

Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

Contactos:

Diego Galarza

dgalarza@equilibrium.com.pe

Jeanisse Olazabal

jolazabal@equilibrium.com.pe

511- 616-0400



CREDITÍTULOS SOCIEDAD TITULIZADORA S.A.

Primer Programa de Bonos de Titulización

Inmuebles Panamericana S.A.

Lima, Perú

31 de mayo de 2010

Instrumentos	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 2006, 2007, 2008 y 2009 y no auditados al 31 de marzo de 2009 y 2010 así como información adicional proporcionada por la Entidad.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Clasificación de Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. 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 clasificación se sustenta en la estructura del programa que considera como garantía un Fideicomiso de Flujos Futuros, así como Garantías Adicionales constituidas por el Fideicomiso en Garantía sobre los Inmuebles y la Fianza del Originador, y resguardos establecidos que crean una estructura financiera sólida, cuyos flujos permitirían cumplir con el servicio de deuda de los Bonos. Asimismo se ha considerado la solvencia de las diferentes entidades que participan en la estructura, así como el desempeño del Originador (Inmuebles Panamericana S.A.-IPSA) dada la importancia que tiene éste en la generación de los flujos que se van a transferir al Patrimonio. La clasificación también ha tomado en cuenta el modelo de negocio que desarrolló la Empresa, el cual se vio fortalecido con el ingreso de Parque Arauco en el accionariado en el 2006. No obstante la fortaleza de la estructura y el buen desempeño del Originador, hay que precisar que la clasi-

ficación se ve limitada porque los ingresos de IPSA -que son los que alimentan al Patrimonio- están altamente correlacionados con el sector comercial, el mismo que evidenció en el último año signos de un menor dinamismo. En tal sentido, IPSA se ha venido consolidando a través de una gestión de operaciones eficiente que ha permitido generar flujos de caja estables, un perfil financiero caracterizado por presentar holgados niveles de liquidez, controlados gastos financieros y un nivel de endeudamiento congruente con la generación del negocio y las inversiones. Al 31 de diciembre de 2009, los resultados de la compañía se mantienen estables a pesar del contexto de desaceleración económica observado en el 2009, presentando un crecimiento de la utilidad operativa en 6% respecto diciembre 2008. Este desempeño, se ve afectado al cierre del primer trimestre del 2010, debido al aumento de los gastos operativos, dada la ampliación del centro comercial reduciendo la utilidad operativa en 7%. Cabe señalar que la ampliación del centro comercial brindara en el corto plazo nuevas incorporaciones de locatarios incrementando de la renta mínima y eventualmente diluyendo el aumento de los costos operativos dadas las economías

de escala. Finalmente, es importante resaltar que la empresa continua registrando importantes niveles de generación, así el margen de EBITDA se ubica en los últimos cuatro años por encima del 60%. Mega Plaza muestra una estructura financiera flexible, reflejando un adecuado balance entre sus obligaciones de corto y largo plazo una relación deuda / patrimonio equilibrada y un cumplimien-

to constante y holgado de los resguardos, sin embargo se esperan nuevas inversiones financiadas con recursos de terceros que podrían afectar esta tendencia. En el 2010, Mega Plaza enfrenta el desafío de continuar creciendo, buscando alternativas rentables que anticipen reacciones de la competencia, manteniendo de esta manera, su sólida posición como Centro Comercial.

Inmuebles Panamericana S.A.

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).

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.

Oportunidades

1. Mejora en las condiciones contractuales.
2. Desarrollo y/o ampliación de nuevos centros comerciales.

Amenazas

1. Sensibilidad a los ciclos económicos.
2. Ingreso de nuevos competidores.
3. Disminución del poder adquisitivo de los consumidores.

DESCRIPCIÓN DE LA 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.

