

Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

Contactos:

Omar Olortegui

oolortegui@equilibrium.com.pe

Jeanisse Olazábal

jolazabal@equilibrium.com.pe

511- 616-0400



CREDITÍTULOS SOCIEDAD TITULIZADORA S.A.

Primer Programa de Bonos de Titulización

Inmuebles Panamericana S.A.

Lima, Perú

30 de mayo de 2011

Clasificación	Categoría	Definición de Categoría
Primer Programa de Bonos de Titulización Inmuebles Panamericana S.A. Segunda, Cuarta y Quinta 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 al presente valor no implica recomendación para comprarlo, venderlo o mantenerlo."

"La nomenclatura - pe - refleja riesgos solamente comparable en Perú."

Originador:	Inmuebles Panamericana S.A.		
Emisor:	Patrimonio Fideicometido D.L. N°861 Titulo XI Inmueble Panamericana S.A.		
Activos Titulizados:	Ctas. por Cobrar de arriendos, aporte de mantenimiento, marketing e ingresos por servicios de IPSA		
Fiduciario:	Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A.		
Monto del Programa:	US\$ 30 mm o su equivalente en nuevos soles		
Segunda Emisión:	<u>Monto:</u> S/.31.9 millones	<u>Plazo:</u> 15 años, 7 años periodo de gracia	<u>Moneda:</u> Nuevos Soles
Cuarta Emisión:	<u>Monto:</u> US\$ 15 millones	<u>Plazo:</u> 15 años	<u>Moneda:</u> Dólares Americanos
Quinta Emisión:	<u>Monto:</u> US\$ 5.1 millones	<u>Plazo:</u> 9 años	<u>Moneda:</u> Nuevos Soles

Historia: Primer Programa de Bonos de Titulización Inmuebles Panamericana S.A. Segunda, Cuarta y Quinta Emisión (asignada el 30.11.06). AA.pe.

Para la presente evaluación se han utilizado los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2007, 2008, 2009 y 2010 y no auditados al 31 de marzo del 2011, así como información adicional proporcionada por la Entidad.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la categoría AA.pe para la Segunda, Cuarta y Quinta Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización – Inmuebles Panamericana S.A. (IPSA).

La decisión se sustenta en la adecuada generación de flujos de la Compañía, los cuales han mostrado un incremento constante durante los periodos analizados debido al modelo de negocio adoptado por IPSA, el cual le permite mantener una estabilidad en sus ingresos, ya que el 70% de los mismos corresponden a rentas mínimas mientras que el 30% restante proviene de ingresos por alquileres de naturaleza variable, los cuales se encuentran directamente relacionados con el desenvolvimiento de la demanda interna, principalmente del componente de consumo privado. Asimismo, la decisión toma en cuenta la estructura del programa que considera como garantía un Fideicomiso de Flujos Futuros, que, a diciembre del 2010, registró una transferencia bruta de S/. 20.3 millones lo que le permitió una cobertura del servicio de deuda de 7.3x. Asimismo, la estructura mantiene Garantías Adicionales,

constituidas por el Fideicomiso en Garantía sobre los Inmuebles, la Fianza del Originador así como los resguardos establecidos, los que fueron satisfechos de manera holgada.

De otro lado, cabe señalar que Inmuebles Panamericana ha incrementado las fuentes de fondeo de corto plazo con el objeto continuar con sus planes de crecimiento a través del financiamiento de capital de trabajo de sus empresas vinculadas. De otro lado, se considera en la clasificación la participación de Parque Arauco en el accionariado, al ser este un operador de amplia experiencia, lo cual le permitiría afrontar de mejor manera las dificultades que se generarían por desarrollarse en un sector altamente sensible a los ciclos económicos, a las preferencias del consumidor y a la estacionalidad, que puede afectar los ingresos variables de acuerdo a la estructura de rentas aplicada a los locatarios.

A diciembre del 2010, la utilidad neta de Inmuebles Panamericana S.A. registró un incremento de S/. 19.3 millones, lo cual significó un incremento de 4.8% en relación al resultado neto obtenido en el mismo periodo del 2009.

Del mismo modo, al 31 de marzo del 2011, IPSA presenta una utilidad neta de S/. 4.8 millones, superior en 23% al resultado obtenido en marzo del 2010, como resultado de una mejora de 5.8% en los ingresos de alquiler de renta variable. En tal sentido, las Tiendas Ancla y Malls/Servicios representaron el 74.8% y 16.6%, de las ventas y el 41.1% y 35.5% de las rentas del Centro Comercial, respectivamente, a diciembre del 2010.

La generación de la Empresa, medida a través del EBITDA (utilidad operativa+depreciación+ amortización), presentó, a diciembre del 2010, un incremento de 7.5%, en relación al mismo periodo del año 2009, brindándole una cobertura de 7.2x a los gastos financieros. Dados estos resultados, IPSA muestra un margen neto de 33.8%, que contribuye con la mejora en la rentabilidad sobre los activos (ROAA) de 9.56% y patrimonio (ROAE) 20.59%.

Del mismo modo, el patrimonio neto de la Compañía presentó un incremento de 6.9%, producto de la acumulación de resultados a diciembre del 2010, no obstante este resultado, el nivel de endeudamiento de la Empresa en relación a su EBITDA, pasó de 2.3x en diciembre 2010 a 9.5x a marzo del 2011. Por otro lado, al 31 de diciembre del 2010, IPSA ha cumplido con los resguardos financieros establecidos en la estructura, manteniendo un Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda que debe ser mayor a 2.0x en 4.18x, un Ratio de Cobertura de Flujos que debe ser mayor a 2.0x en 4.57x, y un Ratio de Apalancamiento que debe ser menor a 1.5x en 1.10x. Por último, cabe señalar que Equilibrium continuará monitoreando los resultados obtenidos por IPSA de manera que los planes de expansión no pongan en riesgo los niveles de rentabilidad y solvencia de la Compañía.

