

Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A.

Informe Anual

Rating

Instrumento	Clasificación Actual	Clasificación Anterior
1ra, 2da y 3ra Emisión del Primer Progr. de Bonos Corp. hasta por un monto máximo en circulación en conjunto de US\$150 MM	AA+ (pe)	AA+ (pe)

Con Información financiera auditada a diciembre 2018.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 10/05/2019 y 26/10/2018.

Perspectiva

Estable

Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A.

Millones de Soles (MM S/)	dic-18	dic-17	dic-16
Ingresos	332.4	318.4	309.6
EBITDA *	182.5	172.4	165.8
Mg. EBITDA (%)	54.9%	54.2%	53.6%
Flujo de Caja Operativo (CFO)	108.5	89.3	137.5
Deuda Financiera Total	490.1	464.7	477.7
Caja y valores líquidos	155.2	143.4	316.6
Deuda Fin. / EBITDA (x)	2.7	2.7	2.9
Deuda Fin. Neta / EBITDA (x)	1.8	1.9	1.0
Deuda Ajust. Total / EBITDAR (x)	3.3	3.3	3.5
EBITDA / Gastos Fin. (x)	5.2	4.7	5.5
EBITDAR / (Gastos Fin. + Alq.)	3.3	3.0	3.3

(*) No incluye Otros Ingresos ni Egresos

Fuente: AJPSC / Elaboración A&A

Metodología Aplicada: Metodología Maestra de Clasificación de Finanzas Estructuradas (01-2017) y Metodología Maestra de Clasificación de Empresas No Financieras (01-2017).

Analistas

Sergio Castro Deza
sergio.castro@aai.com.pe
 (511) 444 5588

Karina Grillo Mertz
karina.grillo@aai.com.pe
 (511) 444 5588

Fundamentos

Las clasificaciones otorgadas a la Primera, Segunda y Tercera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Jockey Plaza se sustentan principalmente en:

El posicionamiento del centro comercial. El Jockey Plaza Shopping Center (JPSC o el Centro Comercial) cuenta con más de 168,000 m2 de área total arrendable (GLA), aproximadamente 2.5 millones (MM) de visitantes al mes, un alto ticket promedio y su ubicación es considerada estratégica, dado que cuenta con acceso desde dos avenidas de alto tránsito en la ciudad de Lima. Si bien es visitado por población de todos los estratos sociales, su área de influencia concentra población con un poder adquisitivo medio y medio-alto.

Su buen posicionamiento le asegura una alta demanda por sus espacios arrendables, lo que le ha permitido tener tarifas más altas por arriendo de locales en términos relativos a otros *malls*. Asimismo, al ser un centro comercial consolidado ha podido mostrar en sus más de 20 años de operación, mayor resiliencia en coyunturas desfavorables.

El alto potencial del sector. En el Perú aún es baja la penetración de los centros comerciales, por lo que existe un alto potencial en el sector. Si bien en los últimos años se ha observado una desaceleración económica, el buen desempeño de los años precedentes permitió ampliar la participación de la clase media dentro de la pirámide poblacional, así como de mejorar su ingreso per cápita. A ello se suma los beneficios del bono demográfico en el Perú, debido a que una parte importante de la población es relativamente joven. Lo anterior generaría en el mediano plazo un crecimiento en la fuerza laboral, que a su vez, ampliaría la capacidad de consumo.

La estrategia comercial de Administradora Jockey Plaza Shopping Center (AJPSC). La experiencia producto de los años que viene operando el Centro Comercial, le ha permitido a AJPSC conocer los gustos y preferencias del consumidor y establecer una estrategia comercial que se basa en: i) un mix óptimo de marcas/productos para maximizar la rentabilidad; ii) diferenciación por marca y experiencia de compra, basada en marcas exclusivas / *flagships*; y, iii) un enfoque en tiendas menores versus las anclas, con un mayor interés en locatarios vinculados a diversión y entretenimiento. Estos atributos le han permitido contar con un bajo nivel de desocupación (por debajo del 1% en los últimos años e históricamente por debajo de 5% desde el 2000). Cabe destacar el crecimiento del área arrendable (2013-2018: CAGR +4.6%), para poder incorporar nuevas marcas locales e internacionales, las cuales representaban el 49% y 51% del total de locales a diciembre 2018, respectivamente. En ese sentido, en esos años se remodeló el *Food Hall* y se construyó un Segundo Corredor Comercial ("Barrio Jockey") que contiene como anclas a Oechsle y Paris.

Asimismo, AJPSC continuó con la estrategia de mejora de la experiencia de visita del cliente.

La estabilidad de los flujos. El Centro Comercial cuenta con nueve tiendas ancla cuyos contratos de alquiler son de largo plazo.

Por su parte, el resto de locatarios son diversos, no sólo en número (alrededor de 600 tiendas a dic. 2018), sino también en el tipo de negocio. Si bien sus contratos son a plazos menores, contemplan cláusulas de lucro cesante. Asimismo, la mayoría de las tiendas que son consideradas estratégicas contemplan una renta mayoritariamente con base fija, lo cual reduce la exposición del centro comercial en tiempos de crisis.

Así, durante el 2018 los ingresos por arrendamiento de locales se incrementaron en 4.2% con respecto al ejercicio 2017, producto, entre otros, de la consolidación del “Barrio Jockey” y la normalización de las ventas de Ripley (luego de su remodelación mayor en el 2017).

Evolución favorable de ingresos. La adecuada gestión, las constantes mejoras implementadas y la ampliación del área arrendable, le han permitido a AJPSC mantener una tasa creciente en su nivel de ingresos. Así, el crecimiento promedio anual de sus ingresos (CAGR) 2013-2018 ha sido de alrededor de 9.6%. Sin embargo, se debe considerar que nuevas ampliaciones importantes del área arrendable probablemente vendrían acompañadas de la incorporación de nuevos derechos de uso sobre nuevos terrenos, ya que el espacio actual disponible es limitado.

Por su parte, en el 2018 el EBITDA¹ ascendió a S/ 182.5 MM, observándose un crecimiento de 5.8% con respecto al 2017, en línea con el crecimiento registrado en los ingresos, la mayor eficiencia y la reorganización de los servicios contratados.

Conservador nivel de endeudamiento. En el periodo 2012-2014 la Administradora tuvo un indicador Deuda Financiera / EBITDA promedio de 1.2x. Sin embargo, debido a las mayores inversiones financiadas con deuda, el nivel de apalancamiento se elevó a 2.9x a fines del 2016. No obstante, dicho indicador se redujo ligeramente a fines del 2017 y 2018 ubicándose en 2.7x, debido a la mayor generación registrada. Para los próximos años se esperaría que continúe reduciéndose, debido a los flujos que generarían los nuevos locatarios y a que las futuras inversiones serían relacionadas básicamente al mantenimiento, remodelación paisajismo e iluminación del mall.

De otro lado, si consideramos la Deuda Financiera Ajustada (Deuda Fin. Aj. = Deuda Fin + Alquileres Pagados por Derecho de Superficie x 7.0), el ratio Deuda Fin. Ajustada / EBITDAR se ubicó en 3.3x al cierre del 2018, siendo similar a lo observado a fines del 2017.

Limitado nivel de diversificación como operador de centros comerciales. AJPSC cuenta con un único centro comercial, que si bien mantiene un sólido posicionamiento en la industria; tiene la desventaja de no ser el dueño del terreno y de operar bajo la modalidad de un contrato de uso del derecho de superficie con fecha de término en el 2035. Esto constituye un desafío para el mantenimiento sostenido del crecimiento del nivel de ingresos.