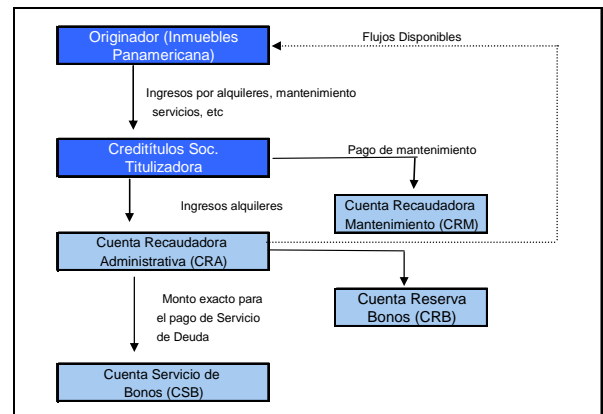
Administración de los Flujos.- Con la finalidad de contar con una adecuada cobertura sobre el pago de intereses y principal, la estructura de titulización considera la constitución de las siguientes cuentas que permitirán atender las obligaciones señaladas:

- 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 establece:

- a. El cumplimiento del pago en tiempo y forma del servicio de deuda, o la redención del principal de los Bonos.
- 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 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 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 límite debe ser superior a 2.00 veces.

Eventos de Incumplimiento

La estructura contempla determinadas situaciones, así como obligaciones que tiene que cumplir el Originador. En caso de producirse el incumplimiento de los eventos establecidos y dependiendo de la incidencia de cada suceso, existen determinados mecanismos de subsanación que permiten superar la situación.

Entre los principales hechos, eventos o circunstancias (adicionales a los resguardos) que pueden generar eventos de incumplimiento, durante la vigencia de los Bonos que se emitan, se pueden destacar:

- a. Incumplimiento de una o más obligaciones del Originador provenientes de otras operaciones de endeudamiento con entidades financieras.
- b. Incumplimiento del Originador en realizar la transferencia fiduciaria de las cuentas por cobrar para la constitución del Patrimonio Fideicometido.
- c. En caso se compruebe la existencia de falsedad o error en las informaciones proporcionadas por el Originador.
- d. En caso una o más de las declaraciones y garantías del Originador resulten siendo falsas o equivocadas en las fechas en que son otorgadas.

- e. El incumplimiento del Originador de suscribir y hacer suscribir a los actuales clientes del Mega Plaza, las cláusulas adicionales a los Contratos de Arrendamiento y/o Usufructo.

Durante la vigencia de los Bonos y ante cualquier evento de incumplimiento que no hubiese sido subsanado dentro del plazo de subsanación, se generarán las siguientes consecuencias:

1. El orden Patrimonio Fideicometido de la siguiente manera:
 - i. Se pagarán los tributos, comisiones, gastos y costos a cargo del Patrimonio Fideicometido. Asimismo, se pagarán los tributos, comisiones, gastos y costos a cargo del Fideicomiso en Garantía.
 - ii. Los fondos depositados en la CRA se transferirán mensualmente a la CDO, hasta alcanzar el saldo mínimo CDO.
 - iii. Los fondos depositados en la CDO, serán transferidos mensualmente por el Fiduciario al Servidor para cubrir los gastos y costos operativos. No se transferirán fondos para pagar CAPEX, dietas de directorio ni dividendos, salvo el CAPEX Restringido.
 - iv. El saldo de los fondos depositados en la CRA así como cualquier saldo existente en la CRB, se transferirá en su integridad a la CSB, a fin de servir al pago acelerado de los intereses y principal de los Bonos, según lo decida la Asamblea General. En tal virtud, no se generarán Flujos Disponibles.
2. La Asamblea General decidirá sobre el reemplazo del Servidor.
3. El pago de los intereses y principal de los Bonos se realizará a prorrata, teniendo en consideración el Ratio de Asignación.
4. La Asamblea General podrá decidir el inicio del procedimiento de ejecución de las Garantías Adicionales, así como el orden de ejecución de éstas y el orden de aplicación de los fondos provenientes de la(s) ejecución(es) de las Garantías Adicionales.
5. El Originador comunicará al Representante de los Bonistas, en caso éste sea una persona distinta al Fiduciario, cuando se requiera ejecutar inversiones en el Mega Plaza o en la ampliación Mega Plaza con el objeto de requerir la aprobación previa de la Asamblea General. El Originador deberá incluir lo siguiente en su comunicación: (i) monto de las inversiones; (ii) destino de los fondos; y (iii) descripción de las inversiones a realizar.

