

Patrimonio Fideicometido, Decreto Supremo N° 093-2022-EF, Título XI, Bonos de Titulización IPSA y Subsidiarias

Fundamentos

Las clasificaciones de riesgo otorgadas a las emisiones del Primer Programa de Bonos de Titulización IPSA y Subsidiarias se sustentan principalmente en:

Recuperación del sector: En el 2020, las medidas adoptadas por el Gobierno para enfrentar a la pandemia limitaron las actividades de los centros comerciales. Recién a partir de junio 2020 estos pudieron operar con un aforo del 50%, el cual se redujo hasta un 20% en marzo 2021 ante el incremento de los contagios. Posteriormente, el aforo en Lima fue aumentando gradualmente hasta que, desde marzo 2022, debido a la disminución de nuevos casos y el avance de la vacunación, los *malls* pudieron operar con un aforo del 100%, favoreciendo a la recuperación del sector.

Experiencia del Originador y la solvencia de su matriz: Cabe señalar que Inmuebles Panamericana S.A. (IPSA) pertenece, desde abril 2019, en 100% al Grupo Parque Arauco de Chile, el cual cuenta con un *rating* en escala local de largo plazo, otorgado por Feller Rate, de AA(cl) con perspectiva estable. A junio 2023, este Grupo tenía operaciones en Chile, Perú y Colombia, administrando centros comerciales y vecinales, que tenían en conjunto un área arrendable de aproximadamente 1'123,500 m², de los cuales un 81.8% correspondían a propiedad de Parque Arauco.

Oportunidades para el desarrollo comercial y el nivel de ocupación: Si bien las medidas restrictivas implementadas por el Gobierno para enfrentar al COVID-19 impactaron al sector *retail* y a la economía peruana, a partir del 2021 la flexibilización de dichas medidas y el avance de la vacunación permitieron una importante recuperación. Así, según el BCRP, en el 2021 el PBI creció un 13.6%; sin embargo, en el 2022 se observó un menor ritmo de crecimiento (+2.7%). Por otro lado, en el primer semestre del 2023 el PBI se contrajo un 0.5%, debido, entre otros, a la disminución de la inversión privada y a la desaceleración del consumo privado. Por su parte, según el IPE, para el 2024 se esperaría un crecimiento 2.1%.

A junio 2023, los *malls* de IPSA y subsidiarias contaban con un área arrendable de unos 252,000 m² y un nivel de ocupación de 97.4% (97.6% en el 2022 y 96.1% en el 2021), mostrando una recuperación y ubicándose en un nivel superior al promedio registrado en años anteriores a la pandemia (promedio 2016-2019: 92.5%).

Cabe señalar que, en Perú la penetración de los centros comerciales todavía es relativamente baja, por lo que aún existe potencial de crecimiento en el sector. En ese sentido, a pesar de la actual desaceleración del consumo, para el cierre del 2023 y 2024 se esperaría un crecimiento moderado en el sector.

Estabilidad de los flujos de alquileres: La existencia de una renta mínima en los contratos de alquiler, que en los últimos 12 meses (U12M) a junio 2023 representó alrededor del 83% de los ingresos totales de IPSA consolidado, permite atenuar parcialmente los efectos de los ciclos económicos. Asimismo, 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 con cartas fianza. Además, usualmente la naturaleza del negocio les permite ajustar sus tarifas por inflación.

Ratings	Actual	Anterior
Primer Programa de Bonos de Titulización IPSA y Subsidiarias		
Primera Emisión	AA+(pe)	AA+(pe)
Segunda Emisión	AA+(pe)	AA+(pe)

Con información financiera a junio 2023.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 16/11/2023 y 31/05/2023.

Perspectiva

Estable

Resumen:

Emisor: Patrimonio Fideicometido Decreto Supremo N° 093-2022-EF, Título XI, Bonos de Titulización IPSA y Subsidiarias.

Originadores: Inmuebles Panamericana S.A., Inmobiliaria Costa Nueva S.A.C., Inmobiliaria Pisac S.A.C., Inmobiliaria Botafogo S.A.C., Inversiones Kandoo S.A.C., Inversiones Lambore S.A.C., e Inversiones Lendipo S.A.C.

Fiduciario: Scotia Sociedad Titulizadora S.A.

Flujos Cedidos: Flujos dinerarios y derechos de cobro de los centros comerciales MegaPlaza Cañete, Pisco, Chinchá, Barranca, Chorrillos, y Villa El Salvador I, así como el remanente de los flujos del Fideicomiso MegaPlaza Norte.

Garantías Adicionales: i) Fideicomiso de Activos en garantía de los inmuebles ubicados en Cañete, Pisco, Chorrillos, Villa El Salvador, Barranca y Chinchá, y las construcciones actuales y futuras ahí desarrolladas; y, ii) Fianza de los Originadores.

Monto del Programa: Hasta por S/ 300 millones.

Metodologías Aplicadas

Metodología de Clasificación de Finanzas Estructuradas (03-2022)

Analistas

Ricardo Celis
ricardocelis@aai.com.pe

Sergio Castro Deza
sergiocastro@aai.com.pe

T. (511) 444 5588

Si bien los ingresos de IPSA se vieron afectados en el 2020 y 2021 por el impacto del COVID-19, a partir del segundo semestre del 2021 se observó una progresiva recuperación, ante la flexibilización de las restricciones establecidas por el Gobierno. Por su parte, a partir de marzo 2022 las limitaciones de aforo fueron completamente levantadas. En ese sentido, los ingresos consolidados de IPSA en el 2022 fueron 23.7% mayores a los del 2021 y superiores en 6.2% respecto a lo observado en el 2019. Por otro lado, en el año móvil a junio 2023 los ingresos consolidados de IPSA se redujeron ligeramente respecto del 2022 (-0.3%), pero manteniéndose aún por encima de lo registrado en el 2019 (+5.9%).

Fortaleza de la Estructura: La Estructura cuenta con la totalidad de los flujos dinerarios y derechos de cobro de los centros comerciales MegaPlaza Cañete, MegaPlaza Pisco, MegaPlaza Express Chinchá, MegaPlaza Express Barranca, MegaPlaza Express Villa Chorrillos, y MegaPlaza Express Villa El Salvador. Además, se cuentan con los flujos remanentes provenientes del Fideicomiso MegaPlaza Norte.

Asimismo, se cuenta con una Cuenta de Reserva equivalente a una cuota trimestral del servicio de la deuda más próximo. Igualmente, 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.

