

## Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A.

### 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 a setiembre 2019.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 29/11/2019 y 10/05/2019.

### Perspectiva

Estable

#### Adm. Jockey Plaza Shopping Center

Millones de Soles (MM S/)	Sin NIIF 16		
	12 M set-19	dic-18	dic-17
Ingresos	341.1	332.4	318.4
EBITDA *	171.9	182.5	172.4
Mg. EBITDA (%)	50.4%	54.9%	54.2%
EBITDAR	202.8	212.0	202.3
Mg. EBITDAR (%)	59.5%	63.8%	63.5%
Deuda Financiera Total	497.4	490.1	464.7
Caja y valores líquidos	158.1	155.2	143.4
Deuda Fin. / EBITDA (x)	2.9	2.7	2.7
Deuda Fin. Neta / EBITDA (x)	2.0	1.8	1.9
Deuda Ajust. Total / EBITDAR (x)	3.5	3.3	3.3
EBITDA / Gastos Fin. (x)	4.7	5.2	4.7
EBITDAR / (Gastos Fin. + Alq.)	3.0	3.3	3.0

(\*) 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](mailto:sergio.castro@aai.com.pe)  
 (511) 444 5588

Karina Grillo Mertz  
[karina.grillo@aai.com.pe](mailto: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 alrededor de 175,000 m<sup>2</sup> 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- set 2019: CAGR +4.7%), para poder incorporar nuevas marcas locales e internacionales, las cuales representaban alrededor del 43% y 57% del total de locales a setiembre 2019, respectivamente. En ese sentido, en los últimos años se remodeló el *Food Hall*, se construyó un Segundo Corredor Comercial ("Barrio Jockey") que contiene como anclas a Oechsle y Paris y en el 2019 se inauguró, entre otros, el YOY Lima Box Park.

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 630 tiendas a set. 2019), 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 los últimos 12 meses a setiembre 2019 los ingresos por arrendamiento de locales se incrementaron en 1.3% con respecto al ejercicio 2018, producto, entre otros, de la consolidación del “Barrio Jockey”, la ampliación del área arrendable total en más de 6,000 m<sup>2</sup>, entre ellas por la ampliación de Zara en alrededor de 1,000 m<sup>2</sup> y la inauguración en el 2019 de “YOY Lima Box Park” (plaza que concentra una oferta de gastronomía, cultura y experiencias ubicada en la Parcela H del Jockey Club).

**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 – set. 2019 ha sido de alrededor de 8.7%. Se debe considerar que posibles nuevas ampliaciones 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. Sin embargo, en el último año el CC ha venido realizando importantes remodelaciones en las áreas existentes. Así, entre las principales se encuentra la remodelación de un área de unos 4200 m<sup>2</sup> donde se han incorporado nuevas categorías como *Wellness*, salud, deporte y escuelas de baile y modelaje, entre otras. Asimismo, en dicha área se inauguraría pronto (dic19) un área de coworking con *We Work* como locatario (476 espacios de trabajo en un área de unos 2900 m<sup>2</sup>). Ello llevaría a continuar consolidando el atractivo del CC y brindaría mayor flujo de visitantes.

Por su parte, en el año móvil a setiembre 2019 el EBITDA<sup>1</sup> ascendió a S/ 171.9 MM, inferior en 5.8% respecto del registrado en el ejercicio 2018, producto del incremento importante en gastos de personal y de servicios prestados por terceros que no logró compensarse con el crecimiento en los ingresos. Se esperaría que estos se incrementen, entre otros, con la consolidación de YOY Lima Box Park y se puedan generar mayores eficiencias.

**Moderado 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. Asimismo, dicho indicador se redujo ligeramente a fines del 2017 y 2018 ubicándose en 2.7x. De otro lado, en el año móvil finalizado en setiembre 2019 se observó un leve aumento, llegando a 2.9x, en línea con la disminución del EBITDA, debido a los mayores costos y gastos operativos registrados.

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 a fines del año móvil a setiembre 2019 se ubicó en 3.5x, siendo similar a lo observado a fines del 2018 (3.3x).