Fortalezas

1. Posicionamiento estratégico de mercado.
2. Experiencia de negocio de Malls y sólida posición de mercado de Parque Arauco S.A, accionista de IPSA.
3. Estabilidad de sus ingresos (ingresos fijos por rentas pagadas por contratos de arrendamiento y/o usufructo).
4. Establecimiento de ingresos mínimos de acuerdo a contratos de larga vigencia.

Debilidades

1. Ventas y márgenes sujetos a estacionalidad.
2. Bajo poder de negociación frente a sus principales locatarios.
3. Ingresos por alquiler concentrados en tiendas anclas.
4. Incremento del financiamiento de corto plazo que presiona la holgura en sus indicadores de liquidez.

Oportunidades

1. Mejora en las condiciones contractuales.
2. Desarrollo y/o ampliación de nuevos centros comerciales.
3. Mejora de *mix* de tiendas y servicios.

Amenazas

1. Sensibilidad a los ciclos económicos.
2. Ingreso de nuevos competidores.
3. Disminución del poder adquisitivo de los consumidores.
4. Encarecimiento de terrenos dado un futuro plan de expansión.

ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

La estructura de Titulización contempla la constitución de un Fideicomiso de Flujos y Garantías Especiales.

Fideicomiso de Flujos.- Con fecha 28 de noviembre de 2006, se constituyó el Patrimonio Fideicometido denominado Patrimonio de Fideicomiso Decreto Legislativo No. 861, Título XI, Inmuebles Panamericana, mediante el cual el Originador transfiere el dominio fiduciario de las cuentas por cobrar generada por los contratos de arrendamiento y/o usufructo, incluyendo los derechos e ingresos que se deriven de las rentas, ingresos por servicios, aportes por mantenimiento y marketing, y en general derecho complementario o accesorio a las cuentas por cobrar transferidas. Con cargo a dicho Patrimonio, Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A. emitió Bonos de Titulización por un monto equivalente a US\$ 30 millones.

Administración de los Flujos.- Con la finalidad de contar con una adecuada cobertura sobre el pago de intereses y principal, la estructura de titulización considera la constitución de las siguientes cuentas que permitirán atender las obligaciones señaladas:

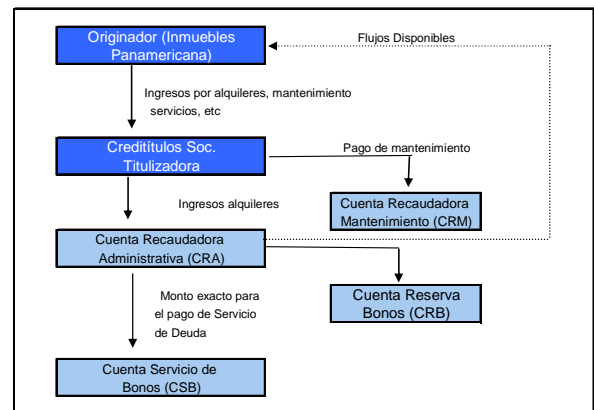
- Cuenta Recaudadora Administrativa (CRA): Cuenta, en la cual se viene depositando las Rentas y los Ingresos por Servicios.
- Cuenta Servicio Bonos (CSB): En la cual el Fiduciario deposita, con cargo a la CRA, los fondos necesarios para atender el Servicio de Deuda total más próximo de los Bonos.
- Cuenta de Operaciones (CDO): Cuenta administrada por el Fiduciario, en la que se deposita en caso de haberse producido y/o mantenerse un Evento de Incumplimiento, los ingresos depositados en la CRA hasta que se alcance el Saldo Mínimo CDO.
- Cuenta Recaudadora Mantenimiento (CRM): Cuenta a nombre del Patrimonio Fideicometido, en la cual los Clientes depositan los aportes de mantenimiento y marketing. Dicha cuenta se conoce como cuenta “saldo cero” lo que significa que en ésta no retiene ningún monto, ya que una vez ingresados los aportes de mantenimiento y marketing estos pasan automáticamente a la cuenta que tiene el Servidor en el Banco de Crédito del Perú para efectos de aplicar dichos fondos al mantenimiento y marketing del Mega Plaza.
- Cuenta Reserva de Bonos (CRB): Para atenuar los desfases que pudiera existir en los Flujos que se trasladarán al Patrimonio, la estructura prevé como mecanismo interno de protección la constitución de una Cuenta Reserva para el servicio de Deuda, la cual es equivalente a una cuota completa de Servicio de Deuda de cada Serie de cada Emisión del Programa. Esta cuenta se constituyó con el abono de una cuota completa de Servicio de Deuda.

Los clientes depositan en la CRA los fondos correspondientes a las cuentas por cobrar en la moneda pactada en los Contratos de Arrendamiento y/o Usufructo. De la

misma manera, la CRM estará denominada en Nuevos Soles y Dólares, y en ella los clientes depositan los montos correspondientes a los aportes de mantenimiento y marketing, según lo pactado en los contratos de arrendamiento y/o Usufructo.