Por su parte, considerando la coyuntura actual, Apoyo & Asociados evaluó distintos escenarios. Como referencia, en un escenario sensibilizado por la Clasificadora (considerando las obligaciones y los flujos del Fid. IPSA y Subsidiarias) se obtendría una cobertura de servicio de deuda (flujo de caja / servicio de deuda bonos) promedio a partir del 2024 de 3.2x para los próximos 10 años, siendo la cobertura mínima estimada de 2.8x.

Adicionalmente, la Estructura cuenta con las siguientes garantías:

- **Fideicomiso de Activos:** Constituido por los inmuebles ubicados en Cañete, Pisco, Chorrillos, Villa El Salvador, Barranca y Chinchá. En enero 2023 (última tasación disponible) dichos inmuebles fueron tasados a valor de realización en S/ 350 MM, de los cuales S/ 169 MM correspondían a terrenos. De esta manera, el valor de realización de dichos inmuebles equivalía a 4.2x el saldo de los Bonos de Titulización (S/ 84 MM a junio 2023).
- **Fianza Solidaria de los Originadores:** IPSA y otras seis subsidiarias otorgan 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, los Originadores deberán responder ante los Bonistas con el íntegro de su patrimonio.

¿Qué podría modificar la clasificación asignada?

Un aumento sostenido en la vacancia mayor al 10% y/o menores rentas que las sensibilizadas por la Clasificadora; así como un mayor apalancamiento ajustado neto (incluido deuda con vinculadas) que no vaya acompañado de una mayor generación, podrían implicar un ajuste en las clasificaciones otorgadas.

Por su parte, cambios en las clasificaciones de su matriz chilena podrían repercutir positiva o negativamente en las clasificaciones asignadas localmente.

Hechos de Importancia

En abril 2023, Apoyo & Asociados ratificó las clasificaciones de la Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización IPSA y Subsidiarias, ante la posibilidad que se apruebe la exclusión y liberación de la tienda Sodimac, ubicada en MegaPlaza Cañete, del patrimonio fideicometido de titulización; y, se escinda y se libere del patrimonio fideicometido de titulización la parte no utilizada del terreno de MegaPlaza Pisco.

Dispensa Resguardos: Cabe recordar que, en Asamblea General de Bonistas del Primer Programa de Bonos Titulizados de IPSA y Subsidiarias, realizada en marzo 2021, se acordó otorgar dispensa a IPSA por el plazo de un año al cumplimiento de: i) mantener un Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda mayor o igual a 1.75x; y, ii) mantener una ocupación mínima del 80% del área arrendable. Lo anterior se solicitó debido al impacto que habían tenido las medidas restrictivas decretadas por el Gobierno para enfrentar a la pandemia y que afectaron el aforo permitido a los centros comerciales.

Recompras parciales: En marzo 2021 se realizó una recompra parcial de bonos del Primer Programa de Bonos de Titulización de IPSA y Subsidiarias (S/ 18.7 MM de la Primera Emisión y S/ 30.0 MM de la Segunda Emisión). Además, en febrero 2022 se realizó una recompra adicional de S/ 32.8 MM de bonos de la Primera Emisión.

Resumen de la Estructura

Los Originadores, Inmuebles Panamericana S.A., Inmobiliaria Costa Nueva S.A.C, Inmobiliaria Pisac S.A.C., Inmobiliaria Botafogo S.A.C., Inversiones Kandoo S.A.C., Inversiones Lambore S.A.C., e Inversiones Lendipo S.A.C., ceden al Patrimonio en Fideicomiso (PF) los flujos dinerarios y los derechos de cobro por los contratos de arrendamiento de los centros comerciales MegaPlaza Cañete, MegaPlaza Pisco, MegaPlaza Express Chincha, MegaPlaza Express Barranca, MegaPlaza Express Villa Chorrillos, y MegaPlaza Express Villa El Salvador, así como el remanente de los flujos de MegaPlaza Norte provenientes del fideicomiso de titulización de Credicorp Capital Sociedad Titulizadora.

La sociedad titulizadora (Scotia Sociedad Titulizadora) emitió en enero 2017 con cargo al PF, Bonos de Titulización (BT) por S/ 165.0 MM. Cabe señalar que el Programa es hasta por S/ 300.0 MM.

Los BT tienen como garantía adicional una fianza de los Originadores, así como un Fideicomiso de Activos en garantía constituido, entre otros, por los inmuebles de los centros comerciales de Cañete, Pisco, Chorrillos, Villa El Salvador I, Barranca y Chincha.

Cabe recordar que, los Originadores utilizaron los recursos captados para pagar el saldo de un préstamo con Scotiabank y para otros usos corporativos.

Adicionalmente a la presente Estructura, en el 2011 IPSA a nivel individual constituyó el denominado Segundo Programa de Bonos de Titulización - IPSA hasta por US\$200.0 MM o su equivalente en moneda nacional. En enero 2012 realizaron emisiones por un total de S/ 215.4 MM, ambas con vencimiento en el 2032. Además, en setiembre 2015 se emitieron S/ 150.0 MM. Estos bonos serán pagados por IPSA a través de los cobros provenientes principalmente de arrendamientos de MegaPlaza Norte.

Riesgo Desempeño - Estructuras Flujos Futuros

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. 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.

Además, 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 ejecución 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) y Subsidiarias

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 el 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).

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 pudo adquirir el 100% de la participación directa e indirecta del Grupo Wiese en Holding Plaza S.A. (propietaria directa e indirecta del 50% de IPSA).

IPSA es propietaria de 11 centros comerciales bajo la marca de MegaPlaza (MP) y Mega Plaza Express (MPE), siendo MegaPlaza Norte (MPN) el más grande, ubicado en el distrito de Independencia, en Lima. Este *mall* cuenta con la ventaja de estar ubicado en una zona que registra una elevada densidad demográfica y un creciente poder adquisitivo en años anteriores a la pandemia.

Además, IPSA posee centros comerciales en Chimbote, Cañete, Villa El Salvador, Pisco, Jaén, Huaral, Chincha, Barranca y Chorrillos.

El principal activo de IPSA consolidado era la inversión inmobiliaria neta, la cual pasó, de S/ 1,509 MM a fines del 2022, a S/ 1,534 MM a junio 2023, y significó el 84.5% del total de activos. Este saldo estaba principalmente compuesto por las inversiones en el centro comercial MPN.