Adecuado nivel de cobertura del servicio de deuda y cronograma de amortización holgado. Según el escenario sensibilizado evaluado por la Clasificadora se obtendría un Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda (Free Cash Flow / Servicio de Deuda) promedio de 1.9x. Por otro lado, los primeros diez años de gracia, permiten que las ampliaciones que se vienen realizando se consoliden en lo que se refiere a la generación de flujos y rentabilizar más las inversiones realizadas.

Dado que las emisiones de los Bonos se empiezan a amortizar en el 2026, la Clasificadora esperaría que un año antes AJPSC mantenga altos niveles de liquidez corriente, de modo tal que los flujos acumulados, sumados a la generación, le permitan cubrir el servicio de deuda con holgura.

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

Apoyo & Asociados consideraría que un aumento sostenido en los niveles de vacancia que afecte la generación de flujos y/o mayores niveles de endeudamiento que no vayan acompañados de una mayor generación, podrían ocasionar que el ratio Deuda Financiera / EBITDA se ubique por encima de 3.0x de manera sostenida, lo que podría implicar un ajuste en los ratings otorgados.

Por otro lado, actualmente no se esperarían aumentos en las clasificaciones vigentes.

¹ EBITDA calculado por la Clasificadora: No incluye Otros Ingresos y Egresos, ni Cambios en el Valor Razonable de Propiedades de Inversión. Dicho cálculo es diferente al establecido para medir los *covenants* en los Contratos de Emisión de los Bonos.

Acontecimientos Recientes

En sesión de la Junta Obligatoria Anual de Accionistas (JOAA) realizada en marzo 2019, se ratificó la política de dividendos en los siguientes términos: i) se efectuará previa constitución de la reserva legal y siempre que la situación de la empresa lo permita, ii) el reparto será como mínimo el equivalente al 30% de la utilidad neta del ejercicio o US\$10.5 MM, el que resulte mayor.

Por su parte, en diciembre 2017 se aprobó la Transacción Extrajudicial que solucionó y puso fin a los desacuerdos, objeto de arbitraje, entre AJPSC y Tiendas Peruana S.A. Producto de dicho acuerdo Tiendas Peruanas transfiere la propiedad de la edificación de Oechsle a favor de AJPSC por S/ 27.2 MM.

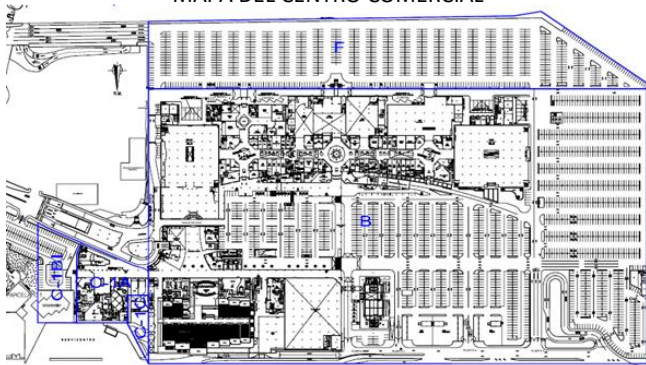
Perfil

Administradora Jockey Plaza Shopping Center (AJPSC) se constituyó en 1996 como parte del grupo Altas Cumbres. La Compañía inició sus operaciones en 1997 con la administración del centro comercial Jockey Plaza Shopping Center (JPSC o el Centro Comercial), el mismo que logró rápidamente posicionarse como el líder en la industria.

Dicho centro comercial fue construido inicialmente sobre un terreno de unos 130,000 metros cuadrados, de propiedad de terceros (antes del Jockey Club del Perú, actualmente de propiedad de Portalia S.A.), denominado Parcela B, cuyo derecho de superficie fue cedido a AJPSC a partir de abril 2000.

Actualmente, el Centro Comercial opera sobre las parcelas B, C-1 y F (ver diagrama), para lo cual cuenta con contratos de uso de superficie, los mismos que vencen a partir del 2035. La Parcela B es sobre la que se ubica la Nave Central y formará parte del Fideicomiso de Activos, el mismo que servirá de garantía para los inversionistas que adquieran los Bonos (clasificados hasta por un máximo en circulación de US\$150 MM).

MAPA DEL CENTRO COMERCIAL



Fuente: AJPSC

AJPSC opera sólo un centro comercial, el JPSC, el mismo que es el más grande del país en términos de área arrendable. A diciembre 2018 contaba con un área construida y arrendable de aproximadamente 347,000 y 168,000 metros cuadrados, respectivamente.

Al cierre del 2018 el Centro Comercial registró ventas por unos S/ 2,028 MM y AJPSC tuvo ingresos por arrendamiento de locales por S/ 215 MM (S/ 1,908 y 207 MM en el ejercicio 2017, respectivamente).

A lo largo de su historia, el JPSC ha ido incorporando metros cuadrados al área arrendable, con nuevas áreas de entretenimiento, moda y servicios como por ejemplo: Jockey Salud (Centro Médico), el Boulevard, el Centro Financiero y la Nueva Nave, la misma que conecta Oechsle con Paris, y que busca generar un nuevo corredor con tiendas menores, que conecta con la Nave Central, consolidando un circuito de tránsito más potente para el mall.

En el 2016 se concluyó la remodelación del *Food Hall* y se inauguró el "Barrio Jockey" con más de 7,000 m², el cual incorpora nuevas marcas y *Pop Ups* de diseñadores peruanos y marcas independientes. En el 2017 se inauguró la zona denominada La Alameda. Igualmente, se implementó una plataforma de servicios como el APP Jockey, Jockey To Go, Whatsapp, lactario, guardacompras, entre otros; y se reforzó la oferta de restaurantes; buscando siempre ofrecer un *mix* de productos atractivo y mejorar la experiencia del cliente.

Asimismo, en el 2018 se inauguró una nueva zona de entretenimiento llamada "*Jump Spot*" con más de 500 m² y se incorporó en la oferta comercial espacios para deportes y educación.

Al cierre del 2018 alrededor del 49% de los locales correspondían a operadores nacionales y el 51%, a internacionales (57% y 43% a fines del 2017, respectivamente). Cabe señalar que el JPSC cuenta con nueve tiendas anclas (Saga, Ripley, Oechsle, Plaza Veá, Tottus, Sodimac, Paris, Cinemark y Divercity), lo que potencia la oferta y unas 596 tiendas menores.

	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Área Arrendable (m ²)	141,396	148,462	168,809	168,171	168,232
Ventas (MM S/.)*	1,760	1,822	1,857	1,908	2,028
Rentas (MM S/.)	163	176	202	207	215
Rentas / Área Arrend. Mensual (S/ X M ²)	96	99	100	102	107

*Ventas no incluyen IGV

Fuente: AJPSC

El JPSC es visitado por aproximadamente 2.5 MM de personas al mes, lo que lo hace uno de los malls con mayor número de visitas en el país.

Estrategia

JPSC tiene un modelo de negocio que busca maximizar su rentabilidad y la de sus locatarios. En ese sentido, se apoya en tres pilares: i) lograr un *mix* de marcas y productos atractivo; ii) focalizarse en tiendas menores versus anclas; y, iii) buscar diferenciarse por marca y experiencia de compra.

En paralelo se viene desarrollando una plataforma multicanal que busca estar más cerca al consumidor, entre los cuales figuran la revista del mall (Revista J), una señal de televisión (Canal J), venta de publicidad en página web, entre otros.

Por su ubicación estratégica, JPSC es accesible a todos los estratos sociales; no obstante, tiene un posicionamiento fuerte en los estratos con mayor poder adquisitivo, lo que se

refleja en el alto ticket promedio de compra y constituye una fortaleza para el mismo.

