



Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización - Centro Comercial Mall Aventura Plaza Trujillo

Lima, Perú

04 de enero de 2012

Instrumentos	Categoría	Definición de Categoría
Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización - Centro Comercial Mall Aventura Plaza Trujillo (Primera Emisión)	AA.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta clasificación y la inmediata superior son mínimas.

"La clasificación que se otorga no implica recomendación para comprar, vender o mantener instrumentos representativos de deuda de la empresa."

"La clasificación que se otorga tampoco implica recomendación para comprar, vender o mantener participaciones o acciones de la misma."

Activos Titulizados:	Derechos de Cobro y Cuotas Futuras pendientes de pago del Contrato de Arrendamiento Financiero
Originador:	Scotiabank Perú S.A.A.
Emisor:	Patrimonio Fideicometido Scotiabank Centro Comercial Mall Aventura Plaza Trujillo –D.S. N°093-2002-EF-Título XI
Deudor:	Aventura Plaza S.A.
CAF (*):	Contrato de Arrendamiento Financiero suscrito entre el Originador y Deudor.
Fiduciario de Titulización:	Scotia Sociedad Titulizadora S.A.
Fiduciario de las Garantías:	Banco de Crédito del Perú.
Monto del Programa:	S/. 100 millones.
Primera Emisión:	S/. 64.48 millones).

(*): Es el contrato celebrado entre Scotiabank Perú S.A.A. y Aventura Plaza S.A. de fecha 30 de julio de 2008 mediante el cual Scotiabank otorga en arrendamiento financiero a Aventura Plaza la Fábrica por un monto de S/. 85.5 mm. En contraprestación por el arrendamiento de la Fábrica, Scotiabank recibe cuotas mensuales diferidas que vencen el 2018.

Historia de Clasificación: Primer Programa de Bonos de Titulización Centro Comercial Mall Aventura Plaza Trujillo (otorgado el 14.03.2011).

Para la presente clasificación se ha utilizado el modelo económico financiero sobre los flujos del Deudor y del Emisor, elaborado por el Deudor el Acto constitutivo del Fideicomiso de Titulización, el Contrato de fideicomiso en Garantía de Bonos de Titulización, el Prospecto del Primer Programa de Bonos de Titulización – Centro Comercial Mall Aventura Plaza Trujillo, los Prospectos complementarios, así como los Estados Financieros Auditados del Originador y del Deudor correspondiente a 2008, 2009 y 2010, y estados financieros no auditados al 30 de setiembre de 2010 y 2011.

Fundamento. Después de realizar el análisis y la evaluación respectiva, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la categoría de AA.pe a la Primera Emisión del Primer Programa de Emisión de Bonos de Titulización Centro Comercial Mall Aventura Plaza Trujillo.

La decisión se sustenta en la estructura de la emisión, la cual se encuentra respaldada por la titulización de los derechos de cobro y las cuotas futuras pendientes de pago del Contrato de Arrendamiento Financiero (CAF) del centro comercial Mall Aventura Plaza Trujillo, incluidos todos los privilegios y derechos que éstos contengan, como son los derechos de cobro de los contratos de subarrendamiento (rentas de locatarios). La estructura también establece resguardos para el Deudor (Aventura Plaza ó AP) y para el Emisor (Patrimonio Fideicometido Scotiabank Centro Comercial Mall Aventura Plaza Trujillo), así como una cuenta reserva para el pago de servicio de deuda (capital + intereses) compuesta por las siguientes 6 cuotas de servicios de deuda hasta el cumplimiento del tercer aniversario, luego del cual anualmente irá disminuyendo hasta llegar a 3 cuo-

tas de servicio de deuda, las cuales permiten atenuar los desfases que pudiera existir en los Flujos que se trasladan al Patrimonio. Adicionalmente, existe la garantía de la Fábrica (Centro Comercial Mall Aventura Plaza Trujillo) cuyo valor de realización (según tasación de marzo 2010) le brinda una cobertura de 1.38 veces al monto de la emisión.

En cuanto a las fortalezas del deudor, se encuentra la estabilidad que le proporcionan sus ingresos compuestos principalmente por las rentas (alquileres) que cobra a sus arrendatarios, debido a que la mayor parte de éstos (95% aproximadamente) son fijos y son la principal fuente de pago de los bonos. Asimismo, la diversificación de los sectores (tipo de negocio) a los que pertenecen los locatarios así como la calidad y prestigio de marca de los mismos configuran factores importantes no solo por el pago puntual del alquiler sino para promover el flujo y/o tráfico de visitas a los centros comerciales.

Otro factor importante para la clasificación lo constituye la experiencia y respaldo de sus accionistas y grupo económico al que pertenece AP, donde figuran Open Plaza (Grupo

Falabella), Falabella Perú, Inversiones Padebest Perú (Grupo Ripley), y Desarrollos e Inversiones Internacionales (Mall Plaza, donde SACI Falabella participa con el 59.3%). Cabe indicar que dichos accionistas son a su vez parte de los locatarios de los centros comerciales que opera AP, a través de las cuatro tiendas ancla (Saga Falabella, Sodimac, Tottus y Ripley), donde los ingresos provenientes de éstas representaron el 28% del total a setiembre 2011.

La clasificación se ve limitada porque al financiar AP gran parte de sus activos inmobiliarios con recursos de terceros, genera una carga financiera que presiona los ratios de cobertura, situación que podría verse afectada si es que el desarrollo de nuevos proyectos no mantiene los mismos niveles de ocupabilidad, prestigio de locatarios o tráfico, que contribuyan a mantener una generación acorde con los niveles de inversión efectuados, más aún si se considera que sus ingresos se encuentran concentrados en tres centros comerciales, por lo tanto el impacto podría ser mayor dado que las nuevas inversiones representarían un porcentaje importante del activo.

Por otro lado, figura el hecho que para obtener financiamientos puntuales AP ha tenido que entregar en garantía el derecho de cobro de las rentas derivadas de los contratos de alquiler de todas las tiendas de los tres centros comerciales de su propiedad, así como hipotecas sobre los inmuebles de Trujillo, Bellavista y Arequipa por un importe aproximado de US\$ 98.3 millones y S/. 130.1 millones, lo que representa el 63% aproximadamente del total de sus activos al 30 de setiembre de 2011.

Al 30 de setiembre de 2011 Aventura Plaza registra un crecimiento de 40% en sus ingresos respecto a setiembre 2010 producto de la entrada en operación de su tercer centro comercial ubicado en el departamento de Arequipa, lo que junto a los mayores gastos por concepto de marketing y mayor cargo por depreciación redujeron el margen bruto, el cual se ubicó en 59% (62% a setiembre 2010), situación que fue contrarrestada por el fuerte incremento de los ingresos

financieros, derivados de intereses por depósitos a plazo dado el mayor saldo en caja. Asimismo, debido que el sector al que pertenece AP es intensivo en activo fijo, los cuales son financiados en gran medida con deuda, es que los gastos financieros absorbieron el 30% de los ingresos a setiembre 2011 terminando el tercer trimestre con un margen neto de 12% (11% a setiembre 2010).