**Limitado nivel de diversificación como operador de centros comerciales.** Hasta el cierre de setiembre 2019 AJPSC contaba 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. Sin embargo, en octubre 2019 AJPSC anunció la adquisición del *mall* Boulevard Asia, lo que le permitirá mejorar su diversificación.

**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 afectase la generación de flujos y/o mayores niveles de endeudamiento que no vayan acompañados de una mayor generación, podrían ocasionar mayores niveles de apalancamiento, lo que podría implicar un ajuste en los *ratings* otorgados.

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

<sup>1</sup> 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 octubre 2019, AJPSC informó que procedió a la adquisición de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Inversiones Castelar S.A.C, propietaria y operadora del *mall* Boulevard Asia. Para financiar parte de dicha compra, AJPSC tenía previsto adquirir deuda adicional por aproximadamente US\$40 MM a través de un crédito puente a 18 meses.
- 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.

## Perfil

Administradora Jockey Plaza Shopping Center (AJPSC) tiene como accionista mayoritario al grupo chileno Altas Cumbres. La Compañía se constituyó en 1996 e 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, 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 adquirieron los Bonos.

Hasta setiembre 2019 AJPSC operaba sólo un centro comercial; sin embargo, con la adquisición del Boulevard Asia en octubre 2019 sumó un segundo *mall* a sus operaciones.

Cabe indicar que el JPSC es el *mall* más grande del país en términos de área arrendable. A setiembre 2019 contaba con un área arrendable de aproximadamente 175,000 metros cuadrados.

En los nueve primeros meses del 2019 el Centro Comercial registró ventas por unos S/ 1,418 MM (S/ 2,028 MM en el ejercicio 2018).

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.

Durante 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. Asimismo, entre enero y setiembre 2019, se inauguró la ampliación de la tienda Zara con unos 1,000 m2 adicionales, la inauguración de la segunda tienda de Victoria’s Secret con su formato completo, YOY Lima Box Park en la parcela H, nuevas categorías en deporte, bienestar y oficinas, entre otros.

Al cierre del tercer trimestre 2019 alrededor del 43% de los locales correspondían a operadores nacionales y el 57%, a internacionales (49% y 51% a dic. 2018, 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 630 tiendas menores.

	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Set-19
Área Arrendable (m2)	148,500	168,800	168,200	168,200	174,600
Ventas (MM S/.)*	1,822	1,857	1,908	2,028	1,418
Rentas (MM S/.)	176	202	207	215	160
Rentas / Área Arrend. Mensual (S/. x M2)	99	100	102	107	102

\*Ventas no incluyen IGV

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

El 2018 fue un año de recuperación de la actividad económica en el país (PBI +4.0%, según BCRP), con un incremento de la inversión tanto pública como privada, así como una reactivación de la demanda interna. Asimismo, los sectores afectados por las condiciones climatológicas del FEN en el 2017 – agropecuario y pesca – mostraron una mejora significativa en sus niveles de producción respecto al año previo.

Por su parte, durante el primer semestre del 2019 se observó una desaceleración del crecimiento de la economía peruana, explicado principalmente por la contracción de los sectores de minería, manufactura y pesca, así como por la caída de la inversión pública, ante el cambio de las autoridades municipales, así como por un freno de la inversión privada ante el mayor ruido político.

Para el segundo semestre se espera un menor dinamismo en la economía local, debido a la mayor incertidumbre política en el Perú, ante el adelanto de elecciones legislativas, así como un entorno global más complejo e incierto, producto de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, lo cual viene afectando la confianza de los inversionistas y con ello la inversión privada. Lo anterior, ha motivado que las proyecciones de crecimiento del PBI para el 2019 se revisen a la baja, siendo el nuevo estimado del BCRP de 2.7% y según Apoyo Consultoría, de 2.2%. Sin embargo, de acuerdo al BCRP, se esperaría que la demanda interna presente una recuperación gradual conforme se vaya presentando un escenario de mayor estabilidad política y social.