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 Fideicometido 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 Fideicometido no resulten suficientes para atender las obligaciones de cargo de este último, la Asamblea General podrá decidir la ejecución del Fideicomiso en Garantía¹.

CARACTERÍSTICAS DEL PRIMER 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:

Nº Emisión	Fecha Coloc.	Plazo	Tasa	Moneda	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 diciembre del 2009, el Fiduciario comunicó que se han cumplido con las obligaciones correspondientes a la segunda, cuarta y quinta emisión de los Bonos Titulizados.

Ratios	Límite	2007	2008	2009	Mar. 2010
Cobertura de Flujos	Mayor 2.00	6.368	6.205	5.032	5.160
RSCD(*)	Mayor 1.25	-0.096	-3.402	3.944	4.003
Apalancamiento	Menor 1.5	1.38	1.24	1.03	0.94

(*) 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

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.

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, situación que ha registrado la empresa a 30 de junio de 2009 y en los periodos presentados en el cuadro precedente. Adicionalmente, con fecha septiembre del 2009, se aprueba la modificación del indicador de Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda (RSCD = FCSD / Total Serv. Deuda Originador) por RSCD (nueva propuesta) = EBITDA / Total Servicio Deuda.

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%

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 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 las familia Said Saffie con una participación de 16.1%, la familia Said Yarur mantiene el 10.1%, la fami-

lia 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
Marco Aveggio Merello	Director
Gonzalo de la Puente Wiese	Director
Mauricio Olaya Nohra	Director
José Domingo Eluchans Urenda	Director
Andrés Olivos Bambach	Director
José Said Saffie	Director
Augusto Felipe Wiese de Osma	Director

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. Se encarga adicionalmente de la evaluación y aprobación de los potenciales arrendatarios del Centro Comercial. Sus miembros son:

Nombre	Cargo
Marco Aveggio Merello	Director
Marily Wiese Moreyra	Director
Gonzalo de la Puente Wiese	Director

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 71,996 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” con el objetivo de que se genere un tráfi-

co de público hacia negocios menores. En línea con este objetivo también se construyeron vías de acceso como un vía ducto (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.

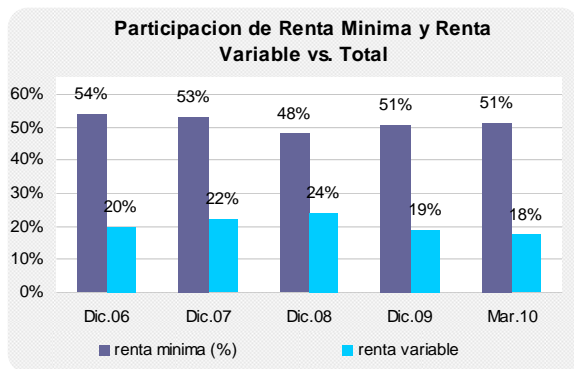
El centro comercial Mega Plaza mantiene contratos de arrendamiento y/o usufructo de largo plazo. Las tiendas ancla (Tottus, Saga, Sodimac y Ripley Max cuya área arrendable promedio es de 10.500 m²) poseen contratos a un plazo de 30 años con un período forzoso de 10 años.

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. Actualmente, la gerencia viene gestionando la ampliación del centro comercial a fin de complementar la oferta vigente, incluyendo restaurantes, ampliación de estacionamientos y un casino, así como otras alternativas que están en evaluación.