La empresa tiene poco tiempo de operación, y se encuentra en pleno proceso de construcción e implementación de su cuarto centro comercial, por lo que sus indicadores de generación se encuentran aún por debajo del promedio de los centros comerciales de similar característica. No obstante, de acuerdo a las proyecciones proporcionadas por AP, el margen de EBITDA para los próximos 5 años se mantendrá en un promedio de 64%. Asimismo el indicador de cobertura de servicio de deuda, según la información entregada por AP, fue de 1.43 veces a setiembre 2011, resultados que si bien se encuentra por encima del mínimo establecido en el resguardo de la emisión (1.20 veces), éstos tienden a reducirse en los años 2012 y 2013 (según las proyecciones de la empresa) debido al perfil de vencimiento de la deuda (amortización ascendente) pero siempre cumpliendo el ratio señalado. Para los próximos cinco años la empresa estima que el ratio de cobertura de servicio de deuda se mantendrá en un promedio de 1.51 veces.

Con fecha 27 de mayo del presente año se colocó la primera emisión del primer programa de titulización centro comercial Mall Aventura Plaza Trujillo, por un monto de S/.64.5 millones aproximadamente a un plazo de 10 años. La colocación tuvo una demanda de 1.84 veces, la tasa de interés fue fija a 8.03% y la amortización será de manera mensual. Cabe recordar que la clasificación incorpora los planes de inversión y proyecciones financieras proporcionadas por la empresa, por tal motivo Equilibrium monitoreará el cumplimiento de las mismas, a fin de que los indicadores, estructura financiera y capacidad de pago de AP mantengan niveles asociados a la clasificación otorgada.

Fortalezas

1. Estabilidad de sus ingresos (ingresos fijos por rentas pagadas por contratos de arrendamiento y/o usufructo).
2. Experiencia y respaldo de sus accionistas.
3. Paquete de garantías constituidas por el Fideicomiso e Hipoteca.

Oportunidades

1. Desarrollo de nuevos centros comerciales en Lima y provincias.

Debilidades

1. Alto porcentaje de activos comprometidos como garantía a favor de terceros.
2. Reducido nivel de generación durante el desarrollo de nuevos proyectos.

Amenazas

1. Sensibilidad del sector a los ciclos económicos.
2. Ingreso de nuevos operadores con amplia experiencia y respaldo patrimonial.
3. Disminución del poder adquisitivo de los consumidores.

cuentas para atender el pago de las obligaciones señaladas:

Cuentas Recaudadoras.- Son la Cuenta Recaudadora Rentas y la Cuenta Recaudadora – Otros Ingresos donde las Subarrendatarias deberán depositar el íntegro de las Rentas según éstas se vayan devengando, con el objeto de cancelar las Cuotas Futuras, así como los otros ingresos, respectivamente. Asimismo, en la Cuenta Recaudadora - Rentas se depositarán los fondos captados por la colocación de cada una de las emisiones de los bonos de titulización.

Cuenta de Servicio de Deuda.- Cuenta donde se deberá transferir diariamente el íntegro de los recursos abonados en la Cuenta Recaudadora - Rentas, hasta acumular un importe equivalente al Servicio de Deuda del período de pago siguiente.

Cuenta de Gastos.- Es la cuenta en la que se depositan los recursos provenientes de la Cuenta Recaudadora - Rentas para atender los gastos de uno o más períodos de pago. Dicha cuenta deberá mantener como mínimo la suma de S/.15,000 que será depositado por el Deudor.

Cuenta de Cobertura de Cuota.- Cuenta abierta por el Fiduciario en caso que los fondos depositados en la cuenta servicio de deuda más aquellos depositados en la cuenta reserva no alcanzasen para cubrir el monto de servicio de deuda de un determinado período de pago.

Cuenta Reserva Bonos.- Para atenuar los desfases que pudiera existir en los Flujos que se trasladan al Patrimonio, la estructura prevé como mecanismo de protección interno la constitución de una Cuenta de Reserva para el Servicio de Deuda (capital+intereses), la cual deberá mantener a partir de la fecha de emisión y hasta cumplido el tercer aniversario de la fecha de emisión seis (6) cuotas de servicio de deuda. A partir del cumplimiento del tercer aniversario y hasta el cuarto aniversario, la cuenta reserva estará compuesta por cinco (5) cuotas de servicio de deuda. A partir del cumplimiento del cuarto aniversario y hasta cumplido el quinto aniversario la cuenta reserva mantendrá cuatro (4) cuotas de servicio de deuda. A partir del cumplimiento del quinto aniversario y en adelante, la cuenta reserva estará compuesta por tres (3) cuotas de servicio de deuda.

La reducción en el número de las cuotas de servicio de deuda depositadas en la Cuenta de Reserva, sólo se llevará a cabo si no se ha producido o no se mantiene vigente un Incumplimiento o un Evento de Incumplimiento. En el caso que se produzca una nueva Emisión de Bonos de Titulización, la Cuenta de Reserva de la respectiva Emisión deberá mantener las sumas antes indicadas a partir de la respectiva Fecha de emisión.

El monto depositado en la cuenta reserva servirá para cubrir el íntegro del servicio de deuda de alguna de las emisiones en circulación, en caso que el monto acreditado en la Cuenta de Servicio de Deuda no alcanzase para tal efecto. En tales casos el fiduciario deberá transferir de la Cuenta de Reserva a la Cuenta de Servicio de Deuda el monto faltante correspondiente a la respectiva cuota de servicio de deuda próxima a vencer que resulte aplicable tres (3) días hábiles anteriores a la correspondiente fecha de vencimiento.

En el supuesto que con posterioridad a haber alcanzado el monto máximo de la Cuenta de Reserva, ésta se vea disminuida, el Fiduciario deberá transferir de la Cuenta Recaudadora - Rentas un monto suficiente hasta alcanzar nuevamente dicho monto máximo en la respectiva Cuenta de Reserva.

Cuenta del Deudor.- Cuenta en donde se depositarán el remanente y todos los recursos que hubiesen dejado de formar parte del Patrimonio Fideicometido, salvo que el Deudor hubiese recibido una notificación de incumplimiento.

Prelación en el uso de los fondos del Patrimonio Fideicometido

El Fiduciario deberá proceder a asignar los recursos que se encuentren depositados en las cuentas del fideicomiso en el siguiente orden de prelación:

1. En el caso de no haberse producido un incumplimiento transferir diariamente de la Cuenta Recaudadora – Otros Ingresos a la cuenta del deudor el total de ingresos provenientes del pago de otros ingresos, para ser destinados al pago de las obligaciones que debieran ser atendidas con cargo a otros ingresos y a otros gastos propios del deudor.
2. Transferir de la Cuenta Recaudadora - Rentas a la cuenta de gastos el importe correspondiente a los gastos proyectados del período de pago siguiente correspondiente a cada emisión.
3. Reponer el fondo mínimo de la cuenta de gastos (S/.15,000) en caso éste haya sido utilizado.
4. Con cargo a la Cuenta Recaudadora - Rentas, transferir a la cuenta de servicio de deuda el monto total acumulado en dicha cuenta hasta cubrir el monto de servicio de deuda del período de pago por vencer siguiente.
5. Con cargo a la cuenta de servicio de deuda, realizar el pago del servicio de deuda de cada una de las emisiones.
6. Con cargo a la Cuenta Recaudadora - Rentas retener en la cuenta de reserva el monto necesario para acumular en la misma el monto correspondiente a entre 3 y 6 cuotas (capital + intereses), de ser el caso, reponer el monto que hubiere sido utilizado para cubrir el servicio de deuda.
7. Transferir de la cuenta recaudadora a la cuenta del deudor, el remanente, siempre que el deudor no

haya recibido notificación de incumplimiento y existan fondos disponibles.