Con la diversidad de tiendas y *mix* de productos, JPSC busca dar una oferta integral en *one stop shopping*, aprovechando el conocimiento que tiene respecto a los gustos y tendencias del consumidor peruano.

En resumen, en la actualidad JPSC está enfocado en la experiencia del consumidor, dándole mayor énfasis a mejorar el entretenimiento y diversión.

Posición Competitiva

Durante el 2018 se observó una recuperación de la actividad económica en el país, registrando el PBI un crecimiento del 4.0%, según el BCRP. En ese sentido, se registró un aumento de la inversión pública y privada, así como una reactivación de la demanda interna. A diferencia del 2017 que fue un año de menor crecimiento económico (+2.5%) debido, entre otros, al impacto del fenómeno El Niño costero.

Según proyecciones del BCRP, durante el 2019 el PBI crecería alrededor de 3.9% y el sector comercio un 3.4%, en línea con un mayor dinamismo de la demanda interna, lo que contribuiría a que continúe el desarrollo en el sector *Retail*.

Por su parte, según la Asociación de Centros Comerciales y de Entretenimiento del Perú (ACCEP), existían unos 87 centros comerciales en el país al cierre del 2018 (47 en Lima y 40 en provincias). Cabe destacar que la penetración de centros comerciales en el Perú aún era baja con respecto a la región, por lo que, a pesar de la expansión del sector en los últimos años, aún existe potencial de crecimiento. Así, se registraban alrededor de 2.7 centros comerciales por cada millón de habitantes en el Perú (3.8 en la región).

Asimismo, se espera que durante el 2019 exista un mayor dinamismo en el sector, con la inauguración y/o ampliación de centros comerciales, entre los que destacan Real Plaza Puruchuco (Ate), Mall Plaza Comas, Mega Plaza Huaraz, Torres del Arte (San Borja) y Begonias (San Isidro) con una inversión total de unos S/ 1,758 MM, siendo significativamente mayor a la inversión del 2017 (S/ 664 MM).

Cabe mencionar que dentro de todos los proyectos del 2019, el centro comercial Real Plaza Puruchuco podría afectar la afluencia de visitantes al Jockey Plaza por su proximidad al mismo. No obstante, su inauguración está prevista para fines del 2019 y se esperaría que el flujo de visitantes sería afectado de manera poco significativa. Asimismo, los proyectos en el distrito de La Molina son de menor escala y no se esperaría que el efecto llegase a ser significativo.

En cuanto al centro comercial Real Plaza Salaverry, si bien en 2014 se realizó su apertura y se pensó que podría restarle flujo de visitantes al JPSC, esto no fue así. Por su parte, el proyecto del centro comercial en el antiguo Centro Comercial Camino Real podría afectar moderadamente al Jockey Plaza, debido a su ubicación en un distrito con alto poder adquisitivo. Sin embargo el proyecto aún no ha empezado a construirse.

Con respecto a su posición frente a sus competidores, el JPSC destaca al ser pionero en la industria y haberse mantenido como líder de manera consistente desde que inició sus operaciones.

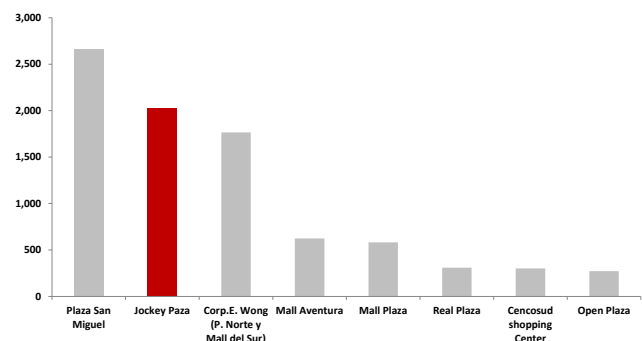
En cuanto a la ubicación del JPSC, ésta se considera privilegiada ya que le permite tener un radio de acción bastante amplio y con buenas rutas de acceso. Por su parte, las constantes ampliaciones y remodelaciones, así como las exigencias hacia sus locatarios de ofrecer sus últimas colecciones y de modernizar constantemente sus tiendas exhibiendo los últimos conceptos, le permiten mantenerse a la vanguardia y siempre estar reinventándose; a lo que se suman los nuevos canales de ventas que viene desarrollando.

Por otro lado, en Perú todas las tiendas bandera (*flagship stores*) de marcas internacionales están en el Jockey Plaza; siendo dichas tiendas las más importantes para ellas a nivel local, por lo que reciben la mayor inversión y reportan los mayores niveles de ventas y de ventas por m². Entre ellas están H&M (cuyo local es el más grande de la marca en América Latina), Forever21, Saga, Zara y Tommy Hilfiger. Además, el Centro Comercial ha repotenciado su oferta comercial con el regreso de Casa&Ideas y el arribo de marcas internacionales como Miniso, Taco Bell, entre otras. Igualmente, se crearon nuevos formatos comerciales, los denominados *Pop Up*, enfocados en concentrar a las marcas que definen nuevas tendencias y mantienen una comunidad importante de seguidores en las redes sociales.

Por otra parte, el Centro Comercial está enfocado en niveles socioeconómicos medios y medios-altos, cuyos niveles de consumo están menos afectados por las variaciones de la economía. Así, si se divide el importe anual facturado por el Centro Comercial entre el número de visitantes, se obtiene una facturación por visitante estimada de S/ 68 en el 2018 (S/ 64 en el 2017), siendo similar a la obtenida por Plaza San Miguel (S/ 69 en el 2018 y S/ 59 en el 2017). Cabe señalar que la facturación por visitante de los malls mencionados eran las más altas del sector.

En cuanto a la facturación promedio estimada por centro comercial, Administradora Jockey Plaza Shopping Center obtuvo el segundo lugar, y compite directamente con Plaza San Miguel y Plaza Norte, los cuales ocuparon en el 2018 el primer y tercer lugar, respectivamente.

Facturación Promedio por Centro Comercial 2018* (S/ MM)



* Según Proyecciones

Fuente: ACCEP 2018 y AJPSC // Elaboración: Apoyo & Asociados

Cabe resaltar que, a diferencia de otras marcas de centros comerciales, Jockey Plaza y Plaza San Miguel, sólo administran un centro comercial. Así, al analizar las ventas de los locatarios de cada centro comercial individualmente, según estimaciones de ACCEP, al cierre del 2018 Plaza San Miguel ocuparía el primer lugar con alrededor de S/ 2,662 MM, seguido por Jockey Plaza con S/ 2,028 MM (dato real).

Desempeño Financiero - AJPSC

Cabe señalar que para la evaluación del Primer Programa de Bonos Corporativos Jockey Plaza, hasta por US\$150 MM en circulación, se analizaron los estados financieros de Administradora Jockey Plaza Shopping Center, los cuales incorporan la fusión con Centros Comerciales del Perú, entidad que anteriormente tenía el derecho de uso de la superficie donde operaba el AJPSC.