Por su parte, según la Asociación de Centros Comerciales y de Entretenimiento del Perú (ACCEP), existían unos 94 centros comerciales en el país al cierre del 2018 (53 en Lima y 41 en provincias). Cabe destacar que la penetración de centros comerciales (CC) en el país aún era baja con respecto a la región, por lo que, a pesar de la expansión del sector en los últimos años, todavía 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).

Además, diversos factores, tales como la mayor capacidad adquisitiva que ha tenido la población en los últimos años y la expansión del crédito de consumo, entre otros, también han contribuido al crecimiento del sector.

Asimismo, se espera que para el periodo 2019-2020 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 y Mall Aventura San Juan de Lurigancho con una inversión total de aproximadamente S/ 2,200 MM, siendo mayor a la inversión del 2018 (S/ 1,100 MM).

Cabe señalar que del total de CC en operación, existen tres grandes grupos de operadores de centros comerciales que son propietarios de más del 50% de *malls* en el país en sus diferentes formatos (Grupo Interbank, Grupo Falabella y Grupo Parque Arauco). Se debe mencionar que en el 2018 ingresó un nuevo operador al mercado, el Grupo Patio.

Si bien se espera un desarrollo positivo para los próximos años, existen cuellos de botella, entre ellos, el alto precio de los terrenos. Además, el alto costo de oportunidad y la menor disponibilidad de terrenos amplios, hace menos viable el establecimiento de los grandes formatos de CC. Igualmente, la demora en los trámites municipales sigue siendo un desafío que enfrentan los desarrolladores, principalmente con respecto a las licencias de construcción.

Por su parte, en provincias existen factores que limitan la inversión como la baja disponibilidad de terrenos saneados y las dificultades existentes para obtener cambios de zonificación municipal, entre otros.

En este contexto, las nuevas tendencias apuntan a crear nuevos formatos; proyectos mixtos que unan comercio, viviendas u oficinas, los cuales harán más rentables las inversiones. Igualmente, ante la limitación de espacio se espera el desarrollo de formatos más pequeños, pero de mayor altura. Los *malls* existentes, cuyo desarrollo se ha dado sobre la base de las tiendas anclas, tendrán que reinventarse y diferenciarse, aumentando la importancia de las tiendas intermedias.

De otro lado, debido a los cambios en las tendencias de los consumidores y el importante crecimiento de las compras por internet en los últimos años, los CC están buscando potenciar su oferta como centros de entretenimiento y no sólo como un lugar de compras. En ese sentido, varios CC vienen impulsando su oferta gastronómica y buscan desarrollar eventos de entretenimiento que atraigan público de manera masiva, especialmente en fechas importantes para el sector.

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. Este *mall* se inauguró en noviembre 2019; sin embargo, se esperaría que el flujo de visitantes del JPSC sería afectado de manera poco significativa.

Con respecto a la 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.

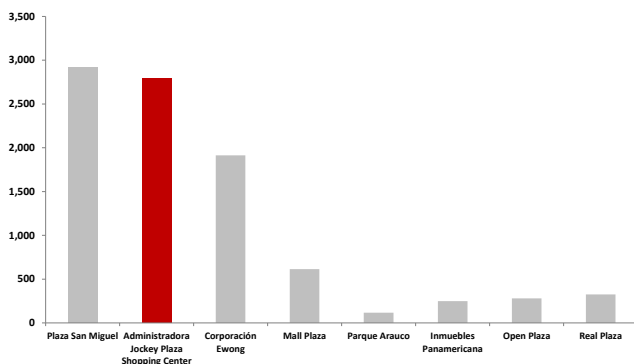
Por otro lado, en Perú todas las tiendas bandera (*flagship stores*) de marcas internacionales están en el Jockey Plaza; siendo dichas tiendas las más importantes para ellas a nivel local, por lo que reciben la mayor inversión y reportan los mayores niveles de ventas y de ventas por m<sup>2</sup>. Entre ellas están H&M (cuyo local es el más grande de la marca en América Latina), 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.