Destino de los Recursos

Los recursos captados por la colocación de los Bonos de Titulización serán utilizados para reemplazar los fondos utilizados por el Originador para el financiamiento de la Fábrica derivado del Contrato de Arrendamiento Financiero.

Resguardos

Con el objeto de mejorar el perfil de riesgo de la estructura se han establecido resguardos tanto para el Deudor y para el Patrimonio.

En relación al Deudor la estructura establece las siguientes Restricciones Financieras que éste se obliga a mantener:

- EBITDA/Servicio de Deuda mayor a 1.20 veces a partir del año 2010.
- Deuda Financiera/Patrimonio menor a 2.00 veces para el año 2010 en adelante.
- Deuda Financiera /Activo Fijo, menor a 0.75 veces para el año 2010 en adelante.

En el caso que el Deudor incumpla alguna de las Restricciones Financieras, se debe garantizar el cumplimiento del Servicio de Deuda de todas las Emisiones de los Bonos de Titulización en circulación, correspondiente a los tres (3) meses inmediatamente siguientes a la fecha en que se produjo tal incumplimiento, con una carta fianza bancaria otorgada por un banco local de primera categoría con una clasificación no menor de "A (-)". La fecha de vencimiento de la referida carta fianza será a los quince (15) días posteriores al término del vencimiento de los tres (3) meses inmediatamente siguientes a la fecha de medición de las restricciones financieras (resguardos). A estos efectos, el Deudor deberá entregar la referida carta fianza dentro de los tres (3) días hábiles siguientes a la fecha en que se realizó las mediciones antes mencionadas, debiendo el Fiduciario verificar el monto y la fecha de vencimiento incluidos en la referida carta fianza a los efectos de dar su conformidad a la entrega de la misma. Sin perjuicio de ello, el Deudor deberá tomar las medidas necesarias a efectos de remediar la situación de incumplimiento de las restricciones financieras antes mencionadas sin dilación.

Respecto al Patrimonio Fideicometido se establece la siguiente restricción financiera:

- Mantener un índice de Cobertura de Bonos: Rentas / Servicio de Deuda, mayor o igual a 1.50 a partir del año 2010 en adelante.

Eventos de Incumplimiento

En caso de producirse el incumplimiento de los eventos establecidos y dependiendo de la gravedad del suceso, existen determinados mecanismos de subsanación que permitirían superar la situación. En todos los casos siempre el Fiduciario ejerce sus funciones y tiene la posibilidad en determinadas circunstancias de Convocar a la Asamblea General de Bonistas la que en su oportunidad y dependiendo de la gravedad del evento podrá i) dar por vencidos los plazos de pago de los Bonos de Titulización; ii) ejecutar la carta fianza del Deudor en caso ésta haya sido otorgada; iii) otorgar un plazo de subsanación adicional; iv) dispensar al emisor de las consecuencias que se deriven del evento de incumplimiento; o v) adoptar cualquier medida que la asamblea estime conveniente que podría incluir la ejecución del patrimonio fideicometido en garantía.

En el presente caso la estructura contempla tres (3) niveles de Evento de Incumplimiento según el impacto que pudiera tener sobre los Activos del Patrimonio: i) Evento de Incumplimiento Ordinario ii) Evento de Incumplimiento No Ordinario e iii) Incumplimiento de Insolvencia.

En caso de producirse algún Evento de Incumplimiento y una vez vencido el periodo de subsanación, el Fiduciario de las Garantías quedará obligado a seguir las instrucciones impartidas por la Asamblea General o por la Asamblea Especial correspondiente a alguna de las Emisiones del Programa, según corresponda, a través del Representante de los Titulares de los Bonos de Titulización, a fin de ejecutar el Patrimonio Fideicometido en Garantía de los Bonos de Titulización y destinar el producto de su ejecución a la cancelación (total o parcial) de las obligaciones de pago de las Obligaciones Garantizadas, según corresponda, en los términos, forma y orden en que dicha ejecución haya sido acordada por la Asamblea General o por la respectiva Asamblea Especial.

En el caso de producirse las causales de Liquidación del Patrimonio, la estructura establece un proceso detallado de liquidación que contempla:

1. Ofrecer en Primer lugar al Deudor la opción para cancelar el monto total de las Obligaciones Garantizadas que permanezcan impagas, con lo que ejercerá también la opción de compra adelantada sobre todos los bienes inmuebles que sean materia del CAF y formen parte del patrimonio fideicometido en garantía.
2. En el supuesto que no cumpla con el pago de sus obligaciones se procede a la ejecución del Patrimonio Fideicometido en Garantía de los Bonos de Titulización.
3. En caso de no realizarse la venta del inmueble en esta etapa, el Fiduciario de las Garantías contratará a una empresa de reconocido prestigio con el

objeto que determine el valor como negocio en marcha de los bienes o derechos que conforman el patrimonio fideicometido y los ofrezca en venta.

Garantías Especiales

Los Bonos de Titulización, además de encontrarse respaldados genéricamente con los Activos Transferidos, se encuentran garantizados con las garantías especiales:

Contrato de Cesión de Derechos de Créditos

Suscrito el 30 de julio de 2008 mediante el cual Aventura Plaza S.A. cedió a favor del Originador las rentas y los otros ingresos derivados de los contratos de subarrendamientos presentes y futuros, en garantía del cumplimiento de las obligaciones asumidas por el deudor frente al originador en virtud del contrato de arrendamiento financiero. A dicho contrato se le incluirá una adenda para adecuar sus términos a la estructura establecida en el presente proceso de titulización, y para que el Fiduciario de la Titulización pueda asumir la posición contractual.

Fianza del Deudor (Aventura Plaza S.A.)

El Deudor otorga fianza solidaria, incondicional, irrevocable, de realización automática y sin beneficio de excusión a favor de los Fideicomisarios y del Patrimonio Fideicometido, que garantiza el pago total y el cumplimiento oportuno de las obligaciones garantizadas.

Contrato de Fideicomiso en Garantía de los Bonos de Titulización

Suscrito entre el Originador y el Deudor como fideicomitentes, el Banco de Crédito del Perú como fiduciario, y Scotia Sociedad Titulizadora S.A. como representante de los titulares de los bonos de titulización, con el objetivo de garantizar el cumplimiento de las obligaciones garantizadas, así como todas las demás obligaciones presentes o futuras que el originador o el deudor pudiera mantener frente al fideicomisario, el representantes de los titulares de los bonos de titulización, o el fiduciario de las garantías.