Desde el inicio de las operaciones del Jockey Plaza se ha incorporado permanente nueva área arrendable en busca de estar reinventándose para sus clientes, lo cual se puede apreciar de manera resumida en el siguiente cuadro:

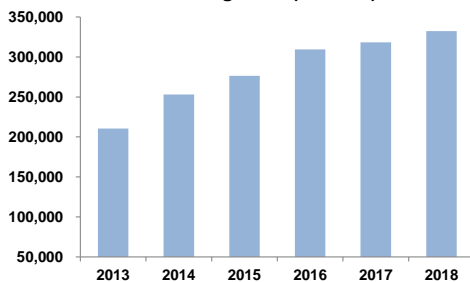
EXPANSION DEL JOCKEY PLAZA SHOPPING CENTER

1997	Se abre la primera tienda Saga Falabella construida en el Perú Se abre la primera tienda Ripley en el Perú
1999	Se construye el Bowling y la zona de restaurantes
2000	Se realiza la primera extensión de la Nave Central (Plaza Cielo)
2007	Se inaugura Jockey Salud
2009	Se inaugura Jockey Kids
2010	Se abre la primera etapa del Boulevard
2011	Ingresan Sodimac, Tottus y Divercity
2012	Se amplía la tienda Saga Falabella y se inaugura el Centro Financiero Se inaugura la segunda etapa del Boulevard
2013	Se inaugura la tercera etapa del Boulevard Se inaugura Oechsle
2015	Se abre H&M y Forever 21
2016	Inauguración de Barrio Jockey y tienda Paris; remodelación Food Hall
2017	Se remodela la tienda Ripley y los estacionamientos
2018	Incorporación de categorías de deportes y educación

Fuente: AJPSC

De manera similar, los ingresos han mostrado una tendencia creciente y un CAGR para los últimos 5 años (2013 - 2018) del 9.6%, a lo cual ha contribuido, adicionalmente a la mayor área arrendable, los ajustes en los arriendos (indexación) según los contratos con los locatarios, el buen desempeño en las ventas de los locatarios, la adecuada gestión y las constantes mejoras implementadas.

Evolución de Ingresos (S/ Miles) - AJPSC



Fuente: AJPSC

Al cierre del 2018 los ingresos totales de AJPSC ascendieron a S/ 332.4 MM, superiores en 4.4% con respecto a lo registrado en el 2017 (S/ 318.4 MM), lo cual se debió, especialmente, al crecimiento de los ingresos por arrendamiento de locales (+4.2%).

Este crecimiento fue producto de la consolidación de la zona denominada "Barrio Jockey" (Nueva Nave); las mayores ventas de la zona "La Alameda" (durante parte del 2017 estuvo en remodelación) y la normalización de las ventas de Ripley, después de la remodelación mayor de su tienda por motivo de su aniversario N° 20 en el mall (inversión de aprox. S/ 50 MM). Dicha remodelación finalizó en setiembre 2017. Asimismo se realizaron 18 ampliaciones y remodelaciones de tiendas y se incluyeron 67 nuevas marcas a la oferta comercial. Todo ello dentro de un contexto de una leve recuperación de la economía peruana.

Por su parte, del total de los ingresos, aproximadamente el 65% fue explicado por las rentas de los locales, y la diferencia por varios conceptos como recuperación de gastos comunes (18%), publicidad (6%) y administración de los estacionamientos (5%), entre otros.

En cuanto al total de ingresos por alquileres (renta mínima + renta variable) del 2018, se debe destacar que alrededor del 87% correspondió a arriendos fijos y que sólo el 13% correspondió a los arriendos variables, similar a lo registrado a fines del 2017. Dichos porcentajes se comparan de manera favorable con otros operadores.

Así, la Clasificadora destaca la baja participación de los ingresos variables pese a los años que viene operando el JPSC. De esta manera, en un entorno de desaceleración económica donde las ventas de los locatarios podrían verse reducidas, el impacto en el corto y mediano plazo estaría acotado.

Para el cierre del 2019 se esperaría una mejora en los ingresos, en línea con una mayor consolidación de la actividad comercial en las distintas áreas de entretenimiento, moda y servicios del JPSC, así como por la inauguración de diversos proyectos de ampliación y remodelación que han estado en marcha durante el 2018 y se culminarían durante el primer semestre 2019.

De otro lado, ante una depreciación del Sol, como la mayor parte de la deuda financiera estaba en Dólares, en el 2018 se registró una pérdida por diferencia en cambio neta (-S/ 6.5 MM), a diferencia de la ganancia neta registrada en el 2017 (+S/ 5.1 MM).

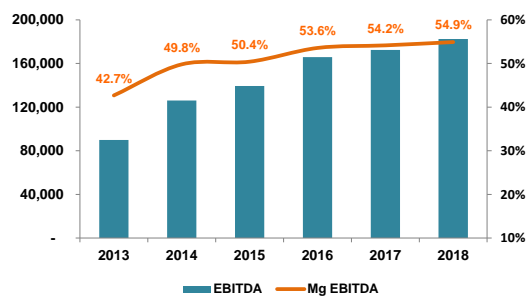
Por su parte, los arriendos que son variables, dado que están en función de las ventas de los locatarios, están expuestos a las variaciones del consumo, sin embargo, su participación representaba una porción menor de los ingresos.

Cabe señalar que el margen EBITDA² aumentó, de 54.2% a fines del 2017, a 54.9% al cierre del 2018, observándose una tendencia positiva en los últimos años, en línea con la evolución de los ingresos y la mayor eficiencia y reorganización de servicios contratados.

No obstante, si se compara dicho porcentaje con el que muestran otros centros comerciales, AJPSC muestra un porcentaje menor, ya que otros operadores manejan márgenes por encima del 60%, y en muchos casos por encima del 70%. Ello se explica porque: i) el AJPSC no es propietaria de los terrenos donde opera, por lo que paga un alquiler por el derecho de superficie para el uso de los mismos (S/ 29.5 MM en el 2018); ii) el JPSC es un mall con un posicionamiento fuerte en los estratos con mayor poder adquisitivo, por lo que tiene mayores gastos de mantenimiento para mantener su nivel; y, iii) es el único centro comercial que opera AJPSC, por lo que toda la carga administrativa se carga a una sola operación.

En ese sentido, si al EBITDA se le suman los alquileres pagados por derecho de superficie del JPSC, el margen EBITDAR en el 2018 sería de 63.8% (63.5% en el 2017).

EBITDA (S/ Miles) y Margen EBITDA (%)



Fuente: AJPSC

De esta manera, en el 2018 el EBITDA ascendió a S/ 182.5 MM, monto superior en 5.8% al mostrado en el 2017 (S/ 172.4 MM).

Por su parte, se debe destacar la consistencia del ratio de vacancia, el cual se ha mantenido en los últimos años por debajo del 1.0%, el mismo que es de los más bajos del sector. Así, en el 2018 la vacancia promedio fue de 0.5%, ubicándose en 0.1% al cierre del año, siendo similar a lo observado a fines del 2017.

Dado el desempeño exitoso del JPSC, éste es un centro comercial donde las grandes marcas (nacionales e internacionales) busca estar, por lo que la vacancia de algún locatario puede ser ocupada con relativa rapidez, así como el reemplazo de inquilinos morosos.

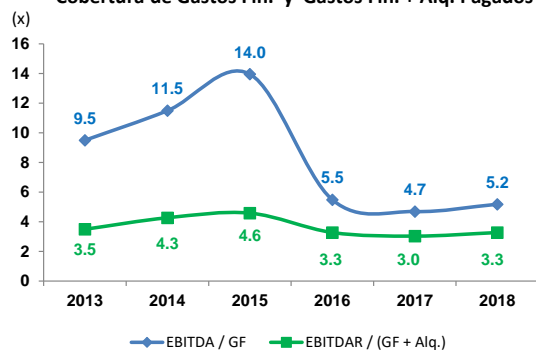
Se debe indicar que en los últimos años se ha registrado un aumento gradual en el ratio de morosidad, ascendiendo a 6.8% al cierre del 2018 (5.7% a dic. 2017 y 4.5% a dic. 2016). Por su parte, se registró una disminución en los gastos por provisiones de cobranza dudosa (S/ 1.8 MM en el 2018 vs. S/ 3.0 MM en el 2017).