Grupo Parque Arauco

Parque Arauco es un operador chileno de centros comerciales con presencia en Chile, Perú y Colombia. Cuenta con una clasificación en escala local de largo plazo otorgada por Feller Rate de AA(cl) con perspectiva estable. Su accionariado se concentra principalmente en las Familias Said Somavía, Yarur y Abumohor. Durante los últimos 12 meses a junio 2023, aproximadamente un 59% de sus ingresos se generaron en Chile, un 25% en Perú y un 16% en Colombia.

Asimismo, a junio 2023 el área arrendable que el Grupo registraba en la región, en los centros comerciales y vecinales que administraba, alcanzó 1'123,500 m², de la cual 81.8% correspondía a propiedad de Parque Arauco. Además, la tasa de ocupación promedio de sus *malls* fue 95.8% (96.8% en Chile, 95.5% en Perú y 93.6% en Colombia).

A junio 2023 el Grupo registró activos consolidados por el equivalente a aproximadamente US\$3,900 MM y un patrimonio neto (sin minoritarios) de unos US\$1,500 MM. Además, durante los últimos 12 meses a junio 2023 sus ingresos ascendieron a unos US\$290 MM.

Por su parte, en Perú, además de los centros comerciales de IPSA, Parque Arauco tiene diversos centros comerciales y vecinales como: Larcomar (Lima); Parque Lambramani (Arequipa); El Quinde (Cajamarca); El Quinde (Ica); y, tres *Strip malls* y dos *Outlets* (In Outlet Faucett-Callao y Lurín; Viamix Chorrillos, Malvinas y Colonial).

En los últimos 12 meses a junio 2023, las ventas totales de los locatarios de los centros comerciales que Parque Arauco tiene en Perú ascendieron a alrededor de S/ 3,572 MM, de los cuales S/ 2,474 MM correspondían a los centros comerciales de IPSA y Subsidiarias.

Análisis del sector

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 (Intercorp, Falabella y Parque Arauco). Se debe señalar que en el 2018 ingresó un nuevo operador al mercado, el Grupo Patio.

En cuanto al desempeño de la industria de centros comerciales, el 2020 estuvo fuertemente impactado por los efectos de la pandemia y las restricciones en el aforo permitido y toques de queda. En el 2021 se observó una recuperación de la industria, especialmente durante el segundo semestre, donde la flexibilización gradual de las restricciones del Gobierno permitió que la afluencia a centros comerciales represente aproximadamente un 70% de lo registrado en el 2019.

Debido a la pandemia, rubros como supermercados, artículos de tecnología y deco-hogar mostraron un mayor crecimiento en sus ventas ya que, ante las medidas de confinamiento y restricciones, se dio una mayor asignación del presupuesto familiar hacia gastos del hogar; mientras que los rubros de entretenimiento y restaurantes aún se vieron afectados por las restricciones de aforo.

Con relación al rubro de entretenimiento, en agosto 2021 los cines reanudaron operaciones luego de permanecer más de un año cerrados, y recién a partir de octubre se autorizó el consumo y venta de alimentos y bebidas en dichos establecimientos.

Respecto al aforo máximo permitido, a medida que los contagios fueron disminuyendo y avanzó el proceso de vacunación, el Gobierno flexibilizó de manera gradual y por regiones las restricciones. Así, el aforo máximo permitido en los *malls* en Lima aumentó a 40% y 50%, en junio y setiembre 2021, respectivamente; llegando hasta un máximo de 80% en noviembre. No obstante, en diciembre nuevamente el nivel de aforo permitido fue disminuido hasta 40%, ante la tercera ola de contagios; el cual fue nuevamente elevado hasta 60% a partir de enero 2022 y, desde marzo, hasta un 100%.

En tal sentido, mientras existieron las restricciones, 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.

En cuanto al *ticket* promedio, en el 2020 y 2021 se observó un incremento pese al menor flujo de visitas en los *malls*, haciendo que el tiempo de permanencia de los clientes sea más rentable. Por su parte, según la Asociación de Centros Comerciales del Perú (ACCEP), en el 2022 el *ticket*

promedio en los centros comerciales del Perú superó en 10% a lo registrado durante el 2019, pero fue menor que el del 2021 (a excepción del mes de febrero por las razones previamente mencionadas), a pesar de que el nivel de visitas aún se mantenía por debajo de lo registrado en periodos prepandemia.

Con el fin de mitigar el impacto de la pandemia en las ventas por las restricciones impuestas, desde el 2020 la estrategia de algunas empresas del sector estuvo enfocada en acelerar el proceso de digitalización de sus canales de venta impulsando las ventas *online* (*e-commerce*) e implementando mejoras en el servicio de *delivery*. Respecto a lo último, algunos centros comerciales implementaron los servicios *Click & Collect* y *Pick-up* para agilizar su servicio de entrega. Si bien con la flexibilización de las restricciones el flujo de visitas a centros comerciales debiera seguir aumentando, se esperaría que la digitalización en la industria continúe, a fin de dar mayor valor a la experiencia de compra, agilizar las ventas e incrementar la demanda potencial.

Adicionalmente, ante la coyuntura por la pandemia, tanto administradores como locatarios 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; apoyo que se redujo desde fines del 2021, en línea con la recuperación del sector.

En términos de vacancia, en los últimos dos años se ha observado un incremento significativo respecto del 2019, como consecuencia de la crisis sanitaria generada por la pandemia. Así, según Colliers, en el caso de centros comerciales de la categoría súper regionales (que son los más grandes), la vacancia de tiendas típicas¹ pasó de 7.6% en el segundo semestre del 2019 (último semestre prepandemia), a 13.5% al cierre del 2022; sin embargo, muestra una mejora frente a finales del 2021 (15.1% de vacancia). 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.

Por su parte, según ACCEP, los 88 centros comerciales actualmente existentes en el país tendrían una vacancia promedio proyectada de alrededor de 3% a fines del 2023 (5.8% en el 2022). Así, uno de los factores que vienen contribuyendo a la recuperación del sector es el aumento del número de visitas a los *malls*.

En cuanto a los principales indicadores de los Centros Comerciales, ACCEP esperaría que la tasa de crecimiento de las ventas de los locatarios de los *malls* sea de 9.1% para finales del 2023 (+15.2% en el 2022), llegando a aproximadamente unos S/ 36,000 MM; mientras que los visitantes por mes asciendan a alrededor de 60 MM (50 MM en el 2022).