Asimismo, es finalidad del contrato garantizar el cumplimiento de las obligaciones pendientes de pago del deudor en cualquier nuevo contrato de arrendamiento financiero, hasta por la suma pendiente de pago de dichos contratos, siempre que la Asamblea General o Especial hubiese adoptado un acuerdo de ejecutar el Patrimonio Fideicometido en Garantía y, se produzca la aceleración de los plazos de los nuevos contratos de arrendamiento financiero, y los arrendadores financieros hayan incorporado los activos financiados al Patrimonio Fideicometido en Garantía. En tales casos se considerará como beneficiarios del Patrimonio Fideicometido en Garantía, además del Fideicomisario (en representación de los titulares de los Bonos de Tituliza-

ción), a los arrendadores financieros de los nuevos contratos de arrendamiento financiero.

Para realizar la transferencia fiduciaria, Scotiabank transfiere en dominio fiduciario a favor del fiduciario de las garantías para que éste ejerza pleno dominio fiduciario sobre el Patrimonio Fideicometido en Garantía lo siguiente:

1. La Fábrica, las nuevas construcciones que sean edificadas en el terreno y que sean objeto de nuevos contratos de arrendamiento financiero con Scotiabank (según este término se define en el Acto Constitutivo), y el derecho de superficie sobre el Terreno, y como consecuencia de ello, su posición contractual en los Contratos de Arrendamiento Financiero (que incluye el Contrato de Arrendamiento Financiero y los Nuevos Contratos de Arrendamiento Financiero con Scotiabank (según este término se define en el Acto Constitutivo), de ser el caso).
2. Los derechos de cobro de toda y cualquier suma por concepto de indemnizaciones que pudiera tener derivada de las pólizas de seguros.

Aventura Plaza S.A. transfiere en dominio fiduciario a favor del Fiduciario de las Garantías (Banco de Crédito del Perú), lo siguiente:

1. El terreno y toda nueva construcción que se edifique en el mismo que no sea objeto de un nuevo contrato de arrendamiento financiero.
2. Su posición contractual e los contratos de subarrendamiento actuales y futuros, así como los derechos de cobro de toda y cualquier suma por concepto de indemnizaciones que pudiera tener derivada de las pólizas de seguros.

Ante el riesgo que los fondos producto de la ejecución de garantías sean insuficientes para cumplir con los compromisos generados por los Bonos de Titulización Centro Comercial Mall Aventura Plaza Trujillo, debe considerarse que, según la última tasación sobre los inmuebles cedidos de fecha marzo de 2010, realizada por un perito tasador, el valor de realización de los mismos es de aproximadamente US\$31.6 millones importe que equivale a 1.38 veces el monto de la emisión

Cabe resaltar que el Fiduciario solo podrá efectuar nuevas emisiones de bonos de titulización o el Deudor sólo podrá suscribir nuevos contratos de arrendamiento financiero si el resultado de la suma de: el valor del saldo de capital pendiente de pago de los bonos de titulización en circulación, más el valor del saldo de capital pendiente de pago de nuevos contratos de arrendamiento financiero existentes y que se quieran suscribir, más el monto de la nueva emisión a realizar, dividido entre la suma de: el valor de realización del

terreno y terreno adyacente (si está relacionado a un nuevo contrato de arrendamiento financiero) más el valor de realización de la fábrica, más el valor de realización de las nuevas construcciones financiadas con nuevos contratos de arrendamiento financiero ya existentes y que se quieran suscribir, el resultado sea menor o igual a 0.75 veces.

**PRIMER PROGRAMA DE BONOS DE
TITULIZACIÓN
CENTRO COMERCIAL MALL AVENTURA
PLAZA TRUJILLO**

Emisor.- Es el fiduciario en representación del patrimonio fideicometido denominado “Patrimonio Fideicometido Scotiabank - Centro Comercial Mall Aventura Plaza Trujillo – Decreto Supremo N° 093-2002-EF – Título XI”.

Originador.- Scotiabank Perú S.A.A.

Deudor.- Aventura Plaza S.A.

Tipo de Oferta.- Oferta pública primaria de valores mobiliarios.

Moneda. Nuevos soles.

Primera Emisión:

Monto.- S/. 64,482,000

Fecha de colocación.- 27/05/2011

Fecha de emisión.- 01/06/2011

Plazo.- diez (10) años, contados a partir de la fecha de emisión.

Tasa.- 8.03125%

Amortización.- mensual.

ENTIDADES PARTICIPANTES

En la estructura de titulización participan las siguiente Entidades:

Scotiabank Sociedad Titulizadora S.A. - Fiduciario
Scotia Sociedad Titulizadora S.A. (antes BWS Sociedad Titulizadora) es una subsidiaria de Scotiabank Perú S.A.A., fue constituida el 29 de enero de 1999 y se encuentra autorizada mediante Resolución CONASEV No.042-99-EF/94.10 de fecha 23 de marzo de 1999. La sociedad tiene por objeto desempeñar la función de Fiduciario en procesos de titulización, así como adquirir activos con la finalidad de constituir patrimonios fideicometidos que respalden la emisión de valores mobiliarios.

El mercado nacional está formado por ocho sociedades tituladoras, cuatro de las cuales tienen como accionistas mayoritarios a los bancos más grandes del sistema financiero local, lo cual refleja una solvencia adecuada. El Fiduciario cuenta con el soporte técnico y administrativo de personal especializado que le brinda su matriz, el Scotiabank Perú S.A.A., de conformidad con lo

establecido en el Contrato de Soporte Global suscrito entre ambas partes el 1 de febrero de 1999, lo que le permitiría realizar las obligaciones y responsabilidades a las que se ha comprometido en virtud del Acto Constitutivo.

Scotiabank del Perú S.A.A. - Originador

El Scotiabank Perú (SBP) es un banco local que forma parte del Grupo The Bank of Nova Scotia (BNS), banco internacional con sede en Toronto (Canadá).

Al 30 de setiembre de 2011 ocupó la tercera posición del sistema financiero peruano, con una participación de 14.89% en colocaciones y 14.27% en depósitos. Asimismo, presentó activos por S/. 28,363 millones, y un patrimonio de S/. 3,788 millones.

Aventura Plaza S.A. - Deudor

Fue constituida el 13 de julio de 2006 bajo la denominación social de Inversiones Corporativas Alfa S.A., y posteriormente el 3 de diciembre de 2007 cambió a su actual denominación. Su objetivo principal es dedicarse al desarrollo y/o construcción de proyectos inmobiliarios o comerciales de todo tipo, así como a la administración u operación de los mismos, incluyendo la prestación de servicios de asesoría a empresas. A la fecha cuenta con tres Centros Comerciales, uno ubicado en la ciudad de Trujillo (inaugurado en diciembre 2007), otro en el Callao (inaugurado en diciembre 2008) y el tercero en el departamento de Arequipa (inaugurado en diciembre de 2010).