De otro lado, durante el 2018 los gastos financieros fueron S/ 35.2 MM, reduciéndose un 4.2% con respecto al ejercicio 2017. Así, al cierre del 2018 el mayor EBITDA generado y los menores gastos financieros permitieron observar una mejor cobertura de EBITDA / Gastos Financieros (5.2x a dic. 2018 vs. 4.7x a dic. 2017).

Cabe indicar que después de las grandes inversiones realizadas entre el 2014 y 2016, el capex de AJPSC se encuentra únicamente relacionado a remodelaciones y menores ampliaciones, que reducen los requerimientos de deuda financiera.

Igualmente si al EBITDA se le suman los alquileres pagados por derecho de superficie del JPSC, el ratio de EBITDAR / (Gastos Fin. + Alquileres Pagados) fue de 3.3x, observándose una ligera mejora con respecto a lo registrado a fines del 2017 (3.0x)

Cobertura de Gastos Fin. y Gastos Fin. + Alq. Pagados



Fuente: AJPSC

Se debe mencionar que la diferencia en cambio neta en el 2018 fue negativa (-S/ 6.5 MM), mientras que en el 2017 fue positiva (+S/ 5.1 MM).

A pesar de lo anterior, durante el 2018 la utilidad neta aumentó a S/ 91.9 MM (S/ 89.0 MM en el 2017), debido principalmente a: i) el incremento de los ingresos por arrendamiento de locales ante la consolidación de la Nueva Nave y La Alameda, así como la normalización de las ventas de Ripley; ii) a los mayores ingresos por publicidad; iii) a la mayor eficiencia y reorganización de servicios contratados, reduciendo ligeramente el costo de ventas en términos relativos a los ingresos; y, iv) el menor cambio negativo en el

² Margen EBITDA calculado por la Clasificadora: No considera Otros Ingresos y Egresos; ni cambio en el valor razonable de propiedades de inversión.

valor razonable de las propiedades de inversión (-S/ 21.1 MM en el 2018 vs. -S/ 28.1 MM a dic. 2017).

De otro lado, en el ejercicio 2018 se registró un Flujo de Caja Operativo (CFO) de S/ 108.5 MM, siendo superior a los S/ 89.3 MM registrados en el 2017. Este incremento se debió, entre otros, al aumento de las cobranzas en línea con las mayores ventas registradas.

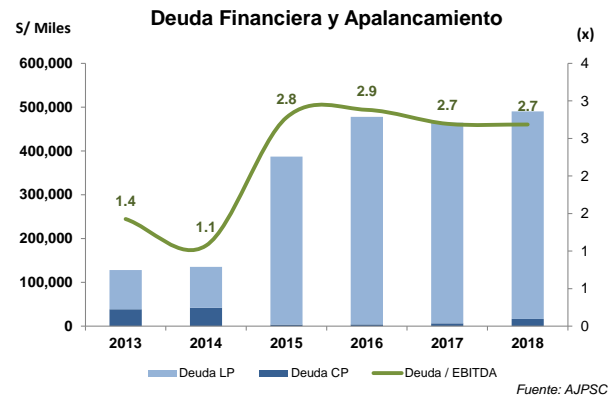
Por su parte, si al CFO se le deducen dividendos pagados en el 2018 por S/ 72.7 MM e “Inversiones en Activo Fijo e Inmobiliarias” por S/ 22.8 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) positivo de S/ 13.1 MM (-S/ 168.3 MM en el ejercicio 2017). Lo anterior, sumado al incremento neto de deuda, entre otros, permitieron registrar un aumento del saldo de “Caja e Inversiones corrientes”, el cual a diciembre 2018 ascendió a S/ 155.2 MM, superior a lo registrado a diciembre 2017 (S/ 143.4 MM).

Cabe recordar que el FCF negativo del 2017 se generó principalmente por los significativos dividendos registrados en ese año (S/ 229.4 MM), lo cual fue cubierto en parte con la liquidación de inversiones en fondos mutuos.

Estructura de Capital - AJPSC

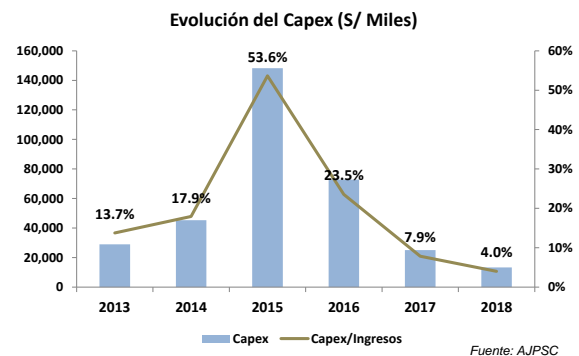
En cuanto a la estrategia financiera de AJPSC, ésta ha sido conservadora en los niveles de endeudamiento, medido como Deuda Financiera / EBITDA, y ha fluctuado en un rango entre 1.0 – 1.5x, periodo en que los capex realizados fueron más para remodelaciones y menores ampliaciones. Por su parte, en el 2015 inició la construcción de dos tiendas importantes (Forever 21 y Paris), la ampliación y remodelación del *food court*, del nuevo *deck* de estacionamientos y de la Nueva Nave, los cuales constituyeron una inversión de gran envergadura y por ello se tuvo que recurrir a un mayor endeudamiento. Dichas obras se estimaron en aproximadamente US\$100 MM para ser utilizados en el 2015-2016, por lo que el nivel de endeudamiento se elevó a niveles cercanos a 3.0x. Sin embargo, dicho nivel era aún moderado si se compara con el promedio de la industria.

Cabe señalar que para los próximos años los proyectos de inversión serán de menor dimensión y se enfocarán en mejorar la experiencia del cliente en el Centro Comercial, tales como las remodelaciones de la Nave Central, la Plazuela y La Alameda.



A diciembre 2018 el ratio Deuda Financiera / EBITDA ascendió a 2.7x, similar registrado a fines del 2017. Así, a pesar que el EBITDA fue mayor, éste se compensó con la mayor deuda financiera registrada, debido al impacto de la diferencia en cambio y por nuevos préstamos bancarios. Por su parte, el apalancamiento neto de caja e inversiones corrientes se mantuvo estable en 1.8x, siendo similar al observado a diciembre 2017 (1.9x). Como se mencionó anteriormente, en el 2017 se registró un importante pago de dividendos, lo que redujo el saldo de inversiones de corto plazo (fondos mutuos).

Si consideramos la Deuda Financiera Ajustada [Deuda Fin. Ajust. = Deuda Fin + (Alquileres Pagados por Derecho de Superficie x 7.0)], el ratio Deuda Fin. Ajustada / EBITDAR se ubicó en 3.3x al cierre del 2018, siendo igual al registrado a fines del 2017.



A diciembre 2018 la deuda financiera de AJPSC ascendió a S/ 490.1 MM (S/ 464.7 MM a dic. 2017), la misma que está conformada básicamente por: i) los Bonos (saldo S/ 473.5 MM), que fueron emitidos en diciembre 2015 y julio 2016 y permitieron, entre otros, cancelar un préstamo puente con Scotiabank, adquirido para financiar las ampliaciones del *mall*; ii) préstamos de terceros (con el locatario Hipermercados Tottus con vcto. en el 2023); y, iii) otros préstamos bancarios.