Si se consideran los datos proyectados por la ACCEP para fines del 2019 y se divide el importe anual facturado por el Centro Comercial entre el número de visitantes, se obtiene una facturación por visitante estimada de unos S/ 93 para el 2019, siendo mayor a la obtenida por Plaza San Miguel (S/ 74). 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 2019\* (S/ MM)



\* Según Proyecciones  
Fuente: ACCEP 2019 y AJPSC // Elaboración: Apoyo & Asociados

Cabe resaltar que, a diferencia de otras marcas de centros comerciales, Jockey Plaza y Plaza San Miguel, sólo administraban a setiembre 2019 un centro comercial. Así, al analizar las ventas de los locatarios de cada centro comercial individualmente, según estimaciones de ACCEP, al cierre del 2019 Plaza San Miguel ocuparía el primer lugar con alrededor de S/ 2,923 MM, seguido por Jockey Plaza con S/ 2,794 MM (datos proyectados al cierre del 2019 según informe Accep).

## 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:

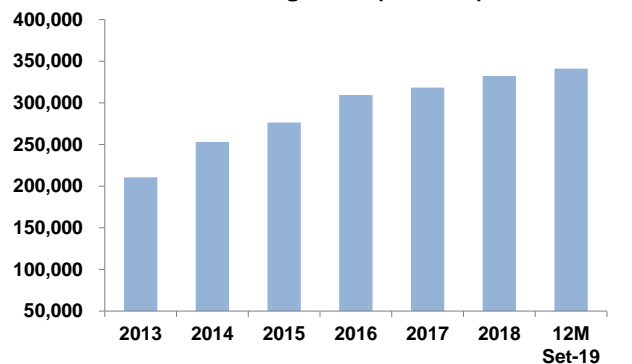
EXPANSION DEL JOCKEY PLAZA SHOPPING CENTER

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	Ingresa 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 París; remodelación <i>Food Hall</i>
2017	Se remodela la tienda Ripley y los estacionamientos
2018	Incorporación de categorías de deportes y educación
2019	Se inaugura YOY Lima Box Park, ampliación Zara.

Fuente: AJPSC

De manera similar, los ingresos han mostrado una tendencia creciente y un *CAGR* para los últimos años (2013 - set 2019) del 8.7%, 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 año móvil a setiembre 2019 los ingresos totales de AJPSC ascendieron a S/ 341.1 MM, superiores en 2.6%

con respecto a lo registrado en el ejercicio 2018 (S/ 332.4 MM), lo cual se debió, especialmente, al crecimiento de los ingresos por arrendamiento de locales (+1.3%) y a los ingresos por publicidad (+13.9%).

Este crecimiento fue producto, entre otros, de la consolidación de la zona denominada “Barrio Jockey” (Nueva Nave), y la nueva área YOY Lima Box Park inaugurada en agosto 2019, en la parcela H del Jockey Club. Asimismo se realizaron importantes ampliaciones y remodelaciones de tiendas como Zara y Desigual y se incluyeron más de 30 nuevas marcas a la oferta comercial.

Por su parte, del total de los ingresos, aproximadamente el 64% fue explicado por las rentas de los locales, y la diferencia por varios conceptos como recuperación de gastos comunes (18%), publicidad (7%) y administración de los estacionamientos (6%), entre otros.

En cuanto al total de ingresos por alquileres (renta mínima + renta variable) entre enero y setiembre 2019, se debe destacar que alrededor del 90% correspondió a arriendos fijos y que sólo el 10% correspondió a los arriendos variables (87% y 13% en el 2018, respectivamente). 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.

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 EBITDA<sup>2</sup> disminuyó, de 54.9% en el ejercicio 2018, a 50.4% en el año móvil finalizado en setiembre 2019. Si bien se observó una tendencia positiva en los últimos años, en el año móvil a setiembre 2019 la carga de costos y gastos operativos producto de mayores gastos de personal y generales, así como de servicios contratados, repercutieron en el margen.