En el año 2006 el Grupo Falabella y el Grupo Ripley, en conjunto con Plaza S.A. deciden crear la empresa filial Aventura Plaza con el fin de ampliar el desarrollo de sus negocios de centros comerciales en el mercado peruano. De esta manera la composición accionaria de Aventura Plaza es la siguiente:

<i>Accionistas</i>	<i>Participación</i>
Open Plaza S.A. (antes Malls Perú S.A. – Grupo Falabella)	29.0%
Falabella Perú S.A.A.	11.0%
Inversiones Padebest Perú S.A. (Ripley)	40.0%
Desarrollos e Inversiones Internacionales S.A. (Mall Plaza)	20.0%
TOTAL	100.0%

Al 30 de setiembre de 2011 la plana directiva y gerencial de Aventura Plaza era la siguiente:

Nombre	Cargo
Luis Miguel Palomino B	Presidente Directorio
Sergio Cardone S.	Vice-Presidente Directorio
Gonzalo Somoza.	Director
Andrés Calderón V.	Director
Lázaro Calderón V.	Director

Nombre	Cargo
Cristián Somarriva L.	Gerente General
E. Javier Postigo B.	Gerente de Administración y Finanzas
Daniel Duharte M.	Gerente Comercial y de Marketing.
Sebastián Montero	Gerente de Desarrollo
Julio Pavletich	Gerente de Operaciones

Solvencia de los Accionistas

Open Plaza S.A. y Falabella Perú S.A.A. (Falabella)

Open Plaza es un operador de centros comerciales que forma parte del Grupo Falabella, el cual se dedica principalmente al negocio retail, siendo uno de los grupos económicos más importantes de la región dedicados a este giro de negocio, con operaciones en Argentina, Perú, Chile y Colombia. SACI Falabella se define como una empresa de retail integrado al cubrir un importante porcentaje de las necesidades de compra del consumidor en los principales mercados en que opera: Tiendas por departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Retail financiero, Banco y el Área Inmobiliaria.

Inversiones Padebest Perú S.A. (Ripley)

Inversiones Padebest Perú es una empresa perteneciente al Grupo Ripley. Ripley esta posicionada como la tercera casa comercial más importante de Chile y la segunda más importante del Perú, con más de 50 años de experiencia en el sector retail.

Desarrollos e Inversiones Internacionales S.A. (Mall Plaza)

Plaza S.A. es la sociedad holding que agrupa a todas las sociedades propietarias de los centros comerciales que operan bajo la marca Malls Plaza en Chile. Cuenta con más de 18 años de experiencia y está posicionada en Chile como el mayor operador inmobiliario, concentrando cerca del 31% de la superficie construida y 27% de la superficie arrendable. A la fecha cuenta con un total de 11 centros comerciales.

Cabe señalar que SACI Falabella tiene una participación de 59.3% en el accionariado.

Estrategia y posición competitiva de Aventura Plaza S.A.

Aventura Plaza desarrolla los centros comerciales principalmente siguiendo el formato de *mall*, esquema en base al establecimiento de dos o más tiendas por departamento (anclas) a los extremos del centro comercial que se complementan con un *home center* (ancla), un supermercado (ancla) y con una serie de tiendas de menor tamaño al interior del mismo.

Entre las principales tiendas ancla ubicadas en los centros comerciales se encuentran, del Grupo Falabella, Saga Falabella, Tottus y Sodimac, y del Grupo Ripley, Ripley. Las tiendas ancla ocupan aproximadamente el 62% del total del área arrendable y representan aproximadamente el 28% de los ingresos totales (a setiembre 2011).

AP posee y administra un área total y arrendable en centros comerciales de 279,000 m² y 174,457 m², respectivamente.

La estrategia de Aventura Plaza está enfocada en desarrollar el negocio inmobiliario dirigido a centros comerciales con el fin de aprovechar la demanda potencial de consumo privado de los sectores medios y emergentes de Lima y provincias, y establecer una plataforma comercial para desarrollar los negocios retail, tanto del Grupo Falabella como Ripley.

El esquema de *mall* resulta ventajoso porque crea sinergias al subarrendar como tiendas anclas a empresas pertenecientes a ambos grupos económicos, generando una base de ingresos relativamente estables, además crea un espacio atractivo para las demás tiendas al beneficiarse del importante flujo de visitas que generan las tiendas anclas. Asimismo, permite generar ingresos adicionales a AP a través de los negocios accesorios creados por los centros comerciales (patios de comida, estacionamientos, etc).

En diciembre de 2010 AP abrió su tercer centro comercial tipo *mall* en la ciudad de Arequipa, y tiene como proyecto la construcción de su cuarto centro comercial en el distrito de Santa Anita (Lima) cuya fecha de inauguración está prevista para el tercer trimestre de 2012.

Finalmente, cabe indicar que los ingresos de AP provienen principalmente del arriendo de locales comerciales. El sistema de renta contempla el pago del mayor valor entre un monto fijo y un porcentaje de la venta neta de cada tienda. Cerca del 95% de los ingresos por concepto de arriendo percibidos por la compañía corresponde al cobro de tarifas fijas establecidas según contrato, lo cual otorga estabilidad a los ingresos percibidos. Los plazos de los contratos para las tiendas ancla son por un periodo de 10 años para arriendo y quince años (15) para usufructo, ambos renovables, y para las otras tiendas es según se detalla en el siguiente cuadro:

Tipo de locatario	Duración de Contrato
Tiendas Menores	5 años
Tiendas Intermedias	8 años
Tiendas de Diversión	10 años
Tiendas Financieras	10 años

ANÁLISIS FINANCIERO

Activos

Aventura Plaza inició operaciones a fines del año 2007 con la inauguración de su primer centro comercial ubicado en la ciudad de Trujillo. En diciembre 2008 inauguró su segundo centro comercial ubicado en Bellavista (Callao), lo que aunado a la adquisición de un terreno en Arequipa, produjo un importante crecimiento en el nivel de activos (143.7%) en ese año.

Durante el 2009 los activos se mostraban en niveles similares al año anterior (incremento de 1%), y en el 2010 presentaron un incremento de 28%, basado principalmente en la construcción de su tercer centro comercial ubicado en el departamento de Arequipa, cuya entrada en operación se inició en diciembre de ese año. A setiembre de 2011 los activos muestran un crecimiento de 16% producto principalmente del mayor valor de las inversiones realizadas en el centro comercial de Arequipa.

Debido al rubro de negocio donde opera (inmobiliario), el activo fijo es la cuenta más representativa y a setiembre 2011 representa el 87% del total activo, presentando un crecimiento de 13% respecto a diciembre 2010.

Por su parte, el activo corriente representó el 11% del activo total en setiembre 2011 y presentó un aumento de 29% respecto a diciembre 2010 producto de las mayores cuentas por cobrar las cuales corresponden principalmente al mayor crédito fiscal por impuesto a las ventas, dado los desembolsos incurridos por la construcción del centro comercial de Arequipa.

