

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 de US\$150 MM	AA(pe)	AA+(pe)

Con información financiera auditada a diciembre 2019 y no auditada a marzo 2020.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 07/08/2020 y 29/11/2019.

Perspectiva

Negativa

Adm. Jockey Plaza S.C. Millones de Soles (MM S/)	--- Con NIIF-16 ---			Sin NIIF-16
	Mar-20	Mar-19	Dic-19	Dic-18
Ingresos	71.8	79.0	342.7	332.4
EBITDA *	45.6	51.2	207.6	182.5
Mg. EBITDA (%)	63.5%	64.8%	60.6%	54.9%
Flujo de Caja Operativo (CFO)	24.0	37.0	118.0	108.5
Deuda Financiera	645.7	502.7	628.1	490.1
Deuda Fin. Ajustada **	955.8	803.0	924.0	696.7
Caja y valores líquidos	70.5	122.7	66.2	155.2
Deuda Fin. Ajustada / EBITDA	5.2	3.9	4.5	3.8
Deuda Fin. Ajust. Neta / EBITDA	4.9	3.3	4.1	3.0
EBITDA / Gastos Fin. Totales	2.7	5.7	3.3	5.2

(*) No incluye Otros Ingresos ni Egresos, ni Cambios en Valor Razonable Marzo-19: Para fines comparativos no incluye Derecho de Superficie

(**) Deuda Fin. Ajust. = Deuda Fin. + Pasivos por Arrendamiento.

Pasivos por Arrend. del 2018 = Gastos Oper. por Arrend. por 7.0x

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

El cambio en las clasificaciones otorgadas a las emisiones del Primer Programa de Bonos Corporativos Jockey Plaza, de AA+(pe) a AA(pe) y en la perspectiva, de estable a negativa, se sustentan principalmente en:

Escenario Económico Adverso: Se espera que el impacto del Covid-19 en el crecimiento de la economía peruana sea significativo (-14% para el 2020 en un escenario base, según estimados de Apoyo Consultoría a mayo 2020), siendo la mayor caída de los últimos cien años. Lo anterior, repercutirá en la economía de las empresas y de las familias, afectando la capacidad de consumo de las personas. Asimismo, las medidas adoptadas por el Gobierno y el inicio del Estado de Emergencia desde el 16/03/2020, han limitado las actividades de los centros comerciales. Cabe indicar que recién desde el 18/06/2020 los *malls* fueron autorizados a iniciar sus operaciones comerciales, pero con un aforo del 50%.

Sin embargo, todavía existe incertidumbre acerca de la duración y profundidad que pudiera tener la crisis generada por el Covid-19, al ser un evento que aún se encuentra en evolución, por lo que la Clasificadora considera que la perspectiva negativa asignada refleja las presiones que registrará el sector, al igual que la Empresa, en los próximos meses.

El posicionamiento del centro comercial. El Jockey Plaza Shopping Center (JPSC o el Centro Comercial) cuenta con alrededor de 173,000 m² de área total arrendable (GLA), aproximadamente 2.5 millones de visitantes al mes (en el 2019), 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.

Así, 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, a lo cual se suma el hecho de que una parte importante de la población es relativamente joven, por lo que existe un alto potencial para 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 mejorar su ingreso per cápita. Sin embargo, se prevé que la capacidad de consumo de la población se vea temporalmente afectada por los efectos del Covid-19 en la economía peruana, especialmente en el 2020 y en menor medida en el 2021.

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, entre otros, en:

i) un mix óptimo de marcas / productos para maximizar la rentabilidad; y, ii) diferenciación por marca y experiencia de compra, basada en marcas exclusivas / flagships. Asimismo, AJPSC continuó con la estrategia de mejora de la experiencia de visita del cliente.

Estos atributos, entre otros, le han permitido contar con un nivel de vacancia por debajo del 1% en los últimos años, ubicándose entre los más bajos del sector.

Además, cabe destacar el crecimiento del área arrendable (2013-2019: CAGR +4.4%), para poder incorporar nuevas marcas locales e internacionales, las cuales representaban alrededor del 43% y 57%, respectivamente, del total de locales a diciembre 2019. En ese sentido, en los últimos años se remodeló el Food Hall, se construyó un Segundo Corredor Comercial (“Barrio Jockey”) y en el 2019 se inauguró, entre otros, el YOY Lima Box Park

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 (más de 600 tiendas), 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 su exposición en tiempos de crisis.

Cabe señalar que, durante el 2019 los ingresos por arrendamiento de locales se incrementaron en 2.5% con respecto al ejercicio 2018.

Evolución favorable de ingresos. La adecuada gestión, las constantes mejoras 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 - 2019 ha sido de alrededor de 8.5%.

Sin embargo, 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. Por su parte, en los últimos años el CC ha venido realizando importantes remodelaciones en las áreas existentes a fin de potenciar sus ingresos.

De otro lado, cabe señalar que la Clasificadora estima que debido a los efectos del Covid-19 los ingresos de AJPSC en el 2020 serían aproximadamente un 45% menores a los del 2019, esperándose una recuperación gradual a partir del 2021.

Niveles de endeudamiento. Si consideramos la Deuda Financiera Ajustada Neta (DFAN = Deuda fin. + Pasivos por Arrendamiento – Caja e Inv. Corrientes), el ratio DFAN / EBITDA a fines del 2019 fue 4.1x (4.9x a mar. 2020).

Por su parte, el apalancamiento neto a diciembre 2018 fue 3.0x (considerando para fines comparativos DFA = Deuda Fin. + Gastos Oper. por Arrendamientos por 7.0x). Es importante considerar que a partir del 2019 los EE.FF. incorporan los efectos de la NIIF-16 y que los del 2018 no han sido re-expresados.