¹ No incluye tiendas ancla, patio de comidas o módulos.

Se debe indicar que, entre el 2023 y 2024, se esperaría que se sumen a la oferta comercial cuatro proyectos que implican una inversión de más de S/ 1,230 MM. Estos proyectos son: Parque La Molina (Parque Arauco) con unos 16,000 m² de ABL; Shopping La Molina (Cencosud) con unos 8,000 m² de ABL; Mall Aventura San Juan de Lurigancho (Grupo Ripley) con unos 60,000 m² de ABL; y, el recién inaugurado Mall Aventura Iquitos con unos 50,000 m² de ABL. A ello se le suma el *mall* de Cencosud en San Juan de Lurigancho (100,000 m² de ABL), el cual está en fase de proyecto e iniciará obras el 2024.

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.

Operaciones - IPSA y Subsidiarias

MegaPlaza Norte (MPN) es el más grande de los centros comerciales de IPSA. Cuenta con un terreno de alrededor de 138,300 m², y ofrece una gran variedad de oferta, a través de diversos negocios: entretenimiento, tiendas para mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, supermercado, *fast food*, ropa y calzado, entre otros.

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

A junio 2023 IPSA y Subsidiarias contaba con los siguientes centros comerciales, los cuales tenían un ABL total de 252,000 m² y una ocupación promedio de 97.4%:

Centros comerciales de IPSA	ABL (m ²)	Ocupación
MegaPlaza Norte	109,500	96.9%
MegaPlaza Express Villa	8,000	96.0%
MegaPlaza Chimbote	28,000	96.8%
MegaPlaza Express Villa El Salvador	9,500	97.2%
MegaPlaza Express Chincha	10,500	96.5%
MegaPlaza Cañete	16,500	100.0%
MegaPlaza Express Barranca	9,500	98.5%
MegaPlaza Pisco	15,500	99.5%
MegaPlaza Express Jaén	14,500	99.0%
MegaPlaza Huaral	14,500	98.2%
MegaPlaza Villa El Salvador II	16,000	95.7%
Total IPSA	252,000	97.4%

Fuente: IPSA. Elaboración propia.

Cabe señalar que los contratos de alquiler y/o usufructo de las tiendas ancla suelen ser de largo plazo (20 años en promedio) 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.

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. Además, cada locatario contribuye con el financiamiento de los gastos comunes como publicidad, promoción y mantenimiento.

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

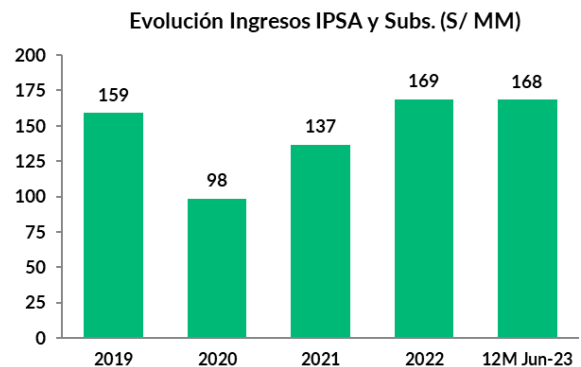
En los últimos 12 meses a junio 2023, los ingresos consolidados de IPSA por renta mínima significaron alrededor del 84.3% de los ingresos por arriendo (83.3% en el 2022 y 83.0% en el 2021) y los ingresos por renta variable, el 15.7% (16.7% en el 2022 y 17.0% en el 2021).

Desempeño Financiero - IPSA y Subsidiarias

En los últimos años se observó una tendencia creciente en los ingresos de IPSA, en línea con el crecimiento del sector, el consumo privado y la expansión del crédito de consumo, entre otros. Además, diversos factores, como la mayor capacidad adquisitiva de la población, también han contribuido al crecimiento del sector.

Sin embargo, las medidas restrictivas decretadas por el Gobierno para enfrentar a la pandemia impactaron de manera importante en los ingresos consolidados de IPSA en el 2020, contrayéndose un 38.2% respecto del 2019. Por su parte, en el 2021 se observó una importante recuperación de los ingresos, los cuales crecieron en 39.0% comparados al 2020.

En dicha línea, en los U12M a junio 2023 los ingresos se mantuvieron estables respecto del 2022, registrando ingresos por S/ 168.3 MM, los cuales fueron, a su vez, mayores a los registrados en el 2019.



Fuente: IPSA. Elaboración propia.

El crecimiento de los ingresos en el 2022 y en el año móvil a junio 2023 con respecto al 2021 estuvo asociado a la reactivación gradual de la economía y a la eliminación de las medidas del Gobierno frente a la crisis sanitaria, lo que permitió que los centros comerciales operen con normalidad.

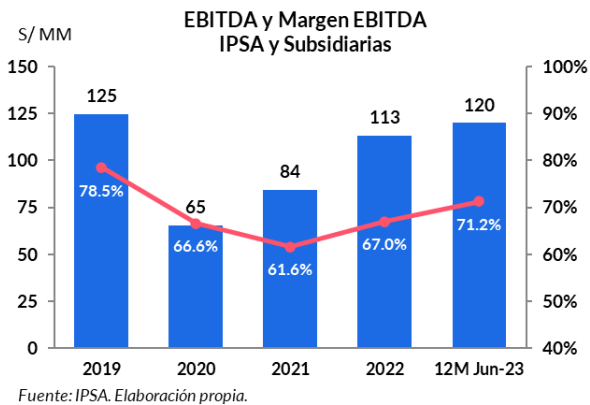
Cabe indicar que, los ingresos de IPSA están compuestos principalmente por el arriendo de locales. Al cierre del año móvil a junio 2023, los ingresos por arriendos, tanto mínimos como variables, representaron en conjunto el 96.4% del total de ingresos consolidados (96.9% en el 2022).

Se estima que los ingresos generados por los arriendos mínimos y variables de las tiendas ancla, representaban aproximadamente un 23% del total de ingresos por alquileres de IPSA. Al respecto, cabe mencionar que las anclas suelen contar con contratos de arriendo a largo plazo y períodos forzosos, lo cual permite brindar cierta estabilidad a los flujos generados. En el caso de IPSA, se observa que este porcentaje ha venido disminuyendo gradualmente en los últimos años, debido al ingreso de nuevas tiendas menores.

En cuanto al costo de ventas, en los U12M a junio 2023, este disminuyó a S/ 14.3 MM (vs. S/ 19.6 MM en el 2022), debido, entre otros, a un menor costo de energía registrado.