Asimismo, la parte no corriente de las otras cuentas por cobrar aumentaron en 94% a setiembre 2011 respecto a diciembre 2010 debido principalmente a un préstamo otorgado a la Inmobiliaria Everest para la adquisición de un nuevo inmueble.

Las cuentas por cobrar comerciales se refieren a contratos de alquiler de los locales ubicados en los centros comerciales de Trujillo, Bellavista y Arequipa, de las cuales a setiembre 2011 el 35.2% se encuentran vencidas en más de 31 días, y solo el 26.5% de las cuentas vencidas se encuentran provisionadas.

Endeudamiento

En un inicio (año 2007) los activos de la empresa (terrenos y construcción del centro comercial de Trujillo) fueron financiados principalmente con préstamos de vinculadas (87%) los cuales fueron capitalizados durante el año 2008, lo que aunado a un aporte de capital por S/.44.2 millones aproximadamente, originó que el patrimonio totalizara S/.214.1 millones en ese año.

Asimismo durante el año 2008 AP celebró con el Scotiabank Perú dos operaciones de arrendamiento y retroarrendamiento financiero para sus dos primeros centros comerciales, que en diciembre 2008 totalizaron S/.163.7 millones.

A setiembre 2011 el pasivo corriente registra una disminución de 46% debido al menor saldo de la parte corriente de la deuda de largo plazo, dado que durante el 2010 la mayor parte de dicha deuda correspondía a una operación de arrendamiento financiero con el BCP la cual fue finalmente pactada a 10 años en agosto del presente año.

Asimismo, la deuda de largo plazo presenta un aumento de 6% producto de la renegociación de la operación con el BCP a un mayor plazo, para la construcción del centro comercial ubicado en Arequipa cuyo saldo es de S/.107.5 millones aproximadamente.

Cabe señalar que los financiamientos otorgados para la construcción de los 3 centros comerciales que actualmente opera AP, se encuentran garantizados con fideicomisos o cesión de flujos provenientes de los alquileres generados en dichos centros comerciales, una cuenta reserva equivalente a tres cuotas por devengar de los contratos de arrendamiento financiero (a excepción del CC Arequipa), hipoteca de los inmuebles hasta por US\$ 98.3 millones y S/.130.1 millones (78% del activo fijo), y una garantía mobiliaria sobre un depósito a plazo a favor del BCP.

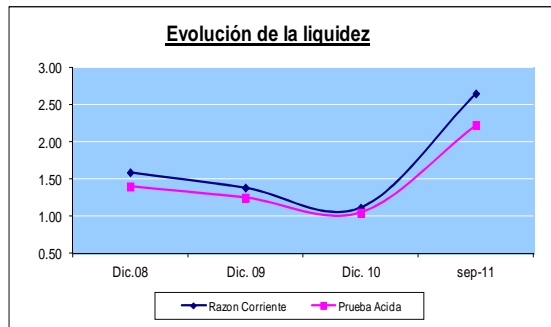
Por su parte el patrimonio presenta a setiembre 2011 un importante incremento de 36% producto del aporte de capital por S/.84 millones. Cabe señalar al respecto, que con fecha 28 de enero de 2011 la Junta General de Accionistas acordó el ingreso de Falabella Perú S.A.A. como nuevo accionista de la Compañía con el aporte de S/.33.6 millones, lo que representa el 11% del capital social. Para tal fin, Open Plaza S.A. (antes Malls Perú S.A.) renunció a sus derechos preferenciales para permitir el ingreso del nuevo accionista. De esta manera a setiembre 2011 el patrimonio de la empresa financió el 53% de sus operaciones (45% en diciembre 2010), presentando los siguientes indicadores de apalancamiento:

Indicadores	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Set.11
Endeudamiento Patrimonial	0.99	0.97	1.20	0.87
Endeudamiento del Activo	0.50	0.49	0.55	0.47

Liquidez

Aventura Plaza presenta una estructura de financiamiento acorde con el giro de negocio al que pertenece, el cual se basa en el largo plazo, donde el vencimiento promedio anual de la deuda financiera es de aproximadamente 10%.

A setiembre 2011 presenta la siguiente evolución en sus principales indicadores de liquidez:



Como se puede apreciar en el gráfico anterior, los ratios de liquidez mostraron una tendencia decreciente hasta diciembre 2010 debido a la fase de expansión en la que se encontraba la empresa, la cual es demandante de recurso financiero, produciendo un incremento en el pasivo. A setiembre 2011 se produce un reperfilamiento de la deuda, disminuyendo significativamente los compromisos de corto plazo, y con ello mejorando los indicadores de liquidez.

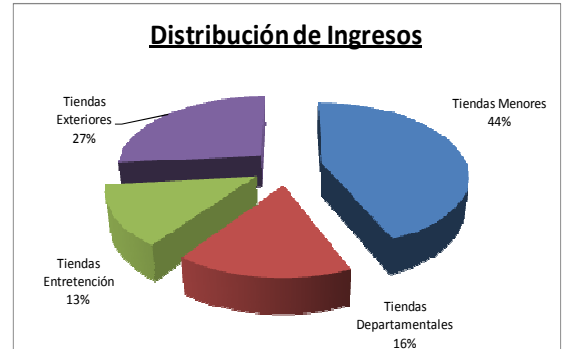
En cuanto al flujo de efectivo, a setiembre 2011 presenta una reducción de 32.1% del flujo neto proveniente de las actividades de operación respecto a setiembre 2010, producto principalmente de las variaciones del IGV y de un préstamos a la empresa Everest para la compra de terrenos. Asimismo, el aporte de capital por S/.84 millones contribuyó a la recuperación de la caja, terminando el tercer trimestre del año 2011 con un saldo de caja final de S/.49.2 millones (S/. 27.2 millones a setiembre 2010).

Por otro lado, cabe resaltar que la empresa no presenta líneas de crédito aprobadas en el sistema bancario, solo mantiene operaciones de arrendamiento y retroarrendamiento financiero, las cuales se encuentran garantizadas.

Resultados

Los ingresos de Aventura Plaza provienen principalmente de las rentas por alquiler que cobra a sus locatarios en los centros comerciales que posee (Trujillo, Bellavista y Arequipa), las cuales comprenden principalmente un componente fijo (dólares por metro cuadrado arrendado), y en menor proporción (5% en promedio) por un ingreso variable (porcentaje de las ventas).

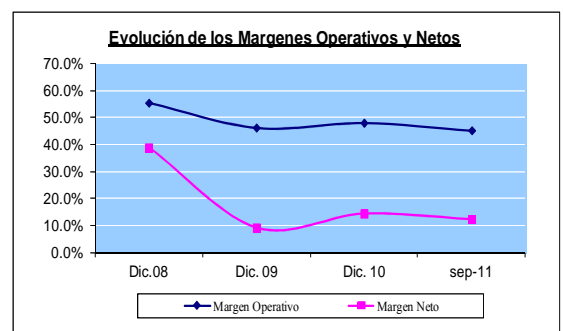
Dentro de los locatarios figuran las 4 tiendas anclas: Saga Falabella, Tottus, Sodimac y Ripley, que a su vez forman parte del grupo económico al que pertenece Aventura Plaza. Los ingresos totales por arriendos se encuentran distribuidos de la siguiente manera:



Si bien a la fecha existe concentración en las operaciones de la empresa, dado que sus ingresos provienen de tres centros comerciales, AP ha tratado de diversificar sus ingresos a través de la ubicación de sus centros comerciales (Lima y provincias), el tipo de negocio al que pertenecen sus locatarios, así como la calidad de los mismos, debido a que gran parte de ellos son empresas que gozan de reconocido prestigio y están presentes en varias plazas a nivel nacional.