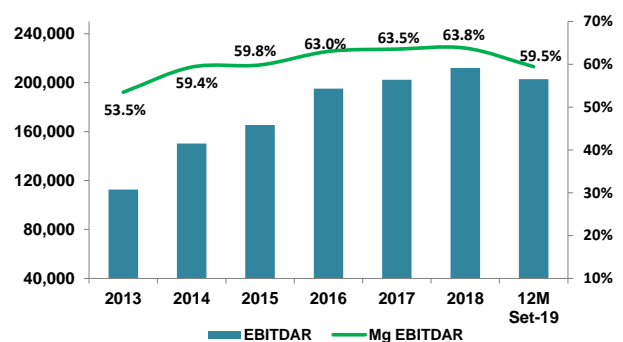
No obstante, si se compara dicho porcentaje con el que muestran otros centros comerciales, AJPSC muestra un porcentaje menor, ya que otros operadores manejan márgenes por encima del 60%, y en muchos casos por encima del 70%. Ello se explica porque: i) el AJPSC no es propietaria de los terrenos donde opera, por lo que paga un alquiler por el derecho de superficie para el uso de los mismos (S/ 30.9 MM en el año móvil a set. 2019); 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) era a setiembre 2019 el único centro comercial que operaba AJPSC, por lo que toda la carga administrativa se cargaba 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 año móvil a setiembre 2019 sería de 59.5% (63.8% en el 2018).

Asimismo, en el año móvil a setiembre 2019 el EBITDA ascendió a S/ 171.9 MM, monto inferior en 5.8% al mostrado en el 2018 (S/ 182.5 MM); mientras que el EBITDAR llegó a S/ 202.9 MM (-4.3% vs. dic. 2018).

**EBITDAR (S/ Miles) y Margen EBITDAR (%)**



Fuente: AJPSC

Igualmente, cabe 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, a setiembre 2019 la vacancia promedio fue de 0.8% (0.1% al cierre del 2018).

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.

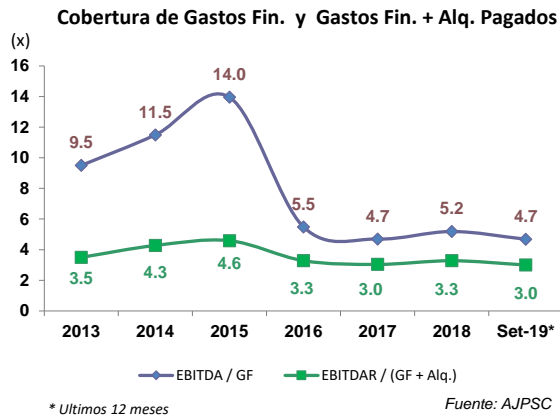
Se debe indicar que si bien en los últimos años se ha registrado un aumento gradual en el ratio de morosidad (4.5% a dic. 2016, 5.7% a dic. 2017 y 6.8% a dic. 2018), a setiembre 2019 este fue similar al del cierre del 2018.

Por otro lado, durante el año móvil a setiembre 2019 los gastos financieros fueron S/ 36.8 MM, mayores en 4.6% con respecto al ejercicio 2018. Así, el menor EBITDA generado y los mayores gastos financieros dieron lugar a una disminución en la cobertura de EBITDA / Gastos Financieros (4.7x año móvil a set. 2019 vs. 5.2x a dic. 2018).

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

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.

Por su parte, al cierre de los últimos 12 meses a setiembre 2019 el ratio de EBITDAR / (Gastos Fin. + Alquileres) se situó en 3.0x (3.3x a fines del 2018 y 3.0x a dic. 2017).



Cabe mencionar que, ante una depreciación del Sol, como la mayor parte de la deuda financiera estaba en Dólares, en el año móvil a setiembre 2019 se registró una pérdida por diferencia en cambio neta por -S/ 2.9 MM, sin embargo, fue menor a lo observado en el ejercicio 2018 (-S/ 6.5 MM).