En tanto no haya quedado configurado un Evento de Incumplimiento, los fondos depositados en la CRA se aplican semanalmente:

- Al pago de los tributos, comisiones, gastos y costos a cargo del Patrimonio Fideicometido.
- Se transferirán los fondos depositados en cada CRA a las CSB, hasta que éstas logren acumular en un mes el importe equivalente a un tercio (1/3) del monto del Servicio de Deuda Total correspondiente a la próxima Fecha de Vencimiento.
- Se transferirán los fondos depositados en cada CRA a las CRB, hasta que éstas logren acumular el importe equivalente a una cuota completa del Servicio de Deuda de cada Serie de cada Emisión del Programa.
- Finalmente, una vez que las CRB y las CSB cuenten con los fondos suficientes, según el detalle anterior y siempre que no se haya producido y se mantenga un Evento de Incumplimiento, los Flujos Disponibles serán puestos a disposición del Originador.



Destino de los Recursos.- Los recursos captados fueron utilizados para:

- 1) Asumir los costos y gastos de la emisión
- 2) Cancelación de pasivos financieros
- 3) Constitución de la Cuenta reserva y
- 4) Otros usos relacionados con el negocio del Originador

Resguardos.- Con el objeto de mejorar el perfil de riesgo de la estructura, se han establecido resguardos de manera que ante un eventual deterioro de la situación financiera del originador y/o del Patrimonio permitirán que los bonistas decidan sobre el pago de los bonos o la ejecución de la Garantías.

En relación al Patrimonio se establecen las siguientes disposiciones:

- El cumplimiento del pago en tiempo y forma del servicio de deuda, o la redención del principal de los Bonos mediante la transferencia al Fiduciario de las

Cuentas por Cobrar de manera que éste pueda pagar oportunamente los intereses y principal adeudados a los Bonistas así como las demás obligaciones de cargo al Patrimonio Fideicomitado.

- b. El cumplimiento del Originador de una o más obligaciones provenientes de otras operaciones de endeudamiento con entidades financieras y bancarias por un monto que en conjunto o individualmente exceda de US\$ 2,0 millones o su equivalente en Nuevos Soles.
- c. El cumplimiento del Originador en el pago de cualquier obligación con terceros a su vencimiento, o si cualquier obligación con terceros se volviese exigible antes de su vencimiento o si fuese declarada vencida antes de la fecha prevista. Para estos efectos, sólo se consideran los incumplimientos mayores a diez días hábiles y las obligaciones de pago que, en conjunto o individualmente, excedan de US\$ 2,0 millones o su equivalente en Nuevos Soles.

Respecto al Originador se establece el cumplimiento de los siguientes resguardos financieros:

- Mantener un Ratio de Cobertura de Flujos mayor a 2.00 veces.
- Mantener un Ratio de Apalancamiento menor a 1.50 veces a partir de los EE.FF. al 31 de marzo de 2007.
- Mantener un Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda mayor a 1.25 veces.

Cabe señalar que a partir de septiembre 2009, se aprueba la modificación del Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda ($RCSD = FCSD / Total\ Serv.\ Deuda\ Originador$) por $RCSD (nueva\ propuesta) = EBITDA / Total\ Servicio\ Deuda$, cuyo limite debe ser superior a 2.00 veces.

Garantías Adicionales

Los Bonos de Titulización, además de encontrarse respaldados genéricamente con los activos del Patrimonio, se encuentran garantizados con las garantías Adicionales que se indican a continuación:

- Fianza del Originador: El Originador otorga fianza irrevocable, solidaria, ilimitada, incondicional, sin beneficio de exclusión y de realización automática, de forma tal que, en caso los recursos del Patrimonio Fideicomitado no resulten suficientes para atender el servicio de deuda o el servicio de deuda total o la redención del principal de los Bonos, el Originador deberá responder ante los Bonistas con el íntegro de su patrimonio.
- Fideicomiso en Garantía: Sobre los Inmuebles, el Mega Plaza y la ampliación Mega Plaza se encuentra constituido el Fideicomiso en Garantía sujeto al dominio fiduciario de La Fiduciaria. En caso los recursos del Patrimonio Fideicomitado no resulten suficientes para atender las obligaciones de cargo de este

último, la Asamblea General podrá decidir la ejecución del Fideicomiso en Garantía¹.

EMISOR CREDITÍTULOS SOCIEDAD TITULIZADORA S.A.

Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A. (Creditítulos) fue constituida con fecha 12 de septiembre de 1997 y se encuentra inscrita en el Registro de Personas Jurídicas de Lima y Callao. Asimismo, forma parte de un conjunto de empresas subsidiarias del Banco de Crédito del Perú, siendo este su principal accionista.

El 14 de mayo de 1998, Creditítulos inició sus operaciones dedicándose exclusivamente a la función de fiduciario en procesos de titulización, así como adquirir activos con la finalidad de constituir patrimonios fideicomitados que respalden la emisión de valores de contenido crediticio. Asimismo, puede efectuar toda clase de operaciones y servicios compatibles con las actividades de una sociedad titulizadora autorizadas por las normas vigentes o por CONASEV. El mercado nacional está formado por ocho sociedades titulizadoras, cuatro de las cuales tienen como accionistas mayoritarios a los bancos más grandes del sistema financiero local, lo cual refleja una solvencia adecuada.

ENTIDADES PARTICIPANTES

Perfil del Originador.- Inmuebles Panamericana S.A. (IPSA) fue constituida en diciembre de 1998, siendo su actividad económica el desarrollo de negocios inmobiliarios, compra-venta de inmuebles, importación de maquinarias y de toda clase de artículos para la industria y materiales de construcción, entre otros. En Junta General de Accionistas, celebrada el 19 de junio de 2001, se aprobó la construcción del Proyecto Centro Comercial Mega Plaza.