ANÁLISIS FINANCIERO DEL ORIGINADOR

Ingresos

Los ingresos de IPSA a diciembre 2009 se encuentran constituidos principalmente por la renta mínima (50.6% de los ingresos totales) y la renta variable (la cual depende de las ventas de sus locatarios, y se efectúa sólo si se ha superado la renta mínima) que a esta fecha representa el 19% del total. Los ingresos por mantenimiento, marketing, derecho de ingreso y otros representan conjuntamente el 30,3%. Al primer trimestre del 2010, la renta mínima mantiene la misma participación observada (51.4%), mientras que la renta variable (17.7%) refleja el impacto de la crisis financiera sobre el consumo y en consecuencia sobre las empresas de retail, principales generadoras del flujo variable. Sin embargo, se observa que los ingresos de la empresa tienen un alto componente fijo que otorga estabilidad a los ingresos.



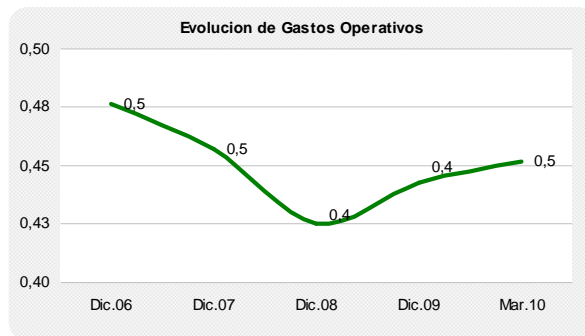
Respecto a los ingresos por alquiler se observa un aumento del 6,2%, reflejando la disminución de los ingresos variables (-13,6%), dado el impacto de la desaceleración de la actividad económica en el sector de acuerdo al procedimiento de cálculo de la renta². En cuanto a la renta fija, su crecimiento de 16,15% (como se comentó en el informe anterior) es producto de la incorporación de nuevas áreas arrendables del segundo nivel. En el caso del derecho de ingreso, se observa un incremento debido a los ingresos de nuevos locatarios.

Tasa de Crecimiento de la Renta	Dic 06/05	Dic 07/06	Dic 08/07	Dic 09/08
Alquileres	21.8%	21.0%	19.5%	6.1%
Alquileres (Mínimo)	20.9%	16.9%	12.5%	16.1%
Alquileres (Variable)	24.6%	32.0%	36.2%	-13.6%
Mantenimiento	124.0%	19.6%	38.1%	24.0%
Publicidad	103.6%	29.6%	30.7%	8.4%
Derecho de Ingreso	-75.6%	-80 %	297.7%	61.2%

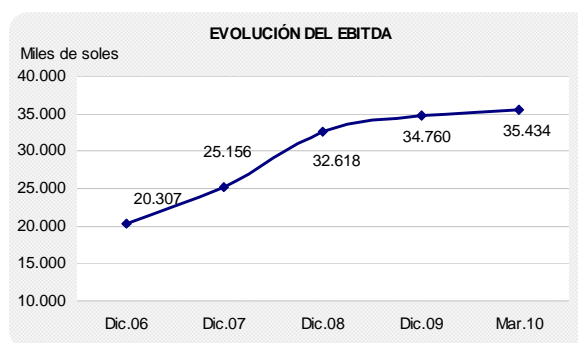
Al 31 de diciembre de 2009, la Empresa registró ingresos por S/.54.3 millones es decir, 9,7% superior a los registrados en el ejercicio 2008, explicado por los menores alquileres percibidos como resultado de la contracción de las ventas del sector retail. Cabe señalar, que el menor crecimiento de los ingresos totales del periodo 2009, se sustenta en el menor crecimiento de todos los rubros excepto la renta mínima que tuvo una variación superior a la observada en el 2008 y la renta variable que tuvo una caída en 13,6%.

Por su parte a diciembre de 2009, los gastos operativos (que engloban el costo de servicios inmobiliarios y los gastos administrativos) crecieron en 14% respecto a diciembre 2008, siendo el crecimiento de estos gastos mayor al de los ingresos, por lo que se continúa observando una menor eficiencia en la utilización de los recursos operativos de la Empresa, aunque también es reflejo del proceso de expansión del negocio. Es importante señalar que conforme continúe expandiéndose el centro comercial, los gastos operativos presentarán un comportamiento más armonioso con el crecimiento del mismo debido a las economías de escala generadas.