De esta manera, durante los últimos 12 meses a setiembre 2019 la utilidad neta aumentó a S/ 99.0 MM (S/ 91.9 MM en el 2018), debido principalmente a: i) el incremento de los ingresos por arrendamiento de locales por la mayor área arrendable; ii) mayores ingresos por publicidad; iii) ingresos extraordinarios por devolución de impuesto a la renta pagado en exceso en el 2014, así como por mayores ingresos financieros; y, iv) el menor cambio negativo en el valor razonable de las propiedades de inversión (-S/ 14.0 MM en año móvil a set. 2019 vs. -S/ 21.1 MM a dic. 2018).

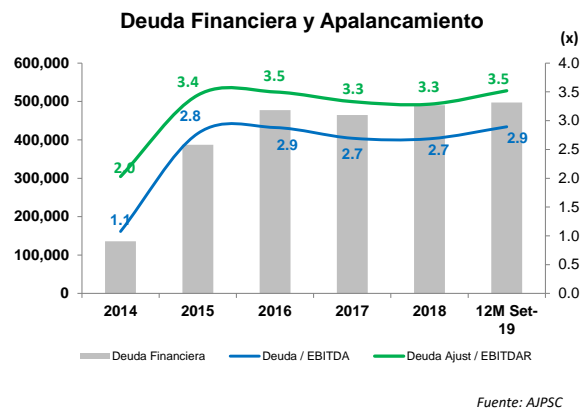
De otro lado, en los últimos 12 meses a setiembre 2019 se registró un Flujo de Caja Operativo (CFO) de S/ 107.3 MM, siendo ligeramente inferior a los S/ 108.5 MM registrados en el ejercicio 2018. Por su parte, si al CFO se le deducen dividendos pagados en el año móvil a setiembre 2019 por S/ 81.1 MM e “Inversiones en Activo Fijo e Inmobiliarias” por S/ 33.3 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) negativo de S/ 7.0 MM (+S/ 13.1 MM en el ejercicio 2018). Lo anterior, sumado al aumento neto de deuda, entre otros, permitieron registrar un ligero incremento del saldo de “Caja e Inversiones corrientes”, el cual a setiembre 2019 ascendió a S/ 158.1 MM, (S/ 155.2 MM a dic. 2018).

## 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, La Alameda, entre otros.



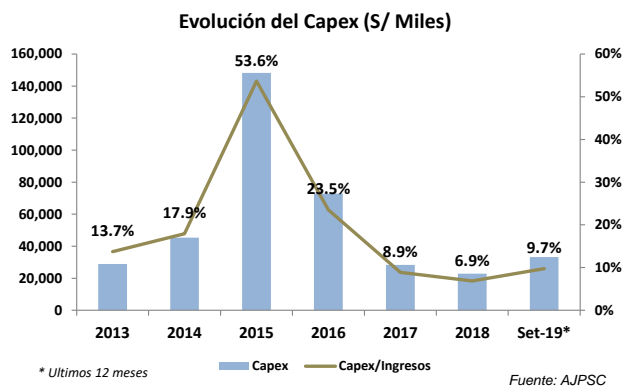
En el año móvil a setiembre 2019 el ratio Deuda Financiera / EBITDA ascendió a 2.9x, ligeramente superior al registrado a fines del 2018 (2.7x). Así, tanto el menor EBITDA como la mayor deuda financiera registrada, contribuyeron al mayor ratio. Por su parte, el apalancamiento neto de caja e inversiones corrientes se ubicó en 2.0x, siendo levemente mayor al observado a diciembre 2018 (1.8x).

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 3.5x en el año móvil a setiembre 2019 (3.3x al cierre del 2018).

A setiembre 2019 la deuda financiera de AJPSC ascendió a S/ 497.4 MM (S/ 490.1 MM a dic. 2018), la misma que está conformada básicamente por: i) los Bonos (saldo S/ 461.6 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 para financiar su *capex*. A setiembre 2019, dicho ratio se ubicó en 37%, siendo similar al registrado al cierre del 2018 (36%).