Los Bonos se colocaron en tres emisiones, la Primera por US\$97.4 MM a una tasa anual de 7.09375%, la Segunda por S/ 32.0 MM a una tasa anual de 9.15625% y la Tercera por S/ 100.0 MM a una tasa anual de 7.75%. Las primeras dos emisiones vencen en el 2030, mientras que la tercera vence en el 2031. Con los Bonos se logró fijar la tasa de interés, ampliar el *duration* de la deuda y reducir la carga por servicio de deuda de los siguientes años, dado que cuentan con periodo de gracia.

Por otro lado, la estructura de capitalización, medida como Deuda Financiera / (Deuda Fin. + Patrimonio) ha mostrado una tendencia ascendente en los últimos años. Entre el 2014 y 2016 el indicador de capitalización mostró un fuerte incremento, en línea con la evolución del nivel de deuda financiera. Mientras que desde fines del 2017 dicha tendencia fue consecuencia del pago de dividendos que redujo el nivel de patrimonio. Al cierre del 2018 dicho ratio se ubicó en 36%, siendo similar al del año anterior a pesar de la mayor deuda financiera registrada, lo que se vio compensado por las mayores utilidades del ejercicio y la menor distribución de dividendos.

Si bien a diciembre 2018 el indicador de Capitalización era de 36%, si consideramos la Deuda Financiera Ajustada (Deuda Fin. Ajust. = Deuda Fin + Alq. Pagados x 7.0), el indicador de Capitalización Ajustada se ubicaría en 45%. Sin embargo, ese ratio era similar a los niveles registrados por otros operadores de centros comerciales.

De otro lado, AJPSC siempre ha repartido dividendos, los mismos que han fluctuado en un rango entre el 5% y 35% de la utilidad antes de impuestos entre el 2012 y 2016. No obstante, en el 2017 se repartieron dividendos por S/ 229.4 MM, lo que representó 1.8 veces la utilidad antes de impuestos. Por su parte, durante el 2018, los dividendos ascendieron a S/ 72.7 MM, equivalente a 0.6 veces la utilidad antes de impuestos.

Características de los Instrumentos

El presente informe evalúa las tres primeras emisiones dentro del Primer Programa de Bonos hasta por US\$150 MM en conjunto. Cabe resaltar que todas las emisiones cuentan con la garantía de pago del Fideicomiso de Activos, el cual se explica más adelante.

PRIMER PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS

Emisión	Fecha Emisión	Monto emitido (MM)	Tasa	Periodo Gracia	Vcto.
Primera	12/2015	US\$97.36	7.09375%	10 años	12/2030
Segunda	12/2015	S/ 32.00	9.15625%	10 años	12/2030
Tercera	07/2016	S/ 100.00	7.75000%	10 años	07/2031

Fuente: AJPSC

La Primera Emisión y Segunda Emisión de Bonos fueron realizadas en diciembre 2015 y los recursos obtenidos fueron utilizados principalmente para pagar el crédito puente que se tenía con el Scotiabank Perú (US\$70 MM), destinado a financiar diversas obras en el Centro Comercial.

Por su parte, la Tercera Emisión, realizada en julio 2016, fue destinada a la culminación de las obras de ampliación mencionadas anteriormente.

La Clasificadora esperaría que los flujos provenientes del arrendamiento de los locales de las ampliaciones realizadas empiecen a aumentar gradualmente y contribuyan a repotenciar el centro comercial en los próximos años. Ello, junto a la recuperación gradual de la economía peruana, permitiría en los próximos años elevar el número de visitantes, y con ello las ventas. Así, se esperaría un crecimiento no sólo de la renta fija por los nuevos locatarios, sino también por una mayor proporción de renta variable.

Los beneficios considerados en la evaluación de los US\$150 MM fueron el ampliar el plazo de la deuda financiera, fijar la tasa de interés y liberar los activos (Parcelas B, C1 y FI) y flujos cedidos.

El Programa cuenta con el respaldo de un Fideicomiso de Activos conformado por:

- i) El Derecho de Superficie sobre la Parcela B, cuyo terreno es de propiedad de Portalia S.A. (antes era del Jockey Club del Perú), y que cuenta con un área de 130,000 m², y que seguiría siendo la principal generadora de ingresos para el Centro Comercial.
- ii) Todas las construcciones edificadas sobre la superficie de la Parcela B, así como las que sean construidas sobre la superficie y sobre los inmuebles ya construidos. Así como, las fábricas construidas sobre las subsuperficies cuando la titularidad de esas edificaciones haya revertido a AJPSC.
- iii) Las pólizas de seguro asociadas a los activos antes señalados, salvo la cobertura por responsabilidad civil frente a terceros. En ese sentido, se cuenta con cobertura inclusive contra daño malicioso, vandalismo y/o terrorismo, de acuerdo a las prácticas usuales de la industria.

Fiduciario.- Actuará como fiduciario La Fiduciaria. Esta empresa inició sus operaciones en el 2001 y tiene amplia experiencia en el manejo de fideicomisos. A diciembre 2018 sus accionistas eran Credicorp (45%), Interbank (35%) y Scotiabank Perú (20%). Cabe señalar que su principal accionista, Credicorp, es el mayor holding financiero del país y que dentro de sus empresas figura el BCP, que es la mayor institución financiera peruana y tiene un rating de largo plazo otorgado por Apoyo & Asociados de AAA(pe).

Por su parte, al cierre del 2018 La Fiduciaria registró activos por S/ 23.0 MM (S/ 24.0 MM a dic. 2017), pasivos por S/ 6.5 MM (S/ 8.0 MM a fines del 2017) y un patrimonio neto de S/ 16.5 MM (S/ 16.0 MM). Asimismo, durante el 2018 tuvo una utilidad neta de S/ 12.7 MM, siendo similar a lo mostrado a fines del año anterior.

Respecto a los US\$150 MM, el rating otorgado por la Clasificadora consideró que:

- i) El vencimiento de los Bonos es a finales del 2030, en el caso de las dos primeras emisiones y a mediados del 2031 en el caso de la Tercera Emisión, es decir, cinco y cuatro años antes del término del contrato por el derecho de superficie de la Parcela B (el 04/12/2035). Asimismo, también es anterior a la fecha de término del derecho de superficie de las otras parcelas sobre las que opera el Centro Comercial.
- ii) Dicho vencimiento también es anterior al vencimiento de los contratos con las tiendas anclas del *mall*, que suelen ser quienes generan el mayor flujo de visitantes.

De esta manera, se aísla la incertidumbre sobre el *going concern* de JPSC cuando se aproxime la fecha de vencimiento de los derechos de superficies (del 2035 en adelante) y se tenga que renegociar los contratos con el dueño de los terrenos.

Cabe mencionar que a la fecha no ha habido conversaciones al respecto entre las partes. Lo que sí está claro es que al término del contrato, de no haber una renovación del mismo, todas las construcciones levantadas en la Parcela B, los accesos y otras obras levantadas pasarían automáticamente al dominio del propietario sin existir la obligación de pagar un justiprecio por tales construcciones. Del mismo modo, AJPSC tiene la primera opción de compra de los activos y tiene también la opción de igualar la mejor oferta realizada por los operadores potenciales.

Desde el punto de vista de la Clasificadora, el fideicomiso en garantía que respalda el Programa de Bonos no constituye un mejorador respecto al *rating* corporativo al no ser una garantía extra negocio y porque dichos activos son los generadores de los flujos que sustentan el *rating* corporativo. De esta manera, sin dichos activos no hay flujos, y sin los flujos no hay corporativo.