Por su parte, los gastos administrativos se redujeron a S/ 36.1 MM en el año móvil a junio 2023 (S/ 37.6 MM en el 2022), explicado principalmente por los menores gastos por provisiones incobrables.

Dada la recuperación gradual observada desde el 2021, el EBITDA (sin considerar otros ingresos y egresos, ni cambios en el valor razonable de propiedades de inv.) ascendió a S/ 119.9 MM en los U12M a junio 2023 (S/ 113.1 MM en el 2022). Asimismo, el margen EBITDA se incrementó a 71.2% (67.0% en el 2022), debido especialmente a la reducción en el costo de ventas mencionado previamente.



Por otro lado, en los U12M a junio 2023 los gastos financieros totales fueron S/ 27.2 MM, menores en 14.8% a lo observado en el 2022 (S/ 31.9 MM). Lo anterior, en línea con las recompras parciales de bonos y la capitalización de la deuda con su matriz, que permitieron disminuir el endeudamiento en los últimos años.

Así, debido a la mayor generación y el menor saldo de deuda, al cierre del año móvil a junio 2023 la cobertura de EBITDA / Gastos Financieros Totales fue 4.4x, superior a lo registrado a fines del 2022 (3.5x) y 2021 (1.9x).

Finalmente, al cierre del año móvil a junio 2023 IPSA y Subsidiarias registró una utilidad neta atribuible a los accionistas mayoritarios de S/ 17.6 MM, inferior a los S/ 34.6 MM obtenidos en el 2022.

Asimismo, IPSA a nivel consolidado mostró una rentabilidad sobre el patrimonio neto (ROE) promedio de 1.8% al cierre del año móvil a junio 2023 (3.6% en el 2022 y 14.2% en el 2021).

Estructura de Capital - IPSA y Subsidiarias

A junio 2023, los pasivos consolidados de IPSA se incrementaron a S/ 837.0 MM (S/ 787.8 MM a dic. 2022) como resultado principalmente del incremento de las cuentas por pagar a relacionadas a largo plazo y del pasivo por impuestos diferidos.

En dicha línea, el saldo de Deuda Financiera Ajustada (DFA = Deuda Fin. + Pasivos por Arrendamiento) se ubicó en S/ 388.3 MM (S/ 387.7 MM a dic. 2022). Por su parte, la Deuda con Vinculadas se ubicó en aproximadamente S/ 56.7 MM (S/ 84.7 MM a fines del 2022).

De esta manera, a junio 2023 el saldo de la DFA + Deuda con Vinculadas llegó a S/ 445.1 MM (S/ 472.4 MM a dic. 2022).

Cabe recordar que, en enero 2017 se realizaron ambas emisiones del Primer Programa de Bonos de Titulización por un total de S/ 165.0 MM. Por su parte, en marzo 2021 y febrero 2022 se realizaron recompras parciales de bonos por un total de S/ 51.4 MM para la Primera Emisión y S/ 30.0 MM para la Segunda Emisión.

Primer Programa de Bonos de Titulización - Junio 2023

Emisión	Saldo (S/ Miles)	Tasa	Período de gracia	Plazo	Fecha de vencimiento
Primera	48,560	8.25%	10 años	25 años	Ene-42
Segunda	35,000	VAC + 5.3125%	25 años	25 años	Ene-42

Fuente: IPSA. Elaboración propia

Por otro lado, como referencia, se debe indicar que el Segundo Programa de Bonos de Titulización (MegaPlaza Norte) registraba un saldo en circulación a junio 2023 de S/ 206.5 MM.

Al cierre de junio 2023 el ratio de IPSA consolidado de Deuda Financiera Ajustada Neta / EBITDA fue 2.7x (3.1x a fines del 2022 y 4.2x a dic. 2021). La disminución en el indicador con respecto al 2021 se debió principalmente al mayor EBITDA generado por la recuperación del sector *retail*.

Igualmente, si incorporamos la deuda con vinculadas, el ratio (Deuda Financiera Ajustada Neta + Deuda con Vinculadas) / EBITDA llegó a 3.2x (3.8x a dic. 2022).

Por otro lado, la liquidez corriente aumentó a 1.77x a junio 2023 (1.42x a dic. 2022), debido principalmente al aumento de caja e inversiones corrientes y a la ligera disminución de cuentas por pagar a vinculadas de corto plazo.

Asimismo, a junio 2023 el patrimonio neto atribuible a los accionistas mayoritarios de IPSA consolidado aumentó ligeramente a S/ 977.5 MM (S/ 945.7 MM a dic. 2022).

Cabe mencionar que, en el 2022 se pagaron dividendos por S/ 48.0 MM, mientras que en el 2021 no se efectuó ningún pago por este concepto.

Descripción de la Estructura

Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización - IPSA y Subsidiarias

En octubre 2016, se constituyó el Patrimonio Fideicomitido Decreto Supremo N° 093-2002-EF, Título XI, Bonos de Titulización IPSA y Subsidiarias. A través de este fideicomiso, los Originadores aprobaron la titulización de activos, flujos dinerarios y derechos de cobro, a fin de ser transferidos en dominio fiduciario y emitir bonos de titulización.

Además, se aprobó el Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización - IPSA y Subsidiarias, por un monto máximo de S/ 300 MM. Es importante indicar que no existe prelación de pago entre las distintas Emisiones y/o Series de los Bonos.

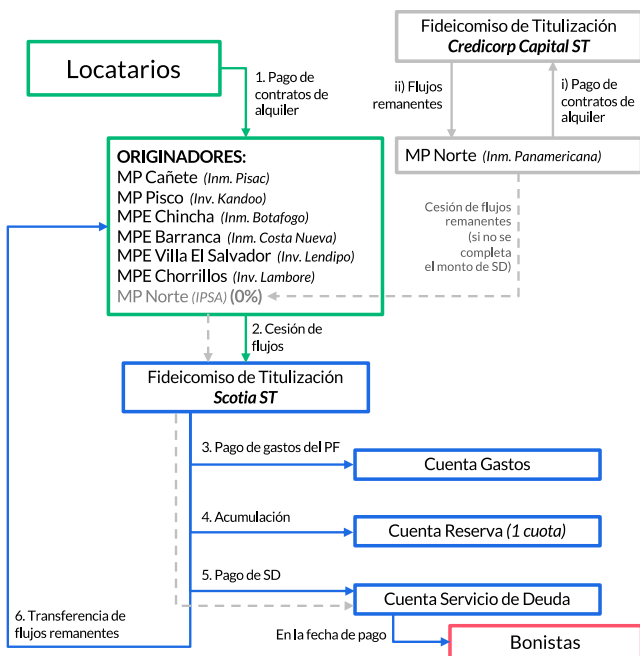
Los fondos provenientes de la Primera y Segunda Emisión fueron utilizados para pagar el saldo de un préstamo con Scotiabank, para pagar los costos y gastos de la colocación de los Bonos, y para otros usos corporativos.