En el mes de agosto de 2006 los accionistas de IPSA efectuaron la transferencia de sus acciones a favor de la empresa Holding Plaza S.A. por lo que actualmente el accionariado de la empresa se compone de la siguiente manera:

Accionistas	Participación
Holding Plaza S.A.	55%
Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C	45%
Inversiones Vilna	5%

Resulta importante señalar que durante el año 2006 se ha producido la incorporación de un nuevo socio estratégico, dado que el holding chileno Parque Arauco S.A., a través de su subsidiaria Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C. compró al Grupo Wiese de Perú el 45% de acciones de Inmuebles Panamericana S.A, propietaria del Centro Comercial Mega Plaza. La operación se realizó por medio

¹ La tasación realizada al 01 de julio de 2008 ha estimado en el valor de los inmuebles en US\$67 millones, con una valor de realización de US\$60 millones que equivale a poco más de 2.0 veces las obligaciones de bonos, al 30 junio del 2009.

de IPSA y fue acordada por un monto de US\$ 13.3 millones.

Con fecha 5 de mayo de 2006, los accionistas de IPSA realizaron la transferencia del 45% de las acciones del capital social a favor de Parque Arauco S.A.

Parque Arauco S.A. participa en el mercado inmobiliario y en el sector comercio desde 1979, año en que se inició el proyecto de construcción de su primer mall en la comuna de Las Condes, Santiago de Chile. Es considerada pionera en el negocio de los centros comerciales en Chile, es propietaria del 100% de Parque Arauco Kennedy (1982), Parque Arauco Maipú (1993) y Plaza El Roble en Santiago. Asimismo participa en otros 3 centros comerciales en Santiago y Viña del Mar (Chile) y 10 centros comerciales en Buenos Aires, Mendoza, Salta y Rosario (Argentina). La propiedad de Parque Arauco S.A. se concentra en la familia Said Saffie con una participación de 16.1%, la familia Said Yarur mantiene el 10.1%, la familia Abumohor un 7.3% y Equity International Group tiene un 13.5%.

Directorio

El directorio de Inmuebles Panamericana S.A. a la fecha del informe se encuentra integrado por las siguientes personas:

Nombre	Cargo
Augusto Felipe Wiese de Osma	Director Titular
Ismael Noya de la Piedra	Director Titular
José Domingo Eluchans Urenda	Director Titular
Gonzalo de la Puente Wiese	Director Alterno
José Said Saffie	Director Titular
Mauricio Olaya Nohra	Director Titular
Marco Aveggio Merello	Director Titular
Andrés Olivos Bambach	Director Titular
Guillermo Said Yarur	Director Alterno
Juan Carlos Cuglievan Balarezo	Director Alterno
Eduardo Herrera Vasquez	Director Alterno
Marilú Wiese Moreyra	Director Alterno

Comité Ejecutivo

El Comité Ejecutivo está conformado por representantes de los accionistas que, en coordinación con la gerencia de la administradora del Centro Comercial (Administradora Panamericana – APSAC), realizan una labor de seguimiento y fiscalización de las metas y la gestión del Centro Comercial. Adicionalmente, se encarga de la evaluación y aprobación de los potenciales arrendatarios del Centro Comercial. Sus miembros son:

Nombre	Cargo
Marco Aveggio Merello	Director
Gonzalo de la Puente Wiese	Director
Marilu Wiese Moreyra	Director Alterno
Eduardo Herrera Vasquez	Director Alterno

IPSA ha contratado los servicios de Administradora Panamericana S.A.C. (APSAC) quien se compromete a prestar a IPSA el servicio de administración integral en las áreas de marketing, administración, cobranzas, laboral, contable, mantenimiento, limpieza y seguridad, además de observar el buen funcionamiento del Centro Comercial.

Centro Comercial Mega Plaza

Inició operaciones el 28 de Noviembre del año 2002, se encuentra ubicado en el Cono Norte de Lima, en el distrito de Independencia, y fue edificado sobre un área de 138,312 metros cuadrados, siendo 76,451 m² el área arrendable al 31 de marzo 2010. La ubicación del Centro Comercial es una zona que se caracteriza por la densidad demográfica, con una población que mantiene un elevado poder adquisitivo.

El Centro Comercial cuenta con una infraestructura apropiada con una oferta comercial variada. Cuenta con más de 250 tiendas en las que operan negocios de Tiendas por Departamento (Saga Falabella, SODIMAC, Ripley Max), un hipermercado (TOTTUS), entretenimiento (Cinemark, Coney Island, Gold's Gym), un patio de comidas (food court), servicios bancarios, un boulevard mega plaza que congrega una variedad de espacios asignados y una serie de módulos, y restaurantes que hacen de Mega Plaza un Centro Comercial completo.

Estrategia y Operaciones

El Centro Comercial Mega Plaza desarrolló un modelo de negocio centrado en la utilización principalmente de Tiendas “ancla” (Tottus, Saga, Sodimac y Ripley Max cuya área arrendable promedio es de 10.500 m²) con las cuales mantiene contratos de arrendamiento y/o usufructo a un plazo de 30 años, con el objetivo de que se genere un tráfico de público hacia negocios menores.

En línea con este objetivo también se construyeron vías de acceso como un viaducto (por el cual transitan vehículos que vienen de la zona Norte de Lima hacia al Mega Plaza), así como el levantamiento de un puente peatonal que facilita la afluencia del público. El esquema de negocio permitiría incrementar las ventas de los negocios de menor tamaño y en consecuencia incrementar el componente variable en la renta que pagan estos negocios.

El segundo segmento de tiendas ancla constituidos por (Cinemark, Coney Island y Gold's Gym) con un área promedio de 3,000 m² tienen contratos entre 10 y 20 años, con un plazo obligatorio de 10 años. Durante el 2006 se completó la oferta de establecimiento inaugurándose la Tienda de Financiera CMR (hoy Banco Falabella) así como la Tienda Ancla Saga Falabella. Esta última posee un área de 13,452 m² de la cual 11,000 m² corresponde al área comercial.

