesto a la Renta	-	-	-	-	-
Ingresos extraordinarios	-	-	-	-	-
Gastos extraordinarios	-	-	-	-	-
<b>Utilidad Neta del Año</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

\* A Dic. 2018 = Periodo comprendido entre el 08 de mayo y 31 de diciembre del 2018

### Antecedentes

Emisor:	Scotia Sociedad Titulizadora S.A., en representación del Patrimonio Fideicometido Plaza Norte – Decreto Legislativo N°861, Título XI
Originador:	Centro Comercial Plaza Norte S.A.C.
Domicilio legal:	Av. 7 N° 229, Rinconada Baja, La Molina, Lima -Perú
RUC:	20514020907
Teléfono:	(511) 202-1111

### Relación de directores\*

Erasmus Wong Lu Vega	Presidente
Miguel Ferré Trenzano	Director (externo)
José Garrido Lecca	Director (externo)
Erasmus Wong Kongfook	Director
Jaime Ma Luzula	Director
Edgar Callo Marín	Director

### Relación de ejecutivos\*

Erasmus Wong Lu Vega	Gerente General
Elka Popjordanova	Gerente Comercial
Enrique Rivera	Gerente de Operaciones
María Mazzi	Jefe de Proyectos

### Relación de accionistas\*

Cía. Inversionista Maysville S.A.	99.99%
Otros	0.01%

(\*) Nota: Información a junio 2021

## 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 Fideicometido Plaza Norte – Decreto Legislativo N°861, Título XI:

	<u>Clasificación*</u>
Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización - Plaza Norte	AA-(pe)
<i>Perspectiva</i>	<i>Estable</i>

## Definiciones

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

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

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

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

(\*) La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del clasificado. 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 0.0% de sus ingresos totales del último año.

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