Es así que AP terminó el tercer trimestre del año 2011 con ingresos por S/.59.1 millones, monto superior en 40% al registrado a setiembre 2010, debido a la entrada en operación del centro comercial ubicado en Arequipa. Asimismo, del total de sus ingresos, el 28% provienen de sus afiliadas (tiendas anclas) y la diferencia de terceros.

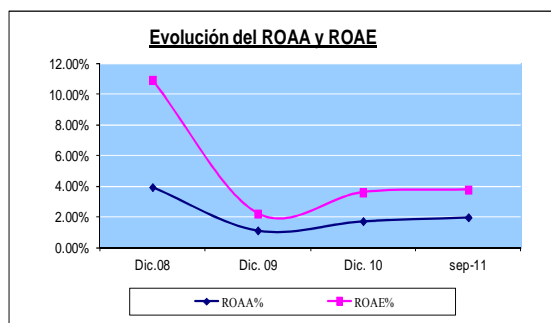
Por su parte el costo de ventas aumentó en 52% producto principalmente de los mayores gastos de marketing y el mayor cargo por concepto de depreciación. De esta manera el margen bruto a setiembre 2011 muestra una reducción respecto a similar período del año 2010, el cual se ubicó en 59% (62% a setiembre 2010).



Por otro lado, a setiembre 2011 se generaron S/. 2 millones por concepto de ingresos financieros, derivados principalmente de intereses por depósitos a plazo dado el mayor saldo en caja. Es así que se recupera el margen, terminando el tercer trimestre del año 2011 con una utilidad neta de S/.7.3 millones, monto 57% superior al generado a setiembre 2010.

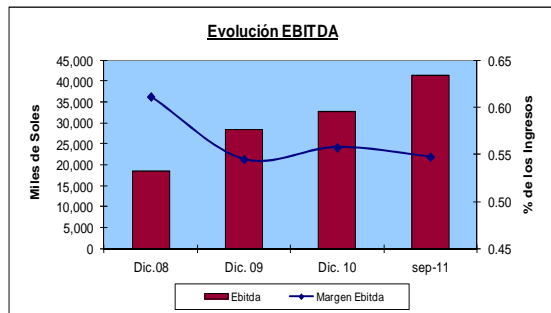
Debido a que el sector al que pertenece AP es intensivo en activo fijo, los cuales son financiados en gran medida con deuda, es que los gastos financieros absorbieron el 30% de los ingresos a setiembre 2011 (29% a setiembre 2010).

Durante la mayor parte del año 2008 solo se contaba con el financiamiento para el centro comercial de Trujillo, por lo tanto los gastos financieros solo representaron el 20% de los ingresos. Es recién en diciembre de 2008 donde se empieza a amortizar el préstamo para el centro comercial de Bellavista, por tal motivo los indicadores de rentabilidad medidos a través del ROAA y ROAE presentaron un mejor performance durante ese año.



Generación y Análisis de flujos

La generación de la empresa medida a través del EBITDA de los últimos doce meses (utilidad operativa + depreciación + amortización) presenta la siguiente evolución:



La empresa tiene poco tiempo de operación, y se encuentra en pleno proceso de construcción e implementación de su cuarto centro comercial, por lo que sus indicadores de generación se encuentran por debajo del promedio de los centros comerciales de similar característica. No obstante, de acuerdo a las proyecciones proporcionadas por AP, el margen de EBITDA para los próximos 5 años se mantendrá en un promedio de 64%.

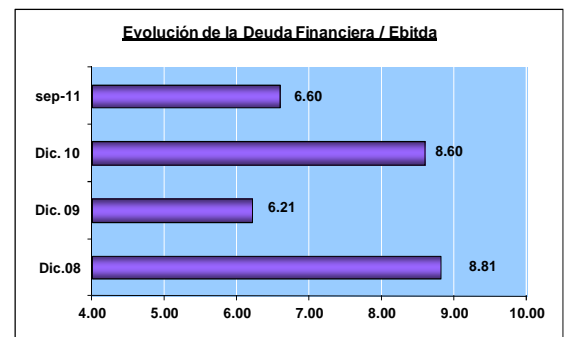
Por otro lado, el nivel de cobertura que brinda el EBITDA a los gastos financieros y al servicio de deuda presenta la siguiente evolución:

Indicadores	Dic. 08	Dic. 09	Dic. 10	Set. 11
EBITDA / G.F.	3.05	1.56	2.00	1.88
EBITDA / S.D.*	3.05	1.52	1.66	1.43

* Para el cálculo del servicio de deuda se ha utilizado la metodología empleada para la emisión (gastos financieros + parte corriente de deuda largo plazo del período anterior).

Si bien el indicador de cobertura de servicio de deuda se encuentra por encima del mínimo establecido en el resguardo de la emisión (1.20 veces), debido al perfil de vencimiento de la deuda (amortización ascendente) y según las proyecciones de la empresa, dicho indicador se reduce en los años 2012 y 2013, pero siempre cumpliendo con el ratio señalado.

En cuanto al ratio que mide el nivel de deuda financiera con la generación, éste presenta la siguiente evolución:



A diciembre 2010 se aprecia un importante incremento en el nivel de deuda financiera en relación a la generación de la empresa, ésta situación responde a que durante dicho año AP demandó mayores recursos para la construcción de su tercer centro comercial ubicado en Arequipa, sin tener generación por dicho local como contraparte, a setiembre 2011 debido a la generación de su tercer centro comercial es que dicho indicador disminuye. No obstante de considerar las proyecciones realizadas por la empresa, dicho indicador disminuye a 4.5 años como promedio para los próximos 5 años debido a la mayor generación de los nuevos centros comerciales.

En cuanto a los flujos que garantizan y forman parte del patrimonio fideicometido, figuran los ingresos por las rentas (alquileres) del centro comercial de Trujillo, los cuales le otorgan una cobertura adecuada al servicio de deuda (3.35 veces a setiembre 2011), y por encima del mínimo establecido en la presente emisión (mayor a 1.5 veces). Cabe resaltar que la mayor parte de estos ingresos son fijos, por lo tanto le brindan estabilidad a la estructura y predictibilidad a las coberturas proyectadas (2.39 promedio para los próximos 5 años). Por otro lado, a la fecha del presente informe, el CC Mall Aventura Plaza de Trujillo presenta un porcentaje de ocupabilidad de 99.6%.