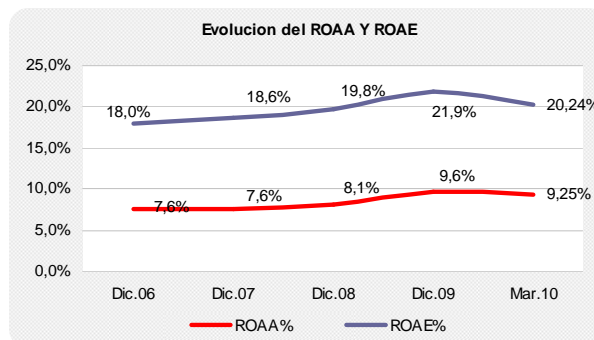
² Contempla el pago del mayor valor entre la renta mínima (que se establece en función de los metros cuadrados de área arrendable) y un porcentaje sobre las ventas netas de los locatarios, la renta variable.



Las operaciones de la Empresa muestran un margen de EBITDA robusto que se ubica en torno del 64.0% de los ingresos, exhibiendo una estable capacidad de generación de flujos. Esto se repite al cierre del primer trimestre con una margen de EBITDA anualizado de 62.1%.



De otro lado se observa que la utilidad neta de la empresa ha sido consistente en los últimos años, permitiendo niveles de rentabilidad sobre activos y patrimonio importantes tal como se muestra a continuación.



Perfil Financiero y Endeudamiento

Las inversiones de IPSA se han financiado a través de recursos de terceros (56%) y recursos propios (44%), el cual tiene un fuerte componente temporal constituido por las utilidades que se liberan anualmente debido a la política de dividendos que mantiene la empresa de repartir el 30% de la utilidad neta.

Al interior del pasivo se observa que la deuda de largo plazo es la que mantiene mayor importancia relativa al financiero, al 31 de diciembre de 2009, el 40% de los activos. Esta deuda corresponde a las emisiones de Bonos Titulizados cuyos recursos fueron utilizados para la cancelación de la deuda sindicada, destinado a la construc-

ción del Centro Comercial, así como deudas con empresas vinculadas. El remanente se utilizó como capital de trabajo para financiar la construcción del segundo piso del Centro Comercial.

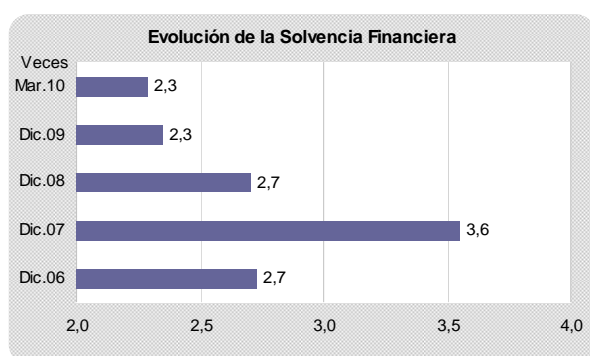
Respecto al patrimonio, desde que el capital social de la empresa aumentó gracias al aporte de S/.11 millones de soles por parte de los accionistas en diciembre de 2008, este ha permanecido estable en S/.60.9 millones, incrementándose progresivamente el patrimonio debido a los resultados de la compañía.

Solvencia	Dic.06	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Mar.10
Pasivo Cte / Patrim.	0.05	0.12	0.14	0.13	0.09
Endeud. patrimonial	1.40	1.49	1.38	1.18	1.10
Endeud. del activo	0.58	0.60	0.58	0.54	0.52

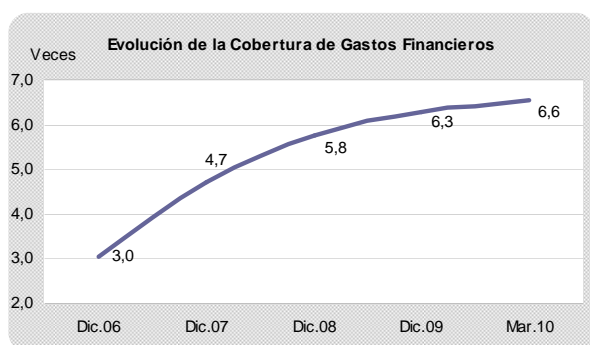
Elaboración propia

En general se observa que la estructura de fondeo de la empresa es saludable ya que son los recursos propios y la deuda de largo plazo (86-87% del fondeo) las que financian los activos de la empresa.