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

parcialmente una Emisión de Bonos. El rescate podrá ser total o parcial, en forma proporcional entre todos los Bonos en circulación de la respectiva Emisión. Asimismo, la Asamblea Especial de la Emisión aprobará la prima de rescate.

Fideicomiso de flujos

Los Originadores, Inmuebles Panamericana S.A, Inmobiliaria Costa Nueva S.A.C, Inmobiliaria Pisac S.A.C, Inmobiliaria Botafogo S.A.C, Inversiones Kandoo S.A.C, Inversiones Lambore S.A.C, e Inversiones Lendipo S.A.C., ceden al Patrimonio Fideicometido Decreto Supremo N°093-2002-EF, Título XI, Bonos de Titulización IPSA y Subsidiarias (PF) los flujos dinerarios y los derechos de cobro por los contratos de arrendamiento de los centros comerciales MegaPlaza Cañete, MegaPlaza Pisco, MegaPlaza Express Chinchá, MegaPlaza Express Barranca, MegaPlaza Express Villa Chorrillos, y MegaPlaza Express Villa El Salvador, así como el remanente de los flujos de MegaPlaza Norte provenientes del Patrimonio en Fideicomiso - D. Leg. No.861 Título XI, Inmuebles Panamericana - Segundo Programa (de Credicorp Capital Sociedad Titulizadora).



Fuente: IPSA / Elaboración propia

El Fiduciario emitirá con cargo al PF los Bonos de Titulización, dentro del marco del Primer Programa de Bonos de Titulización IPSA y Subsidiarias.

A manera resumida se puede indicar que, en tanto no haya quedado configurado un Evento de Incumplimiento, los flujos dinerarios de los locatarios de los centros comerciales serán canalizados a través de las Cuentas Recaudadoras Arrendamientos el primer día hábil de cada semana.

Luego, en primer lugar, se transferirá a la Cuenta Gastos los fondos correspondientes a los gastos del PF, según las proporciones definidas en el Acto Constitutivo.

Posteriormente, se transferirá a la Cuenta de Reserva los flujos necesarios para acumular el importe equivalente a un Servicio de Deuda Total correspondiente a un Periodo de Pago.

Seguidamente, se transferirá a la Cuenta de Servicio de Deuda un importe equivalente a 1/8 del monto del próximo Servicio de Deuda Total, siguiendo estas proporciones:

- MP Cañete (Inmob. Pisac): 20%
- MP Pisco (Inmob. Kandoo): 15%
- MPE Chinchá (Inmob. Botafogo): 15%
- MPE Barranca (Costa Nueva): 15%
- MPE Villa El Salvador (Inv. Lendipo): 20%
- MPE Chorrillos (Inv. Lambore): 15%
- MP Norte (IPSA): 0%

Si luego de ocho semanas, el saldo disponible en la Cuenta de Servicio de Deuda no fuera suficiente, se transferirá desde la Cuenta Recolectora del Fideicomiso MPN los flujos remanentes de MegaPlaza Norte, hasta completar el monto requerido.

Al final de cada trimestre los fondos acumulados en las Cuenta de Servicio de Deuda se usarán para pagar el servicio de la deuda de los Bonos. En caso estos fondos no alcancen, el Fiduciario tomará los fondos necesarios de las Cuenta de Reserva.

Luego de este periodo, y de no ser utilizado, el saldo de los flujos acumulados en las Cuentas Recolectoras Arrendamientos y en la Cuenta Recolectora del Fideicomiso MPN serán liberados hacia los Originadores.

En caso de producirse y mantenerse un Evento de Incumplimiento, el Fiduciario pagará los gastos del PF y transferirá el saldo a la Cuenta Ejecución. Este monto será utilizado para cancelar mensualmente el pago acelerado de los intereses y principal de las deudas del Fideicomiso.

Para mayor detalle, se recomienda revisar el Acto Constitutivo del Fideicomiso de Titulización y el Contrato Marco de Emisión de Bonos de Titulización.

Garantías Adicionales

Las emisiones que se realicen dentro del Primer Programa cuentan con las siguientes garantías adicionales, las cuales respaldarán en igual proporción a todas las emisiones que se realicen en virtud del mismo:

a) Fideicomiso de Activos en garantía: Constituido, entre otros, por seis inmuebles, ubicados en:

- Av. Mariscal Benavides, en el distrito de San Vicente, en Cañete;
- Av. Fermin Tangüis, en el distrito de Pischo, en Pischo;
- Av. Alameda Sur, en el distrito de Chorrillos, en Lima;
- Av. Lima, en el distrito de Villa El Salvador, en Lima;
- Calle Castilla, en el distrito de Barranca, en Barranca; y,
- Prolongación Mariscal Benavides, en el distrito de Grocio Prado, en Chinchá.

En enero 2023 (última tasación disponible), los inmuebles fueron tasados a valor de realización por Luis Pedraza Merino Constructora E.I.R.L. en S/ 350 MM, de los cuales S/ 169 MM correspondían a los terrenos. De este modo, a junio 2023 el valor de realización de los inmuebles equivalía a unas 4.2x el saldo de los Bonos de Titulización (S/ 84 MM).

b) Fianza de los Originadores: Los Originadores otorgan 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, los Originadores deberán responder ante los bonistas con el íntegro de su patrimonio.

Covenants, obligaciones y restricciones

IPSA y el Patrimonio Fideicometido deberán cumplir con los siguientes Resguardos Financieros:

Ratio	Límite	2021	2022	Jun-23
Apalancamiento (IPSA)	< 1.75x	0.86	0.83	0.86
Cobertura de Servicio de Deuda (IPSA)	> 1.75x	3.26	4.80	4.96
Cobertura de Flujos (PF)	> 2.00x	13.29	26.23	42.06

Fuente: Certificados de Cumplimiento IPSA. Elaboración propia.