Adicionalmente se construyeron dos niveles de estacionamiento techados subterráneos, así como otros locales como la ampliación del Patio Constructor de la tienda ancla SODIMAC, así como otros establecimientos destinados para el servicio bancario. En el cuarto trimestre de 2007, se construyó el segundo piso del Centro Comercial con un área total de aproximadamente 7,700 m² (34 operadores) en una primera etapa. Durante el 2008, se construyeron 21 tiendas adicionales, una tienda 1,200 m² para Edelnor y 2 restaurantes del grupo Delosi. En enero 2009 se inició la construcción de una tienda de 1,200 m² para la firma Casas & Ideas.

Recientemente, la gerencia vio la oportunidad de realizar ampliaciones a fin de continuar asegurando la estabilidad de los flujos y complementando la oferta del Centro Comercial. En tal sentido, el comité ejecutivo aprobó la Tercera Etapa de Ampliación del Segundo Piso sobre el techo de la tienda que ocupa Ripley Max. Esta ampliación contempla, la incorporación de un área de juegos de aproximadamente 3,500 Mt², una zona de restaurantes con vista al patio de comidas de 1,200 Mt² y un rack de estacionamientos para 120 vehículos a ser construido en la parte posterior de la tienda Max a ser finalizada a principios del 2011.

ANÁLISIS FINANCIERO DEL ORIGINADOR

Rentabilidad y Generación

Al primer trimestre del 2011, IPSA registra una utilidad de S/. 4.8 millones, mientras que al cierre del 2010, alcanzó una utilidad neta de S/. 19.3 millones, monto 4.9% superior al observado en diciembre del 2009, producto del aumento de los ingresos provenientes de los alquileres de componente variable, los cuales registraron un incremento de 18.3% en relación al resultado obtenido a diciembre del 2009.

Durante el 2009, las ventas del sector retail fueron afectadas como consecuencia de la crisis financiera internacional; sin embargo, los flujos de ingresos de IPSA no fueron afectados, toda vez que esta mantiene un importante componente de renta mínima en el alquiler total (70.7% de renta mínima sobre el total renta a diciembre del 2010), sin embargo, el componente variable sí fue afectada originando que durante el mismo periodo, este retroceda en -13.6%. Al 31 de marzo del 2010, dichos componentes son los siguientes:

Tasa de Crecimiento de la Renta	Dic 07/06	Dic 08/07	Dic 09/08	Dic 10/09	Mar10/09
Alquileres	21.0%	19.5%	6.1%	6%	14%
Alquileres (Mínimo)	16.9%	12.5%	16.1%	2%	-4%
Alquileres (Variable)	32.0%	36.2%	-13.6%	18%	10%
Mantenimiento	19.6%	38.1%	24.0%	8%	-6%
Publicidad	29.8%	30.7%	8.4%	0%	10%
Derecho de Ingreso	-80%	297.7%	61.2%	-40%	-6%

Fuente Inmuebles Panamericana S.A.

Al 31 de diciembre del 2010 los gastos operativos (que engloban el costo de servicios inmobiliarios y los gastos administrativos) crecieron en 3.7% respecto al mismo periodo del 2009, mientras que al 31 de marzo del 2011, lo hicieron en 22.6%, en relación al mismo periodo del 2010, como resultado del aumento en los gastos relacionados con la administración del Centro Comercial que se paga a APSAC, en virtud del Contrato de Administración

de plazo indeterminado y mediante el cual APSAC cobra a Inmuebles Panamericana S.A. el 5,0% de todos los egresos generados por APSAC en el periodo menos sus ingresos.

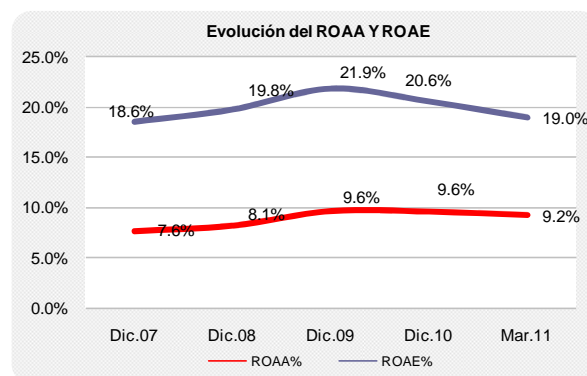
A diferencia de lo observado al cierre del año 2009, periodo en que la tasa de crecimiento del periodo de los gastos resultó mayor al de los ingresos, reflejando el proceso de expansión del negocio, a diciembre del 2010, la tasa de expansión de los ingresos fue mayor a la tasa de expansión de los gastos con 5.0% y 3.7% mientras que en el periodo Mar.11/Mar.10, fue de 5.8% y 3.7% para los ingresos y gastos operativos, respectivamente. Es importante señalar que conforme continúe expandiéndose el centro comercial, los gastos operativos presentaran un comportamiento más armonioso con el crecimiento del mismo debido a las economías de escala generadas.

De otro lado, la generación de la empresa medida a través del EBITDA (utilidad operativa + depreciación + amortización) mostró a diciembre del 2010 una evolución positiva, con un crecimiento del 6% en relación a la generación obtenida en diciembre del 2009, lo cual permite una suficiente cobertura de los gastos financieros de 7.2x. Del mismo modo, la generación obtenida, a Marzo del 2011, se incrementó en 23.5% en relación a la obtenida en el mismo periodo del 2010 permitiendo una cobertura de los gastos financieros de 7.0x.