Por otro lado, el Fideicomiso de Activos considera la incorporación de nuevos acreedores en un futuro como beneficiarios, lo cual podría disminuir la cobertura de los bonistas respecto a la situación actual. Así, se podría incorporar un nuevo acreedor cuyo préstamo fuese destinado para la construcción o adquisición de un activo fuera de la Parcela B e inclusive fuera del Centro Comercial. Por lo anterior, la Clasificadora evaluará, en su momento, el impacto que tendría la incorporación de un nuevo acreedor al Fideicomiso de Activos, ello en función a la relación entre la nueva deuda y la calidad de los activos dados en garantía. Cabe mencionar que AJPSC sí tiene la potestad de incorporar activos al fideicomiso, más no la obligación.

Por otro lado, durante la vigencia del Programa, se ha establecido que no existirá prelación entre las diferentes series de una emisión ni entre las diferentes emisiones, por lo que todos los bonistas serán *pari passu* en cuanto al pago de intereses y capital, y respecto a las otras obligaciones garantizadas. Asimismo, AJPSC no podrá establecer ni

acordar un orden preferente de pago para sus futuras obligaciones fuera del Programa y tampoco podrá subordinar a los bonistas ante cualquier otra obligación que asuma.

Asimismo, se compromete a mantener los siguientes ratios financieros, los que serán calculados trimestralmente:

- EBITDA / Amortización e Intereses mayor a 1.5x
- Deuda Financiera / Patrimonio menor a 1.6x
- Cobertura de Obligaciones Garantizadas (Valor de la Propiedad de Inversión de la Parcela B / Valor Obligaciones Garantizadas) mayor o igual a 1.2x.

De no cumplir con alguno de los ratios mencionados, AJPSC deberá garantizar el cumplimiento del servicio de deuda de los próximos seis meses con una carta fianza solidaria, irrevocable, incondicionada, sin beneficio de excusión y de ejecución automática de un banco local con clasificación de riesgo no menor a A- para entidades financieras. La fecha de vencimiento de la referida fianza deberá ser a los 15 días posteriores a los seis meses citados.

Cabe mencionar que el ratio de Cobertura de Obligaciones Garantizadas considera el flujo de caja libre, tomando en cuenta los ingresos por alquiler netos de los gastos operativos de funcionamiento, dentro de los que se consideran los costos de operación, costos de construcción (considerando los riesgos de construcción y abandono) y *capex* de mantenimiento según informe proporcionado a la Clasificadora. Dicho ratio se mantuvo a niveles por encima de lo acordado (1.2x) durante todo el periodo tal como se muestra el siguiente cuadro:

Cobertura Oblig. Garantizadas	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Valor de Prop. de Inversión (S/ MM)	1,224.4	1,268.7	1,156.5
Valor de Oblig. Garantiz. (S/ MM)	459.1	447.9	461.0
Ratio Cobertura Serv. de Deuda	2.67	2.83	2.51
Covenant Bonos	1.20	1.20	1.20

Fuente: AJPSC

Por su parte, el valor contable de la Propiedad de Inversión de la Parcela B (S/ 1,156 MM a dic. 2018) cubriría más de 2.5x el saldo de los Bonos en circulación al cierre del 2018.

TOTAL INVERSIÓN INMOBILIARIA

MM S/	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Parcela B	1,281	1,224	1,269	1,156
Parcela C	21	22	25	41
Parcela F	43	251	228	316
Total	1,344	1,498	1,522	1,514

* Cifras auditadas.

Fuente: AJPSC

Al respecto, la Clasificadora considera altamente probable que este ratio disminuya en el tiempo, no sólo por el ajuste en el tiempo que se daría en el valor presente de las rentas conforme se acerque al vencimiento del contrato de uso de superficie (2035); sino también porque los Bonos no amortizan en los diez primeros años, y por la probable incorporación de otros acreedores garantizados en el futuro sin que necesariamente se incorporen nuevos activos.

Por lo expuesto, la Clasificadora evaluará la gestión del AJPSC en función a su perfil financiero y estrategia de mantener un ratio Deuda Financiera / EBTIDA inferior a 3.0x, tal y como lo ha venido haciendo, antes que si la cobertura del citado resguardo disminuye en el tiempo.

Cabe mencionar que el derecho de retracto, es decir, el derecho de adquisición preferente que tiene AJPSC sobre la Parcela B cuando finalicen los contratos con Portalia S.A., sería transferido al fideicomiso. Pero no así los derechos de exclusividad de las cláusulas 9na y 17ma del Contrato de Constitución del Derecho de Superficie sobre la citada parcela, como tampoco los derechos de cobro de los adelantos pagados por concepto de renta. Las cláusulas mencionadas hacen referencia a que no se puede construir otro centro comercial en los terrenos del Jockey Club, y al derecho preferencial de AJPSC para desarrollar otros proyectos en los terrenos del Jockey Club.

En la evaluación inicial, la Clasificadora sensibilizó los flujos (escenario de estrés) considerando las nuevas ampliaciones y las fechas tentativas de apertura de las nuevas tiendas, y obtuvo ingresos por unos S/ 312 MM y S/ 320 MM para el 2017 y 2018, respectivamente, siendo similares a los S/ 318 MM reales que se obtuvieron en el 2017 e inferiores a los S/ 332 MM del 2018. Para los años siguientes, en el escenario sensibilizado, los ingresos reflejaban un crecimiento orgánico de 2.5%, teniendo en cuenta los ajustes sobre las rentas que suelen contemplar los contratos de arrendamiento. Cabe señalar que el crecimiento real en el 2018 con respecto al ejercicio anterior ascendió a 4.4%.

Del mismo modo y considerando el íntegro del Programa colocado (US\$150 MM), en el escenario estresado se obtuvo un ratio Deuda Financiera / EBITDA de 3.6x y 3.5x para el 2017 y 2018, respectivamente, siendo el real de 2.7x tanto para fines del 2017 como del 2018. Para los siguientes cinco años (2019-2023) el promedio sensibilizado actualizado sería 2.4x. Cabe mencionar que no se están considerando *capex* de ampliaciones u otro similar de envergadura, sólo se están considerando *capex* de mantenimiento, ello porque el espacio físico donde opera el centro comercial ya es limitado. Tampoco se está considerado que se toma nueva deuda, dado que no existirían necesidades de nuevo financiamiento y el objetivo del JPSC es mantener un apalancamiento inferior a 3.0x.

No obstante, se destaca la fortaleza de los flujos producto del posicionamiento del JPSC, así como de la fortaleza de los contratos de arrendamiento con los locatarios que contemplan un pago fijo mínimo, plazos largos con las tiendas principales y cláusulas de lucro cesante.

En cuanto a la cobertura del servicio de deuda en el escenario sensibilizado, se obtuvo una cobertura mínima de 1.26x y en promedio de 1.50x durante el periodo de amortización a nivel del EBITDA, nuevamente considerando los supuestos antes mencionados. No obstante, en el periodo de amortización, sí se requeriría de hacer uso de los saldos acumulados en caja para cubrir el servicio de la deuda si se considera el Flujo de Caja Libre luego de cubrir los impuestos y *capex* de mantenimiento. Por lo mencionado, la

Clasificadora esperaría que un año antes de comenzar a amortizar el Programa, se empiece a acumular caja para cubrir con holgura las obligaciones financieras.

De esta manera y considerando la fortaleza de los flujos, dado el posicionamiento del JPSC, así como la estrategia conservadora de apalancamiento y las coberturas obtenidas para el pago del servicio de la deuda, se decidió otorgar el rating de AA+(pe) a las tres emisiones dentro del Primer Programa de Bonos hasta por un monto máximo en circulación en conjunto de US\$150 MM.