A diciembre de 2009, el indicador de solvencia financiera que relaciona la deuda financiera frente al EBITDA mantiene un comportamiento estable respecto a años anteriores. Esta situación es resultado del comportamiento positivo del EBITDA frente al estancamiento de los pasivos financieros de la Empresa. Esta situación permanece sin cambio al primer trimestre del 2010.



Respecto a la cobertura de gastos financieros, se observa una evolución favorable del indicador alcanzando al cierre del 2009 un nivel de 6.3x y mejorando a marzo 2010 con 6.5 veces, resultado de un EBITDA consistente y de gastos financieros controlados.



Liquidez

Los activos de la empresa han presentado una evolución positiva producto de las inversiones realizadas en la construcción del Centro Comercial (representan el 90% de los activos), reduciendo al cierre del 2009 los niveles de liquidez (1.4x), dados los trabajos en curso en la ampliación del segundo piso del centro Comercial donde se ubicarían 20 nuevos locatarios y la construcción de 2 nuevos restaurantes, con lo cual el Centro Comercial ampliaría sus instalaciones en 5.0%. Sin embargo, los niveles de liquidez presentan una pronta mejora para terminar el primer trimestre del 2010 en 2.0x. Es importante señalar que la estructura de activos y pasivos ha permitido que IPSA mantenga niveles de liquidez holgados y un capital de trabajo positivo, que otorga margen de maniobra para el desarrollo de sus operaciones. Cabe resaltar que la Compañía ha constituido un fideicomiso en garantía de los inmuebles del centro comercial.

Liquidez y Gestión	Dic.06	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Mar.10
Liquidez general	4.86	3.09	2.29	1.59	2.15
Liquidez ácida	2.57	2.58	2.21	1.38	2.02
Capital de Trabajo (Millones de soles)	11.2	18.8	14.8	6.9	10.1

Elaboración propia

DESCRIPCIÓN DEL EMISOR CREDITÍTULOS SOCIEDAD TITULIZADORA S.A.

Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A. (Creditítulos) fue constituida con fecha 12 de setiembre 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 fideicometidos 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.