Indicadores	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Mar-11
Margen Operativo	54%	58%	56%	53%	56%	54%
EBITDA (S. Miles)	20,307	25,156	32,618	34,760	36,901	8,979
Margen EBITDA	61%	63%	66%	64%	65%	63%
EBITDA / Gastos Financieros	3.0	4.7	5.8	6.3	7.2	7.0
Deuda Total / EBITDA	2.7	3.6	2.7	2.3	2.3	9.4

Fuente: Inmuebles Panamericana S.A.

Asimismo cabe resaltar, la estable evolución del margen neto de la empresa a través del periodo de análisis y el impacto sobre los niveles de rentabilidad sobre activos y patrimonio, como reflejo del comportamiento positivo en las ventas de los locatarios y de la estructura de los alquileres. En este sentido, se obtiene que al cierre del 2010, el ROE y ROA de IPSA fue de 20.6% y 9.6%, respectivamente, mientras que a marzo del 2011, estos alcanzaron el 19.0% y el 9.2%, respectivamente.



Fuente Inmuebles Panamericana S.A.

Endeudamiento y Liquidez

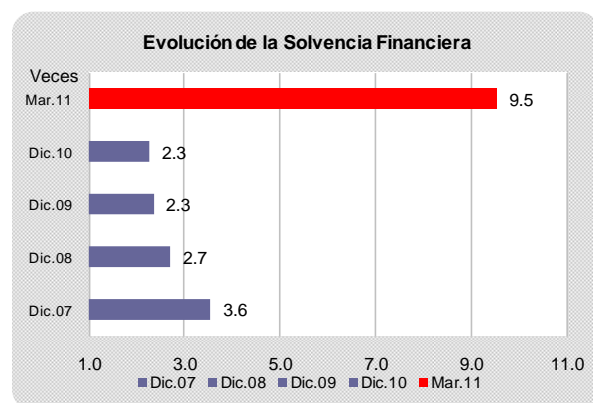
Al 31 de marzo del 2010, de acuerdo al modelo de negocios para este tipo de proyectos, se tiene que los activos han sido financiados a través de pasivos no corrientes (41.6%) y recursos propios (48.5%), generados por la capitalización de los resultados correspondientes al 2010.

Al interior del pasivo se observa que la deuda de largo plazo es la que mantiene mayor importancia relativa al financiar el 34.2% de los activos, correspondientes al saldo vigente de la primera, segunda y tercera emisión de Bonos Titulizados (utilizados para la cancelación de la deuda sindicada, destinado a la construcción del Centro Comercial, deudas con empresas vinculadas y como capital de trabajo para financiar la construcción del segundo piso del Centro Comercial).

Solvencia	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11
Pasivo corriente / Patrimonio	0.05	0.12	0.14	0.13	0.22	0.20
Endeudamiento patrimonial (veces)	1.40	1.49	1.38	1.18	1.13	1.06
Endeudamiento del Activo (veces)	0.58	0.60	0.58	0.54	0.53	0.52

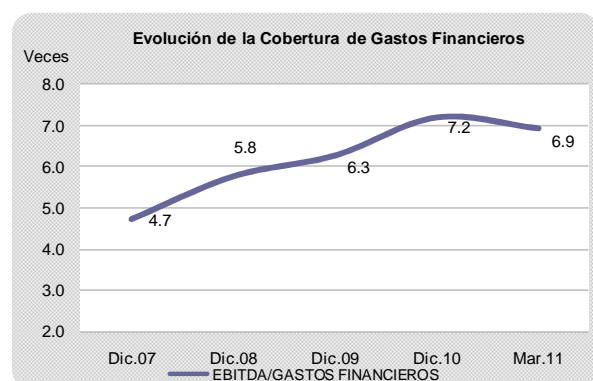
Elaboración propia

Al 31 marzo del 2011, se observa un fuerte aumento del pasivo corriente en 2.42x como consecuencia de la toma de un pagaré con el BCP por USD 2.0 millones o S/. 5.6 millones, los cuales han sido destinados en parte para inversiones inmobiliarias en Chimbote, así como de un préstamo a 180 días por un monto de S/. 2.0 millones con el BIF. Del lado del pasivo no corriente, se presenta una reducción de la deuda de largo plazo en -5.4%, como resultado de una reducción de 4.2% en el saldo de la deuda de largo plazo que representa el 34.2% del activo de la compañía, teniendo como resultado un deterioro en el indicador de solvencia financiera que relaciona la deuda frente al EBITDA, el cual se incrementa de 2.3x a 9.5x.



Fuente Inmuebles Panamericana S.A.

De igual forma, se observa un deterioro en la cobertura de gastos financieros, como consecuencia de un incremento en el servicio de la deuda correspondiente al primer trimestre del 2011, alcanzando en este periodo un nivel de 6.9x.



Fuente Inmuebles Panamericana S.A.

Los activos totales de la empresa han mantenido una tendencia creciente, presentando, al 31 de marzo del 2011, un incremento de 10.2% en relación al mismo periodo del 2010. Por el lado de los activos corrientes, el incremento se debe a los préstamos para capital de trabajo concedidos a empresas relacionadas como Inversiones Alameda Sur S.A.C, Inversiones Baikiri S.A.C, Sociedad de Inversiones y Gestión S.A.C y Altek Trading, principalmente.

De otro lado, los niveles de liquidez han perdido su holgura en relación a lo mostrado en el mismo periodo del 2010, como consecuencia de un aumento de las fuentes de fondeo de corto plazo destinadas al financiamiento del capital de trabajo de las empresas relacionadas.