Además, todos los Originadores deberán mantener un ratio de ocupación mínima igual o mayor a 80% del área arrendable:

Ocupación	Límite	2021	2022	Jun-23
MegaPlaza Norte	> 80%	96.4%	97.4%	96.9%
MegaPlaza Cañete	> 80%	97.8%	100.0%	100.0%
MegaPlaza Pisco	> 80%	94.8%	98.9%	99.5%
MegaPlaza Express Chincha	> 80%	97.2%	93.7%	96.5%
MegaPlaza Express Barranca	> 80%	87.0%	96.3%	98.5%
MegaPlaza Express Villa Chorrillos	> 80%	96.9%	96.7%	96.0%
MegaPlaza Express Villa El Salvador	> 80%	97.9%	98.0%	97.2%

Fuente: IPSA. Elaboración propia.

Cabe mencionar que, entre los Eventos de Incumplimiento de los Bonos figura el incumplimiento en el pago de obligaciones financieras de cualquier Originador o de cualquiera de sus subsidiarias provenientes de otras deudas ("cross default") por un monto que en conjunto o individualmente exceda de US\$5.0 MM o su equivalente en soles.

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 Scotia Sociedad Titulizadora S.A., la cual es subsidiaria de Scotiabank Perú, el cual cuenta con un *rating* de largo plazo de AAA(pe) con perspectiva estable otorgado por Apoyo & Asociados.

A junio 2023, Scotia Sociedad Titulizadora S.A. registraba activos por S/ 6.8 MM (S/ 6.2 MM a dic. 2022), pasivos por S/ 2.4 MM (S/ 1.3 MM a dic. 2022) y un patrimonio neto de S/ 4.4 MM (S/ 4.9 MM a dic. 2022). Por su parte, la utilidad neta en los últimos 12 meses a junio 2023 fue de S/ 0.9 MM, similar a la obtenida en el 2022 (S/ 0.9 MM).

Características de los instrumentos

Primera Emisión: En enero 2017 se emitieron S/ 100.0 MM, a una tasa anual de 8.25%, con vencimiento en enero 2042. Los Bonos se emitieron a un plazo de 25 años, que incluye un periodo de gracia de 10 años, en el cual solo se pagarán intereses de manera trimestral. A partir del undécimo año se pagarán cuotas iguales trimestrales de Servicio de Deuda que incluyen el Principal.

A junio 2023 el saldo en circulación (incluye prepagos) era de S/ 48.6 MM.

Segunda Emisión: En enero 2017 se emitieron S/ 65.0 MM, a una tasa anual de VAC + 5.3125%, con vencimiento en enero 2042. Los Bonos se emitieron a un plazo de 25 años, que incluye un periodo de gracia de 10 años, en el cual solo se pagarán intereses y el ajuste VAC de manera trimestral. A partir del undécimo año se pagarán cuotas iguales trimestrales de Servicio de Deuda que incluyen el Principal.

A junio 2023 el saldo en circulación (incluye prepagos) era de S/ 35.0 MM.

Resumen financiero - Inmuebles Panamericana y Subsidiarias

Tipo de cambio S//US\$ al final del periodo (Cifras en miles de Soles)	3.63	3.81	3.99	3.62	3.31	3.37	3.24
	-----Con NIIF 16-----					-----Sin NIIF 16-----	
	12M Jun-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Rentabilidad							
EBITDA*	119,900	113,062	84,103	65,440	124,808	114,304	118,918
Mg. EBITDA	71.2%	67.0%	61.6%	66.6%	78.5%	74.8%	62.6%
FCF / Ingresos	n.d.	0.4	0.7	-0.3	0.7	0.3	0.1
ROE (Promedio)	1.8%	3.6%	14.2%	4.7%	-2.8%	2.7%	5.9%
Cobertura							
EBITDA / Gastos financieros totales	4.4	3.5	1.9	1.5	2.6	2.9	2.4
EBITDA / Servicio de deuda **	3.4	2.9	1.3	1.1	0.6	1.9	1.3
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	n.d.	2.5	2.0	0.2	0.8	1.4	0.8
(FCF + Gastos Fin. + Caja e Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	n.d.	3.6	2.7	0.8	1.6	1.6	0.9
CFO / Inversión en activo fijo e inmobiliarias	n.d.	1,990	268	n.d.	n.d.	2.7	1.8
Estructura de capital y endeudamiento							
Deuda Financiera / Capitalización	26.1%	26.7%	26.7%	39.9%	46.6%	38.4%	39.2%
Deuda Financiera Ajustada / Capitalización Ajustada	28.4%	29.1%	29.2%	42.2%	48.1%	38.4%	39.2%
(Deuda Fin. Aj. + Deuda Vinc.) / (Capitaliz. Aj. + Deuda Vinc.)	31.3%	33.3%	32.8%	52.0%	49.2%	38.4%	39.2%
Deuda Financiera Ajustada / EBITDA	3.2	3.4	4.7	6.9	5.2	4.8	4.8
Deuda Financiera Ajustada Neta / EBITDA	2.7	3.1	4.2	6.3	4.0	4.6	4.6
(Deuda Fin. Ajust. + Deuda Vinculadas) / EBITDA	3.7	4.2	5.6	10.2	5.4	4.8	4.8
(Deuda Fin. Ajust. Neta + Deuda Vinculadas) / EBITDA	3.2	3.8	5.0	9.6	4.3	4.6	4.6
Costo de financiamiento estimado	6.9%	8.3%	10.8%	8.0%	8.0%	7.2%	8.8%
Deuda Financiera de CP / Deuda Financiera	3.2%	3.1%	7.4%	4.5%	24.3%	3.6%	7.2%
Balance							
Activos totales	1,814,493	1,733,481	1,726,903	1,528,512	1,640,126	1,649,907	1,658,726
Caja e inversiones corrientes	66,108	41,012	44,189	41,142	147,361	15,375	13,442
Deuda financiera de corto plazo	11,035	10,704	25,778	18,421	148,491	19,548	40,580
Deuda financiera de largo plazo	334,853	332,983	324,870	391,483	462,842	524,024	524,646
Deuda Financiera	345,889	343,687	350,648	409,904	611,333	543,572	565,226
Pasivos por Arrendamiento	42,431	44,032	45,499	41,292	38,071	-	-
Deuda Fin. Ajustada (= Deuda Fin. + Pasivos por Arrend.)	388,320	387,719	396,147	451,196	649,404	543,572	565,226
Deuda Vinculadas ^	56,737	84,730	72,328	216,787	29,253	-	-
Deuda Financiera Ajustada + Deuda Vinculadas	445,057	472,449	468,475	667,983	678,657	543,572	565,226
Patrimonio neto (sin interés minoritario)	977,524	945,661	952,279	608,717	693,519	872,497	875,222
Interés minoritario	4	5	8,630	8,039	7,940	5	6
Capitalización	1,323,417	1,289,353	1,311,557	1,026,660	1,312,792	1,416,074	1,440,454
Capitalización Ajustada ^^	1,365,849	1,333,385	1,357,056	1,067,952	1,350,863	1,416,074	1,440,454
Flujo de caja							
Flujo de caja operativo (CFO)	n.d.	119,392	92,882	82,105	119,389	64,979	41,786
Inversiones en activo fijo e inmobiliarias	n.d.	-60	-347	-	-	-24,150	-23,500
Dividendos comunes	n.d.	-48,010	-	-114,111	-10,000	-	-
Flujo de caja libre (FCF) °	n.d.	71,322	92,535	-32,006	109,389	40,829	18,286
Ventas de activo fijo	n.d.	-	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	n.d.	-51,837	-188,105	-13,109	-31,904	65	-6,681
Variación neta de deuda	n.d.	-20,206	-13,583	-136,000	16,306	-28,205	-11,250
Variación neta de capital	n.d.	-	87,679	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	n.d.	8,107	22,153	73,796	40,491	-10,467	-2,856
Efecto de la variación en tasa de cambio	n.d.	-2,823	1,635	1,101	-2,051	-	-
Variación de caja	n.d.	4,563	2,314	-106,218	132,231	2,222	-20,513
Resultados							
Ingresos	168,334	168,827	136,520	98,231	159,006	152,855	189,943
Variación de ingresos	-0.3%	23.7%	39.0%	-38.2%	4.0%	-19.5%	7.7%
Utilidad operativa (EBIT)	117,916	111,581	82,713	59,448	119,748	109,179	114,166
Gastos financieros	24,167	28,918	41,236	40,934	46,243	39,645	49,646
Gastos financieros por arrendamiento	3,004	2,972	2,863	2,709	2,568	n.d.	n.d.
Gastos fin. totales (Gastos fin. + Gastos fin. arrend.)	27,171	31,890	44,099	43,643	48,811	39,645	49,646
Resultado neto (atribuible a accionistas mayoritarios)	17,572	34,570	111,176	30,641	-21,715	23,328	50,104