Si consideramos la Deuda Financiera Ajustada (Deuda Fin. Ajust. = Deuda Fin + Alq. Pagados x 7.0), el indicador de Capitalización Ajustada se ubicó en 45%, siendo 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 (correspondiente a resultados acumulados del 2014) 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. Asimismo, a setiembre 2019 los dividendos ascendieron a S/ 81.0 MM, equivalente a 0.7 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 m<sup>2</sup>, 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 de setiembre 2019 La Fiduciaria registró activos por S/ 21.2 MM (S/ 23.0 MM a dic. 2018), pasivos por S/ 5.9 MM (S/ 6.5 MM a fines del 2018) y un patrimonio neto de S/ 15.4 MM (S/ 16.5 MM). Asimismo, entre enero y setiembre 2019 tuvo una utilidad neta de S/ 11.6 MM, mayor a la registrada a fines de similar periodo del año anterior (S/ 9.8 MM).

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 (real set. 2019: 5.0x)
- Deuda Financiera / Patrimonio menor a 1.6x (real set. 2019: 0.6x)
- Cobertura de Obligaciones Garantizadas (Valor de la Propiedad de Inversión de la Parcela B / Valor Obligaciones Garantizadas) mayor o igual a 1.2x. (real set. 2019: 2.5x)

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 riesgo 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	Set-19
Valor de Prop. de Inversión (S/ MM)	1,224.4	1,268.7	1,156.5	1,167.9
Valor de Oblig. Garantiz. (S/ MM)	459.1	447.9	461.0	461.6
Ratio Cobertura Serv. de Deuda	2.67	2.83	2.51	2.53
Covenant Bonos	1.20	1.20	1.20	1.20

Fuente: AJPSC

Por su parte, el valor contable de la Propiedad de Inversión de la Parcela B (S/ 1,167.9 MM a set. 2019) cubriría más de 2.5x el saldo de los Bonos en circulación al cierre de setiembre 2019.

## TOTAL INVERSIÓN INMOBILIARIA

MM S/	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Set-19
Parcela B	1,281	1,224	1,269	1,156	1,168
Parcela C	21	22	25	41	41
Parcela F	43	251	228	316	331
<b>Total</b>	<b>1,344</b>	<b>1,498</b>	<b>1,522</b>	<b>1,514</b>	<b>1,541</b>

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.

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. 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 y 2.9x para el año móvil a setiembre 2019. Para los siguientes cinco años (2019-2023) el promedio sensibilizado actualizado se estimó en unas 2.4x. Cabe mencionar que no se consideró *capex* de ampliaciones u otro similar de envergadura, sólo se incluyó *capex* de mantenimiento, ello porque el espacio físico donde opera el centro comercial ya es limitado. Tampoco se consideró que se adquiría nueva deuda, dado que no existirían necesidades de nuevo financiamiento y el objetivo del JPSC en ese momento era mantener un apalancamiento inferior a 3.0x. En ese sentido, se esperaba que la posible adquisición de nueva deuda en el futuro estuviese asociada a incrementos en los niveles de generación.

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 esperaba 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)