Liquidez y Gestión	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	mar-10	dic-10	mar-11
Liquidez (veces)	4.86	3.09	2.29	1.59	2.15	1.28	1.29
Liquidez Acida (veces)	2.57	2.58	2.21	1.38	2.02	0.97	1.06
Capital de Trabajo	11,235	18,778	14,762	6,871	10,123	5,967	6,204

Elaboración propia

PROGRAMA DE BONOS TITULIZADOS

El 29 de Enero de 2007, se inscribió en el Registro Público del Mercado de Valores el "Primer Programa de Bonos de Titulización Inmuebles Panamericana", por un monto de US\$30 millones o su equivalente en nuevos soles y cuyo valor nominal comprende US\$1,000 o S/.10,000 según corresponda.

A la fecha del informe, Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A. había inscrito 5 emisiones del Primer Programa de Bonos de Titulización, de las cuales 3 se encuentran en circulación. El 08 de febrero de 2007 se colocaron la segunda emisión por S/.31.9 millones y la cuarta emisión por US\$15 millones. Posteriormente, el 10 de octubre del 2007, se colocó la quinta emisión en nuevos soles por un monto equivalente a US\$5 millones a un plazo de nueve años (S/.15.1 millones). Las condiciones de cada emisión se detallan a continuación:

NºEmisión	Fecha Coloc.	Plazo	Tasa	Moned.	Expresado en US\$
Segunda	08-feb	15 años *	VAC+4%	Soles	10 mm
Cuarta	08-feb	15 años	6.4375	Dólares	15 mm
Quinta	11-oct	9 años	6.875	Soles	5 mm

(*) Considera un periodo de gracia de 7 años

Al 31 de marzo del 2011, se comunicó que se han cumplido con las obligaciones correspondientes a la segunda, cuarta y quinta emisión de los Bonos Titulizados.

Ratios	Limite	2007	2008	2009	2010	IT 2011
Cobertura de Flujos	Mayor 2.00	6.368	6.205	5.032	4.574	7.860
RSCD(*)	Mayor 1.25	-0.096	-3.402	3.944	4.189	7.004
Apalancamiento	Menor 1.5	1.38	1.24	1.03	1.100	1.033

(*) Según cláusula 2da. De addenda de Fideicomiso de Titulización, se entiende como cumplido cuando el denominador es negativo. A septiembre 2009, se aprueba la modificación del indicador de RSCD = FCSD / Total Serv. Deuda Originador por RSCD(nueva propuesta) = EBITDA / Total Servicio Deuda

Respecto al ratio de cobertura de Servicio de deuda hay que señalar que mediante addenda al Acto Constitutivo de Fideicomiso de Titulización y Contrato Marco de Emisión de los Bonos de Titulización del 31 de octubre del

2006 se estableció adicionalmente que el ratio se entenderá por cumplido cuando el denominador del Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda sea negativo. Adicionalmente, con fecha septiembre del 2009, se aprueba la

modificación del indicador de Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda ($RCSD = FCSD / \text{Total Serv. Deuda Originador}$) por $RCSD$ (nueva propuesta) = $EBITDA / \text{Total}$.

ORIGINADOR : INMUEBLES PANAMERICANA S.A.
BALANCE GENERAL
(Miles de Nuevos Soles)

	Dic-07	%	Dic-08	%	Dic-09	%	Dic-10	%	Mar-11	%
ACTIVOS										
Activo Corriente										
Caja Bancos y Fondos Restringido	18,757	10%	20,748	11%	11,149	6%	6,039	3%	1,974	1%
Valores Negociables	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Cuentas por Cobrar Comerciales	4,090	2%	4,162	2%	4,566	2%	4,961	2%	6,000	3%
Cuentas por Cobrar Vinculadas	300	0%	372	0%	270	0%	9,830	5%	14,459	7%
Otras Cuentas por Cobrar	510	0%	449	0%	1,840	1%	5,363	3%	2,508	1%
Credito Fiscal	3,887	2%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Gastos pagados por anticipado	214	0%	483	0%	670	0%	1,354	1%	2,507	1%
Total Activo Corriente	27,758	15%	26,214	14%	18,495	10%	27,547	13%	27,448	13%
Fondos Restringidos de Largo Plazo	2,873	2%	2,464	1%	2,066	1%	2,061	1%	2,948	1%
Inversiones inmobiliarias, neto	149,664	82%	159,007	84%	169,714	88%	174,010	82%	176,707	82%
- Costo	160,219	87%	173,177	91%	187,865	98%	196,463	93%	200,278	93%
- Depreciación	10,555	6%	14,170	7%	18,151	9%	22,453	11%	23,571	11%
Muebles, mobiliario y equipo	1,071	1%	777	0%	900	0%	749	0%	709	0%
- Costo	1,712	1%	1,305	1%	1,587	1%	1,602	1%	1,604	1%
- Depreciación	641	0%	528	0%	687	0%	853	0%	895	0%
Inversiones en Valores	5	0%	5	0%	5	0%	5,613	3%	5,613	3%
Intangibles	1,961	1%	1,663	1%	1,440	1%	1,099	1%	1,019	0%
- Costo	3,556	2%	3,618	2%	3,763	2%	3,800	2%	3,719	2%
- Depreciación	1,595	1%	1,955	1%	2,323	1%	2,701	1%	2,700	1%
Otros activos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Activos Diferidos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Activo no Corriente	155,574	85%	163,916	86%	174,125	90%	183,532	87%	186,996	87%
TOTAL ACTIVOS	183,332	100%	190,130	100%	192,620	100%	211,079	100%	214,444	100%
PASIVOS										
Pasivo Corriente										
Sobregiros Bancarios							0			
Cuentas por Pagar Comerciales	1,072	1%	2,243	1%	2,005	1%	1,957	1%	558	0%
Cuentas por pagar vinculadas	490	0%	149	0%	1,822	1%	1,687	1%	1,209	1%
Tributos por Pagar	1,537	1%	2,430	1%	0	0%	0	0%	0	0%
Otras cuentas por pagar	2,431	1%	2,327	1%	3,068	2%	7,505	4%	6,884	3%
Parte Corriente Deuda de Largo Plazo	3,006	2%	3,341	2%	3,428	2%	9,297	4%	11,423	5%
Ganancia Diferida corriente	444	0%	962	1%	1,301	1%	1,134	1%	1,170	1%
Total Pasivo Corriente	8,980	5%	11,452	6%	11,624	6%	21,580	10%	21,244	10%
Cuentas por pagar vinculadas	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Deuda a largo plazo	86,301	47%	84,897	45%	78,233	41%	74,315	35%	73,291	34%
Impuesto diferidos	13,469	7%	12,459	7%	13,209	7%	14,256	7%	14,062	7%
Ganancia Diferida	857	0%	1,390	1%	1,222	1%	1,796	1%	1,842	1%
Total Pasivo No Corriente	100,627	55%	98,746	52%	92,664	48%	90,367	43%	89,195	42%
TOTAL PASIVO	109,607	60%	110,198	58%	104,288	54%	111,947	53%	110,439	52%
Capital social	49,871	27%	60,871	32%	60,871	32%	60,871	29%	60,871	28%
Reservas	3,924	2%	5,344	3%	7,259	4%	9,293	4%	9,761	5%
Resultados del ejercicio	12,801	7%	15,207	8%	18,400	10%	19,300	9%	4,872	2%
Resultados acumulados	7,129	4%	-1,490	-1%	1,802	1%	9,668	5%	28,501	13%
TOTAL PATRIMONIO NETO	73,725	40%	79,932	42%	88,332	46%	99,132	47%	104,005	48%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	183,332	100%	190,130	100%	192,620	100%	211,079	100%	214,444	100%