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

	dic-06		dic-07		dic-08		mar-09		dic-09		mar-10	
		%		%		%		%		%		%
ACTIVOS												
Activo Corriente												
Caja Bancos y Fondos Restringidos de CP	3.842	2%	18.757	10%	20.748	11%	22.133	11%	11.149	6%	13.484	7%
Cuentas por Cobrar Comerciales	3.304	2%	4.090	2%	4.162	2%	3.206	2%	4.566	2%	4.206	2%
Cuentas por Cobrar Vinculadas	319	0%	300	0%	372	0%	0	0%	270	0%	0	0%
Otras Cuentas por Cobrar	339	0%	510	0%	449	0%	1.224	1%	1.840	1%	113	0%
Credito Fiscal	6.095	4%	3.887	2%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Gastos pagados por anticipado	243	0%	214	0%	483	0%	396	0%	670	0%	1.087	1%
Total Activo Corriente	14.142	9%	27.758	15%	26.214	14%	26.959	14%	18.495	10%	18.890	10%
Fondos Restringidos de Largo Plazo	2.084	1%	2.873	2%	2.464	1%	2.168	1%	2.066	1%	3.596	2%
Inversiones inmobiliarias, neto	134.617	87%	149.664	82%	159.007	84%	164.374	84%	169.714	88%	170.010	87%
Muebles, mobiliario y equipo	959	1%	1.071	1%	777	0%	940	0%	900	0%	726	0%
Inversiones en Valores	5	0%	5	0%	5	0%	5	0%	5	0%	5	0%
Intangibles	2.092	1%	1.961	1%	1.663	1%	1.582	1%	1.440	1%	1.346	1%
Otros activos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Activos Diferidos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Activo no Corriente	139.757	91%	155.574	85%	163.916	86%	169.069	86%	174.125	90%	175.683	90%
TOTAL ACTIVOS	153.899	100%	183.332	100%	190.130	100%	196.028	100%	192.620	100%	194.572	100%
PASIVOS												
Pasivo Corriente												
Sobregiros Bancarios											271	
Cuentas por Pagar Comerciales	1.334	1%	1.072	1%	2.243	1%	2.972	2%	2.005	1%	298	0%
Cuentas por pagar vinculadas	363	0%	490	0%	149	0%	538	0%	1.822	1%	1.113	1%
Tributos por Pagar	7	0%	1.537	1%	2.430	1%	2.268	1%	0	0%	-180	0%
Otras cuentas por pagar	1.185	1%	2.431	1%	2.327	1%	3.245	2%	3.068	2%	2.476	1%
Parte Corriente Deuda de Largo Plazo	0	0%	3.006	2%	3.341	2%	3.644	2%	3.428	2%	3.585	2%
Ganancia Diferida corriente	18	0%	444	0%	962	1%	1.045	1%	1.301	1%	1.203	1%
Total Pasivo Corriente	2.907	2%	8.980	5%	11.452	6%	13.712	7%	11.624	6%	8.767	5%
Cuentas por pagar vinculadas	18.416	12%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	946	0%
Deuda a largo plazo	55.456	36%	86.301	47%	84.897	45%	83.895	43%	78.233	41%	77.487	40%
Impuesto diferidos	13.033	8%	13.469	7%	12.459	7%	11.871	6%	13.209	7%	13.432	7%
Ganancia Diferida	0	0%	857	0%	1.390	1%	2.015	1%	1.222	1%	1.195	1%
Total Pasivo No Corriente	86.905	56%	100.627	55%	98.746	52%	97.781	50%	92.664	48%	93.060	48%
TOTAL PASIVO	89.812	58%	109.607	60%	110.198	58%	111.493	57%	104.288	54%	101.827	52%
Capital social	49.871	32%	49.871	27%	60.871	32%	60.871	31%	60.871	32%	60.871	31%
Reservas	2.600	2%	3.924	2%	5.344	3%	5.745	3%	7.259	4%	7.722	4%
Resultados del ejercicio	10.961	7%	12.801	7%	15.207	8%	4.603	2%	18.400	10%	3.949	2%
Resultados acumulados	655	0%	7.129	4%	-1.490	-1%	13.316	7%	1.802	1%	20.202	10%
TOTAL PATRIMONIO NETO	64.087	42%	73.725	40%	79.932	42%	84.535	43%	88.332	46%	92.745	48%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	153.899	100%	183.332	100%	190.130	100%	196.028	100%	192.620	100%	194.572	100%

ORIGINADOR : INMUEBLES PANAMERICANA S.A.
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS
(Miles de Nuevos Soles)