Resumen financiero - Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A.

(Cifras en miles de Soles)

Tipo de Cambio S/ / US\$ a final del Período	3.37 dic-18	3.24 dic-17	3.36 dic-16	3.41 dic-15	2.99 dic-14	2.80 dic-13
Rentabilidad						
EBITDA	182,502	172,428	165,818	139,339	126,022	89,894
Mg. EBITDA	54.9%	54.2%	53.6%	50.4%	49.8%	42.7%
EBITDAR	212,013	202,326	195,084	165,410	150,199	112,633
Margen EBITDAR	63.8%	63.5%	63.0%	59.8%	59.4%	53.5%
FCF / Ingresos	0.0	-0.5	0.2	-0.3	-0.1	0.0
ROE (Promedio)	10.8%	9.8%	12.9%	25.8%	32.2%	25.5%
Cobertura						
EBITDA / Gastos Financieros	5.2	4.7	5.5	14.0	11.5	9.5
EBITDAR / (Gastos Fin. + Alquileres pagados)	3.3	3.0	3.3	4.6	4.3	3.5
EBITDA / Servicio de deuda	3.5	4.0	4.8	10.2	2.4	1.9
EBITDAR / (Servicio de deuda + Alquileres)	2.6	2.8	3.1	4.2	2.0	1.6
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	0.9	-3.1	2.3	-5.0	-0.1	0.3
(FCF + Gastos Fin. + Caja e Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	3.9	0.3	11.5	8.0	0.2	1.1
CFO / Inversión en activo fijo e inmobiliarias	4.8	3.2	1.9	0.6	2.4	2.1
Estructura de capital y endeudamiento						
Deuda financiera total / Capitalización	36.3%	35.6%	32.8%	30.6%	16.4%	18.4%
Deuda ajustada total / Capitalización ajustada	44.8%	44.5%	41.0%	39.4%	30.6%	33.6%
Deuda financiera total / EBITDA	2.7	2.7	2.9	2.8	1.1	1.4
Deuda financiera neta / EBITDA	1.8	1.9	1.0	1.5	0.9	1.0
Deuda ajustada total / EBITDAR	3.3	3.3	3.5	3.4	2.0	2.5
Deuda ajustada neta / EBITDAR	2.6	2.6	1.9	2.4	1.9	2.2
Costo de financiamiento estimado	7.4%	7.8%	7.0%	3.8%	8.3%	7.5%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	3.4%	1.4%	0.8%	0.9%	30.8%	29.8%
Balance						
Activos totales	1,790,301	1,748,601	1,884,291	1,596,962	1,118,150	955,925
Caja e inversiones corrientes	155,151	143,444	316,632	176,409	18,646	38,664
Deuda financiera Corto Plazo	16,668	6,415	4,005	3,648	41,777	37,967
Deuda financiera Largo Plazo	473,471	458,276	473,692	383,501	93,836	89,627
Deuda financiera total	490,139	464,691	477,697	387,149	135,613	127,594
Deuda fuera de Balance	206,577	209,286	204,862	182,497	169,239	159,173
Deuda ajustada total	696,716	673,977	682,559	569,646	304,852	286,767
Patrimonio neto (sin Interés Minoritario)	859,571	840,349	980,893	876,831	690,438	567,309
Capitalización	1,349,710	1,305,040	1,458,590	1,263,980	826,051	694,903
Capitalización ajustada	1,556,287	1,514,326	1,663,452	1,446,477	995,290	854,076
Flujo de caja						
Flujo de caja operativo (CFO)	108,547	89,346	137,450	85,035	107,088	59,316
Inversiones en activo fijo e inmobiliarias	(22,823)	(28,328)	(72,818)	(148,246)	(45,328)	(28,908)
Dividendos comunes	(72,666)	(229,363)	(16,410)	(14,756)	(79,285)	(25,112)
Flujo de caja libre (FCF)	13,058	(168,345)	48,222	(77,967)	(17,525)	5,296
Ventas de activo fijo	-	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	2,595	162,858	(185,759)	(47,998)	1,678	(1,412)
Variación neta de deuda	14,315	(1,957)	98,068	240,105	(4,171)	3,985
Variación neta de capital	-	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	-	-	-	-	-	-
Variación de caja	29,968	(7,444)	(39,469)	114,140	(20,018)	7,869
Resultados						
Ingresos	332,364	318,376	309,565	276,378	253,045	210,591
Variación de Ventas	4.4%	2.8%	12.0%	9.2%	20.2%	13.4%
Utilidad operativa (EBIT)	179,665	170,769	164,412	138,319	125,095	88,910
Gastos financieros	35,195	36,733	30,232	9,981	10,961	9,460
Alquileres pagados (derecho superficie)	29,511	29,898	29,266	26,071	24,177	22,739
Resultado neto	91,888	88,991	119,428	202,176	202,580	130,799

EBITDA = Ut. Operativa (no incluye otros ingresos y egresos, ni cambios en el valor razonable de inversiones) + Depreciación + Amortización

FFO = Rstdo. Neto + Deprec.+ Amort. + Rstdo. en Venta de Activos + Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstdo. Neto + Variación en Otros Activos + Variación de Otros Pasivos - Dividendos Preferentes

Var. de Capital de Trabajo = Cambio en Ctas.x Cobrar Comerc.+ Cambio en Existencias - Cambio en Ctas.x Pagar Comerc.

CFO = FFO + Variación de capital de trabajo. // **FCF** = CFO + Inversión en Activo Fijo + Pago de Dividendos Comunes

Cargos fijos = Gastos Fin. + Dividendos Pref. + Arriendos

Deuda fuera de balance = Incluye avales y fianzas, y arriendos anuales multiplicados por el factor 7.0

Servicio de deuda = Gastos Fin. + Deuda de Corto Plazo

Capitalización: Deuda total + patrimonio total + acciones preferentes + interés minoritario

ANTECEDENTES

Deudor:	Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A.
Domicilio legal:	Av. Javier Prado Este No. 4200, Santiago de Surco, Lima– Perú
RUC:	20306841506
Teléfono:	(511) 716 2000

RELACIÓN DE DIRECTORES*

Carlos Enrique Palacios Rey	Presidente
Margaret Grace Burns Olivares	Director
Ana Maria Cummins Bañados	Directora
Enrique Bendersky Assael	Director
Santiago Cummins Bañados	Director
Matías Exequiel Lira Ratinoff	Director

RELACIÓN DE EJECUTIVOS*

Juan José Calle Quirós	Gerente General
Rossana Arnaiz Figallo	Gerente de Administración y Finanzas
Mariana Becerra Abusada	Gerente Comercial y Marketing
Mario Madico Magnani	Gerente de Operaciones
Juan Manuel Echevarría Arellano	Gerente Legal
Gabriel Renato Campos Aguilar	Gerente Central de Proyectos

RELACIÓN DE ACCIONISTAS*

Inmobiliaria del Alto Lima S.A.	78.08%
Inversiones FBA S.A.C.	21.07%
Gold Squirrel Investment Inc.	0.67%
Kentish Holdings Limited S.A.C.	0.18%

(*) Nota: Información a diciembre 2018

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución SMV N°032-2015-SMV/01 y sus modificatorias, acordó la siguiente clasificación de riesgo para la empresa **Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A.**:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación</u>
1ra, 2da y 3ra Emisión dentro del Primer Programa de Bonos Corporativos Jockey Plaza hasta por un monto máximo de US\$150.0 MM en su conjunto	AA+(pe)
Perspectiva	Estable

Definiciones

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

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

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

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

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno. Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.0% de sus ingresos totales del último año.

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