ORIGINADOR : INMUEBLES PANAMERICANA S.A.

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS

(Miles de Nuevos Soles)

	dic-07		dic-08		dic-09		mar-10		dic-10		mar-11	
		%		%		%		%		%		%
INGRESOS												
Ingresos por Servicios:												
Alquileres	29,844	72%	35,664	72%	37,857	70%	9,283	69%	40,289	71%	10,076	71%
Mantenimiento	4,992	14%	6,893	14%	8,547	16%	2,238	17%	9,266	16%	7,454	52%
Publicidad	4,815	13%	6,291	13%	6,817	13%	1,622	12%	6,813	12%	2,622	18%
Derecho de Ingreso	171	1%	680	1%	1,096	2%	306	2%	653	1%	2,158	15%
Otros menores	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	1,998	14%
TOTAL INGRESOS	39,822	100%	49,528	100%	54,317	100%	13,449	100%	57,021	100%	14,232	100%
Costo de servicios inmobiliarios	14,671	34%	17,369	35%	20,064	37%	4,635	34%	20,118	35%	5,674	40%
Gastos Administrativos	3,538	9%	3,701	7%	4,001	7%	1,665	12%	4,848	9%	833	6%
UTILIDAD OPERATIVA	21,613	58%	28,458	57%	30,252	56%	7,149	53%	32,055	56%	7,725	54%
Ingresos Financieros	464	4%	785	2%	236	0%	85	1%	104	0%	12	0%
Gastos financieros	5,325	12%	5,661	11%	5,543	10%	1,301	10%	5,129	9%	1,282	9%
Diversos	141	0%	(562)	-1%	(474)	-1%	-	0%	172	0%	(14)	0%
Gastos de Demolición	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Utilidad antes del REI	16,893	49%	23,020	46%	24,471	45%	5,932	44%	27,202	48%	6,441	45%
REI y/o Diferencia en cambio	1,648	0%	(1,114)	-2%	2,121	4%	376	3%	484	1%	(21)	0%
Utilidad antes del Impuesto a la renta	18,541	49%	21,906	44%	26,592	49%	6,309	47%	27,686	49%	6,420	45%
Participación de los Trabajadores	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Impuesto a la Renta	5,740	15%	6,699	14%	8,192	15%	2,359	18%	8,386	15%	1,548	11%
Utilidad Neta	12,801	34%	15,207	30.7%	18,400	33.9%	3,949	29%	19,300	33.8%	4,872	34%

Indicadores Financieros	dic-07	dic-08	dic-09	mar-10	dic-10	mar-11
ROAA %	7.59%	8.14%	9.61%	9.09%	9.56%	9.89%
ROAE %	18.58%	19.79%	21.87%	20.02%	20.59%	20.56%
Liquidez (veces)	3.09	2.29	1.59	2.15	1.28	1.29
Liquidez Acida (veces)	2.58	2.21	1.38	2.02	0.97	1.06
Capital de Trabajo	18,778	14,762	6,871	10,123	5,967	6,204
Pasivo corriente / Patrimonio	0.12	0.14	0.13	0.09	0.22	0.20
Endeudamiento patrimonial (veces)	1.49	1.38	1.18	1.10	1.13	1.06
Endeudamiento del Activo (veces)	0.60	0.58	0.54	0.52	0.53	0.52
Deuda Financiera	89,307	88,238	81,661	81,072	83,612	84,714
EBITDA Anualizado	25,156	32,618	34,760	35,434	36,901	8,884
Cobertura de Gastos Financieros (*)	4.72	5.76	6.27	6.56	7.19	6.93
Deuda Financiera / EBITDA (*)	3.55	2.71	2.35	2.29	2.27	9.54