	dic-06		dic-07		dic-08		mar-09		dic-09		mar-10	
		%		%		%		%		%		%
INGRESOS												
Ingresos por Servicios:												
Alquileres	24.675	74%	29.844	75%	35.664	72%	8.973	66%	37.857	70%	9.283	69%
Mantenimiento	4.174	12%	4.992	13%	6.893	14%	2.126	16%	8.547	16%	2.238	17%
Publicidad	3.714	11%	4.815	12%	6.291	13%	2.217	16%	6.817	13%	1.622	12%
Derecho de Ingreso	854	3%	171	0%	680	1%	252	2%	1.096	2%	306	2%
Otros menores	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
TOTAL INGRESOS	33.417	100%	39.822	100%	49.528	100%	13.568	100%	54.317	100%	13.449	100%
Costo de servicios inmobiliarios	12.021	36%	14.671	37%	17.369	35%	4.787	35%	20.064	37%	4.635	34%
Gastos Administrativos	3.903	12%	3.538	9%	3.701	7%	1.103	8%	4.001	7%	1.665	12%
UTILIDAD OPERATIVA	17.493	52%	21.613	54%	28.458	57%	7.678	57%	30.252	56%	7.149	53%
Ingresos Financieros	43	0%	464	1%	785	2%	159	1%	236	0%	85	1%
Gastos financieros	6.693	20%	5.325	13%	5.661	11%	1.441	11%	5.543	10%	1.301	10%
Diversos	(74)	0%	141	0%	(562)	-1%	(133)	-1%	(474)	-1%	-	0%
Gastos de Demolición	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Utilidad antes del REI	10.769	32%	16.893	42%	23.020	46%	6.263	46%	24.471	45%	5.932	44%
REI y/o Diferencia en cambio	3.650	11%	1.648	4%	(1.114)	-2%	(154)	-1%	2.121	4%	376	3%
Utilidad antes del Impuesto a la renta	14.419	43%	18.541	47%	21.906	44%	6.109	45%	26.592	49%	6.309	47%
Participación de los Trabajadores	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Impuesto a la Renta	3.458	10%	5.740	14%	6.699	14%	1.506	11%	8.192	15%	2.359	18%
Utilidad Neta	10.961	33%	12.801	32%	15.207	31%	4.603	34%	18.400	34%	3.949	29%

Indicadores financieros	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09	dic-09	mar-10
ROAA %	7,65%	7,59%	8,14%	7,98%	9,61%	9,25%
ROAE %	17,96%	18,58%	19,79%	18,73%	21,87%	20,24%
Liquidez (veces)	4,86	3,09	2,29	1,97	1,59	2,15
Liquidez Acida (veces)	2,57	2,58	2,21	1,85	1,38	2,02
Capital de Trabajo	11.235	18.778	14.762	13.247	6.871	10.123
Pasivo corriente / Patrimonio	0,05	0,12	0,14	0,16	0,13	0,09
Endeudamiento patrimonial (veces)	1,40	1,49	1,38	1,32	1,18	1,10
Endeudamiento del Activo (veces)	0,58	0,60	0,58	0,57	0,54	0,52
Deuda Financiera	55.456	89.307	88.238	87.539	81.661	81.072
EBITDA Anualizado	20.307	25.156	32.618	34.492	34.760	35.434
Cobertura de Gastos Financieros (*)	3,03	4,72	5,76	6,06	6,27	6,56
Deuda Financiera / EBITDA (*)	2,73	3,55	2,71	2,54	2,35	2,29

* Anualizado

PATRIMONIO FIDEICOMETIDO INMUEBLES PANAMERICANA
DECRETO LEGISLATIVO N° 861

Balance General								
<i>En miles de Dolares</i>	dic-07	%	dic-08	%	dic-09	%	mar-10	%
Caja y bancos	1.771	5%	1.470	5%	1.320	4%	1.279	4%
Ctas por Cobrar CP Originador	476	1%	433	1%	689	2%	718	2%
Cuentas por cobrar Titulizadas	1.896	6%	908	3%	1.354	4%	1.603	5%
Otras cuentas por cobrar	280	1%	258	1%	251	1%	252	1%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	4.423	13%	3.069	10%	3.614	12%	3.852	13%
Ctas por Cobrar LP Originador	28.469	87%	26.654	90%	26.617	88%	26.543	87%
TOTAL ACTIVO	32.892	100%	29.723	100%	30.231	100%	30.395	100%
Cuentas por Pagar Originador	2.388	7%	1.011	3%	1.416	5%	1.617	5%
Otras Ctas por Pagar	280	1%	258	1%	251	1%	252	1%
Parte cte de Obligaciones de Tituliz	1.065	3%	1.117	4%	1.232	4%	1.261	4%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	3.733	11%	2.386	8%	2.899	10%	3.130	10%
Bonos de Titulización	29.159	89%	27.337	92%	27.332	90%	27.265	90%
TOTAL PASIVO	32.892	100%	29.723	100%	30.231	100%	30.395	100%