Sin NIIF-16

Tipo de Cambio S/ / US\$ a final del Periodo	3.38	3.37	3.24	3.36	3.41	2.99
	12M Set-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15	Dic-14
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA	171,873	182,502	172,428	165,818	139,339	126,022
Mg. EBITDA	50.4%	54.9%	54.2%	53.6%	50.4%	49.8%
EBITDAR	202,791	212,013	202,326	195,084	165,410	150,199
Margen EBITDAR	59.5%	63.8%	63.5%	63.0%	59.8%	59.4%
FCF / Ingresos	0.0	0.0	-0.5	0.2	-0.3	-0.1
ROE (Promedio)	11.6%	10.8%	9.8%	12.9%	25.8%	32.2%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA / Gastos Financieros	4.7	5.2	4.7	5.5	14.0	11.5
EBITDAR / (Gastos Fin. + Alquileres pagados)	3.0	3.3	3.0	3.3	4.6	4.3
EBITDA / Servicio de deuda	3.8	3.5	4.0	4.8	10.2	2.4
EBITDAR / (Servicio de deuda + Alquileres)	2.7	2.6	2.8	3.1	4.2	2.0
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	0.7	0.9	-3.1	2.3	-5.0	-0.1
(FCF + Gastos Fin. + Caja e Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	4.2	3.9	0.3	11.5	8.0	0.2
CFO / Inversión en activo fijo e inmobiliarias	3.2	4.8	3.2	1.9	0.6	2.4
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>						
Deuda financiera total / Capitalización	36.6%	36.3%	35.6%	32.8%	30.6%	16.4%
Deuda ajustada total / Capitalización ajustada	45.3%	44.8%	44.5%	41.0%	39.4%	30.6%
Deuda financiera total / EBITDA	2.9	2.7	2.7	2.9	2.8	1.1
Deuda financiera neta / EBITDA	2.0	1.8	1.9	1.0	1.5	0.9
Deuda ajustada total / EBITDAR	3.5	3.3	3.3	3.5	3.4	2.0
Deuda ajustada neta / EBITDAR	2.7	2.6	2.6	1.9	2.4	1.9
Costo de financiamiento estimado	7.6%	7.4%	7.8%	7.0%	3.8%	8.3%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	1.7%	3.4%	1.4%	0.8%	0.9%	30.8%
<b>Balance</b>						
Activos totales	1,812,416	1,790,301	1,748,601	1,884,291	1,596,962	1,118,150
Caja e inversiones corrientes	158,110	155,151	143,444	316,632	176,409	18,646
Deuda financiera Corto Plazo	8,301	16,668	6,415	4,005	3,648	41,777
Deuda financiera Largo Plazo	489,144	473,471	458,276	473,692	383,501	93,836
Deuda financiera total	497,445	490,139	464,691	477,697	387,149	135,613
Deuda fuera de Balance	216,426	206,577	209,286	204,862	182,497	169,239
Deuda ajustada total	713,871	696,716	673,977	682,559	569,646	304,852
Patrimonio neto (sin Interés Minoritario)	862,873	859,571	840,349	980,893	876,831	690,438
Capitalización	1,360,318	1,349,710	1,305,040	1,458,590	1,263,980	826,051
Capitalización ajustada	1,576,744	1,556,287	1,514,326	1,663,452	1,446,477	995,290
<b>Flujo de caja</b>						
<b>Flujo de caja operativo (CFO)</b>						
Inversiones en activo fijo e inmobiliarias	(33,254)	(22,823)	(28,328)	(72,818)	(148,246)	(45,328)
Dividendos comunes	(81,098)	(72,666)	(229,363)	(16,410)	(14,756)	(79,285)
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>(7,028)</b>	<b>13,058</b>	<b>(168,345)</b>	<b>48,222</b>	<b>(77,967)</b>	<b>(17,525)</b>
Ventas de activo fijo	-	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	(5,706)	2,595	162,858	(185,759)	(47,998)	1,678
Variación neta de deuda	17,577	14,315	(1,957)	98,068	240,105	(4,171)
Variación neta de capital	-	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	-	-	-	-	-	-
<b>Variación de caja</b>	<b>4,843</b>	<b>29,968</b>	<b>(7,444)</b>	<b>(39,469)</b>	<b>114,140</b>	<b>(20,018)</b>
<b>Resultados</b>						
Ingresos	341,105	332,364	318,376	309,565	276,378	253,045
Variación de Ventas	2.6%	4.4%	2.8%	12.0%	9.2%	20.2%
Utilidad operativa (EBIT)	170,427	179,665	170,769	164,412	138,319	125,095
Gastos financieros	36,799	35,195	36,733	30,232	9,981	10,961
Alquileres pagados (derecho superficie)	30,918	29,511	29,898	29,266	26,071	24,177
Resultado neto	98,960	91,888	88,991	119,428	202,176	202,580

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

**EBITDAR** = Ut. Operativa (no incluye otros ingresos y egresos, ni cambios en el valor razonable de inversiones) + Depreciación + Amortización + Alquileres pagados por derecho de superficie.

**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 7.0x

**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 setiembre 2019

## 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.