AVENTURA PLAZA S.A.
BALANCE GENERAL
(Miles de nuevos soles)

	dic-08	%	dic-09	%	sep-10	%	dic-10	%	Set.11	%
ACTIVOS										
Activo Corriente										
Caja Bancos	52,777	12%	32,237	7%	27,205	6%	42,953	8%	49,240	8%
Cuentas por Cobrar Comerciales	5,052	1%	6,017	1%	4,721	1%	7,067	1%	7,636	1%
Cuentas por Cobrar Vinculadas	1,921	0%	903	0%	759	0%	1,182	0%	2,282	0%
Otras Cuentas por Cobrar	7,997	2%	3,705	1%	3,511	1%	2,633	0%	9,257	1%
Gastos pagados por adelantado	78	0%	563	0%	1,042	0%	768	0%	2,055	0%
Total Activo Corriente	67,825	16%	43,425	10%	37,238	8%	54,603	10%	70,470	11%
Inversiones en Inmueble Maquinaria y Equipo	350,637	82%	375,266	87%	435,394	90%	488,804	89%	553,564	87%
Inversiones en Asociadas	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Cuentas por cobrar diversas	0	0%	7,513	2%	10,647	2%	7,422	1%	14,392	2%
Crédito Fiscal	6,479	2%	3,785	1%	0	0%	826	0%	0	0%
Otros activos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Intangibles	265	0%	214	0%	197	0%	233	0%	475	0%
Activo no Corriente	357,381	84%	386,778	90%	446,238	92%	497,285	90%	568,431	89%
TOTAL ACTIVOS	425,206	100%	430,203	100%	483,476	100%	551,888	100%	638,901	100%
PASIVOS										
Pasivo Corriente										
Sobregiros y préstamos bancarios	27	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Cuentas por Pagar Comerciales	1,396	0%	2,521	1%	4,483	1%	2,541	0%	862	0%
Cuentas por pagar vinculadas	36,262	9%	23,605	5%	409	0%	515	0%	765	0%
Otras cuentas por pagar	4,499	1%	1,890	0%	1,038	0%	5,845	1%	7,818	1%
Parte Corriente Deuda de Largo Plazo	531	0%	3,396	1%	6,335	1%	40,135	7%	17,151	3%
Total Pasivo Corriente	42,715	10%	31,412	7%	12,266	3%	49,036	9%	26,596	4%
Deuda a largo plazo	163,146	38%	172,272	40%	214,145	44%	241,189	44%	255,422	40%
Cuentas por pagar vinculadas	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Impuesto a la renta diferido	3,133	1%	5,801	1%	8,786	2%	9,558	2%	13,190	2%
Otras cuentas por pagar	2,070	0%	1,787	0%	1,629	0%	1,784	0%	2,086	0%
Ingresos Diferidos	0	0%	0	0%	142	0%	0	0%	0	0%
Total Pasivo no Corriente	168,349	40%	179,860	42%	224,702	46%	252,531	46%	270,698	42%
TOTAL PASIVO	211,064	50%	211,272	49%	236,967	49%	301,567	55%	297,294	47%
Capital social	197,728	47%	197,728	46%	220,673	46%	220,673	40%	304,673	48%
Capital adicional	2,683	1%	2,683	1%	2,683	1%	2,683	0%	2,683	0%
Reservas	0	0%	0	0%	1,857	0%	1,857	0%	2,701	0%
Resultado del ejercicio	11,829	3%	4,789	1%	4,635	1%	8,445	2%	7,286	1%
Resultados acumulados	1,902	0%	13,731	3%	16,662	3%	16,663	3%	24,264	4%
TOTAL PATRIMONIO NETO	214,142	50%	218,931	51%	246,509	51%	250,321	45%	341,607	53%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	425,206	100%	430,203	100%	483,476	100%	551,888	100%	638,901	100%

AVENTURA PLAZA S.A.
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS
(Miles de nuevos soles)

	dic-08	%	dic-09	%	sep-10	%	dic-10	%	Set.11	%
Alquileres	30,417	100%	51,914	100%	42,358	100%	58,715	100%	59,138	100%
<i>Afiliadas</i>	12,242	40%	14,313	28%	10,905	26%	15,627	27%	16,737	28%
<i>Terceros</i>	18,175	60%	37,601	72%	31,453	74%	43,088	73%	42,401	72%
TOTAL INGRESOS	30,417	100%	51,914	100%	42,358	100%	58,715	100%	59,138	100%
Costo del Servicio	9,255	30%	21,802	42%	16,029	38%	22,313	38%	24,443	41%
Utilidad Bruta	21,162	70%	30,112	58%	26,328	62%	36,402	62%	34,695	59%
Gastos Administrativos	6,679	22%	7,128	14%	6,643	16%	9,365	16%	7,916	13%
Diversos	2,414	8%	1,059	2%	53	0%	1,206	2%	-1	0%
UTILIDAD OPERATIVA	16,897	56%	24,043	46%	19,738	47%	28,243	48%	26,778	45%
OTROS INGRESOS Y GASTOS										0%
Ingresos Financieros	1,115	4%	1,252	2%	108	0%	427	1%	2,031	3%
Gastos financieros	-6,100	-20%	-18,109	-35%	-12,383	-29%	-16,359	-28%	-17,992	-30%
Utilidad antes de Diferencia en Cambio	11,912	39%	7,186	14%	7,463	18%	12,311	21%	10,817	18%
Diferencia en cambio	6,557	22%	271	1%	-53	0%	-109	0%	101	0%
Utilidad antes del Impuesto a la renta	18,469	61%	7,457	14%	7,410	17%	12,202	21%	10,918	18%
Participación de los Trabajadores	-650	-2%	0	0%	-399	-1%	0	0%	0	0%
Impuesto a la Renta	-5,990	-20%	-2,668	-5%	-2,376	-6%	-3,757	-6%	-3,632	-6%
Utilidad Neta	11,829	39%	4,789	9%	4,635	11%	8,445	14%	7,286	12%

Indicadores financieros	dic-08	dic-09	sep-10	dic-10	Set.11
ROAA% *	3.95%	1.12%	1.35%	1.72%	1.98%
ROAE % *	10.95%	2.21%	2.68%	3.60%	3.77%
Liquidez (veces)	1.59	1.38	3.04	1.11	2.65
Liquidez Acida (veces)	1.40	1.25	2.66	1.04	2.22
Capital de Trabajo	25,110	12,013	24,972	5,567	43,874
Endeudamiento Patrimonial (veces)	0.99	0.97	0.96	1.20	0.87
Deuda Financiera / Activo Fijo	0.47	0.47	0.51	0.58	0.49
Deuda Financiera / Patrimonio	0.76	0.80	0.89	1.12	0.80
Endeudamiento del Activo (veces)	0.50	0.49	0.49	0.55	0.47
Deuda Financiera / EBITDA*	8.81	6.21	7.14	8.60	6.60
Margen de EBITDA	61.12%	54.46%	54.50%	55.74%	54.73%
Gasto Financiero* / Pasivo Total	2.89%	8.57%	7.12%	5.42%	7.39%
Cobertura de Intereses* (EBITDA / Gto fin.)	3.05	1.56	1.83	2.00	1.88

* Anualizado