* EBITDA = Ut. Operativa (no incluye Otros ingresos y egresos) + Depreciación + Amortización

** Servicio de deuda = Gastos Financieros + Deuda financiera de Corto Plazo

^ Deuda con Vinculadas 12M Junio 2023: Cuentas por Pagar Vinculadas - Cuentas por Cobrar Vinculadas

^^ Capitalización Ajustada = Deuda Financiera Ajustada + Patrimonio neto + Interés minoritario

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

Patrimonio Fideicometido Decreto Supremo N° 093-2002-EF, Título XI, Bonos de Titulización IPSA y Subsidiarias
Estado de Situación Financiera

(En miles de soles)	Jun-23	Jun-22	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
ACTIVO						
Caja y bancos	7,873	6,820	8,680	14,214	7,791	9,067
Activos en titulización	1,151	1,207	1,247	3,574	2,338	2,300
Otras cuentas por cobrar	11	11	10	10	10	10
Total Activo Corriente	9,035	8,038	9,937	17,798	10,139	11,377
Activos en titulización	83,560	83,560	83,560	116,310	165,000	165,000
TOTAL ACTIVO	92,595	91,598	93,497	134,108	175,139	176,377
PASIVO						
Cuentas por pagar	7,884	6,831	8,690	14,224	7,765	9,032
Otras cuentas por pagar	1,151	1,208	1,247	3,574	2,374	2,345
Total Pasivo Corriente	9,035	8,038	9,937	17,798	10,139	11,377
Obligaciones por titulización	83,560	83,560	83,560	116,310	165,000	165,000
TOTAL PASIVO	92,595	91,598	93,497	134,108	175,139	176,377

Patrimonio Fideicometido Decreto Supremo N° 093-2002-EF, Título XI, Bonos de Titulización IPSA y Subsidiarias
Estado de Ingresos y Gastos

(En miles de soles)	Jun-23	Jun-22	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Ingresos operacionales						
Intereses ganados	2,949	3,383	6,504	8,605	11,984	11,829
Otros ingresos operacionales	105	118	225	285	251	273
	3,054	3,500	6,729	8,890	12,235	12,102
Costos operacionales						
Costo de servicio	(105)	(118)	(225)	(203)	(147)	(140)
Intereses de obligaciones emitidas por titulización	(2,949)	(3,383)	(6,504)	(8,605)	(11,984)	(11,829)
Otros costos operacionales	-	-	-	(81)	(104)	(122)
	(3,054)	(3,500)	(6,729)	(8,889)	(12,235)	(12,091)
Resultado operacional	-	-	-	1	-	11
Otros ingresos y gastos						
Ingresos financieros	7	8	63	7	257	314
Gastos financieros	(7)	(8)	(63)	(8)	(257)	(325)
	-	-	-	(1)	-	(11)
Resultado del periodo	-	-	-	-	-	-

Antecedentes

Emisor:	Patrimonio Fideicomitido DS N° 093-2022-EF, Título XI, Bonos de Titulización IPSA y Subsidiarias
Originadores:	Inmuebles Panamericana S.A. y Subsidiarias
Domicilio legal:	Av. Alfredo Mendiola N° 3698 Independencia, Lima -Perú
RUC:	20423264617
Teléfono:	(01) 613 9500

Relación de directores - IPSA*

Alejandro José Camino Núñez	Presidente del Directorio
Francisco Javier Moyano Perez	Director
Duncan Manuel Grob Urzúa	Director
César Enrique Morales Guerra	Director
Eduardo Pérez Marchant	Director

Relación de accionistas (según derecho a voto) - IPSA*

Arauco Holding Perú S.A.C.	75.10%
Holding Plaza S.A.	24.89%

(*) Nota: Información a junio 2023

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 las siguientes clasificaciones de riesgo para los siguientes instrumentos:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización – IPSA y Subsidiarias	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. 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 0.8% de sus ingresos totales del último año.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas previstas 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.