Así, el aumento en el apalancamiento se explicó, especialmente, por la deuda adquirida para la compra de Inversiones Castelar S.A.C. (propietaria del mall Boulevard Asia), habiéndose suscrito un préstamo puente con el BCP por US\$40.0 MM, el cual se ha adherido al Contrato Marco de Garantía de los Bonos.

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 adquirió el mall Boulevard Asia, lo que le permitirá mejorar su diversificación.

Adecuado nivel de cobertura del servicio de deuda. Por su parte, considerando la actual coyuntura generada por el Covid-19 y asumiendo que el préstamo puente por US\$40.0 MM con el BCP sería reperfilado a un plazo de cinco años con un año de gracia, entre otros, Apoyo & Asociados evaluó distintos escenarios. Así, en un escenario estresado por la Clasificadora se obtendría un Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda (Flujo de Caja / Servicio de Deuda) promedio a partir del 2021 de 1.6x para los próximos 10 años, siendo la cobertura mínima de 1.2x.

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 propia, le permitan cubrir el servicio de deuda con holgura.

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

Un aumento sostenido en los niveles de vacancia y/o menores rentas que las sensibilizadas que afectase la generación de flujos y/o mayores niveles de endeudamiento que no vayan acompañados de una mayor generación, podrían implicar un ajuste en los *ratings* otorgados.

Asimismo, menores niveles de ajuste anual en el tiempo de los precios de alquiler a los locatarios, mayores gastos operativos y/o financieros que los proyectados en un escenario sensibilizado, entre otros, también podrían tener un impacto.

▪ Acontecimientos Recientes

Perspectivas para el 2020

Durante el mes de marzo 2020 el entorno económico local y mundial cambió drásticamente a raíz de la crisis que viene generando el Covid-19. Según estimaciones publicadas en mayo por Apoyo Consultoría, en un escenario base, se proyecta que el PBI peruano disminuya un 14%, siendo la mayor caída de los últimos cien años. Lo anterior se explica, principalmente, por el freno que ha tenido el aparato productivo con el inicio del Estado de Emergencia establecido por el Gobierno desde el 16 de marzo. En ese sentido, se estima que la economía de las familias y su capacidad de gasto se vean afectadas de manera importante en el 2020 y, en menor medida, en el 2021.

Se debe mencionar que, durante la vigencia del Estado de Emergencia, continuaron operando los supermercados, farmacias y bancos.

Cabe indicar que recién a partir del 18/06/2020 el Gobierno autorizó a los centros comerciales para que puedan reiniciar sus operaciones, pero con un aforo reducido al 50%.

En ese sentido, se proyecta que el Covid-19 tenga un fuerte impacto en este sector durante el presente año y en menor grado en el 2021, esperándose una recuperación a partir del 2022.

Por su parte, a fin de atenuar los efectos del Covid-19, el *mall* viene implementando una serie acciones en relación a sus colaboradores, locatarios, proveedores y clientes, entre otros.

Así, se ha buscado mitigar el incremento de la morosidad de las cuentas por cobrar por arriendos, llegando a acuerdos con diversos locatarios. Asimismo, han venido reduciendo sus costos operativos (servicios de terceros, personal y otros). Además, se limitará el capex de inversión y se han implementado diversas medidas de bio-seguridad.

Considerando que se trata de un evento aún en evolución, la Clasificadora monitoreará el impacto del mismo en AJPSC.

▪ Hechos de Importancia

En Junta General de Accionistas realizada en julio 2020, se aprobó la política de dividendos en los siguientes términos: i) se efectuará siempre que no se encuentre vigente el crédito otorgado por el BCP en el marco del Programa Reactiva Perú; ii) previa constitución de la reserva legal y siempre que la situación de la empresa lo permita; y, iii) el reparto será como mínimo el equivalente al 30% de la utilidad neta del ejercicio o US\$10.5 MM, el que resulte mayor.

En octubre 2019 AJPSC adquirió la totalidad de las acciones de Inversiones Castelar S.A.C, propietaria y operadora del *mall* Boulevard Asia por el equivalente a S/ 157.6 MM.

Perfil

Administradora Jockey Plaza Shopping Center (AJPSC) tiene como accionista mayoritario al grupo chileno Altas Cumbres. La Empresa 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.

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.

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 forma parte del Fideicomiso de Activos, el mismo que servirá de garantía para los inversionistas que adquirieron los Bonos y de las obligaciones garantizadas que se adhieran al Contrato Marco de Garantías.

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 diciembre 2019 contaba con un área arrendable de aproximadamente 173,000 m².

En el del 2019 el Centro Comercial registró ventas por unos S/ 2,006 MM (S/ 2,028 MM en el 2018).

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, le permiten mantenerse a la vanguardia y siempre estar reinventándose; a lo que se suman los nuevos canales de ventas que viene desarrollando.

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 ha generado un nuevo corredor con tiendas menores,

que conecta con la Nave Central, consolidando un circuito de tránsito más potente para el *mall*.

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 <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

Cabe señalar que, durante el 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 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 contaba con nueve tiendas anclas (Saga, Ripley, Oechsle, Plaza Vea, Tottus, Sodimac, Paris, Cinemark y Divercity), lo que potencia la oferta, y unas 600 tiendas menores.

	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Area Arrendable (m ²)	148,462	168,809	168,171	168,232	173,488
Ventas (MM S/.)	1,822	1,857	1,908	2,028	2,006
Rentas (MM S/.)	176	202	207	215	221
Rentas / Area Arrend. Mensual (S/. X M ²)	99	100	102	107	106

*Ventas no incluyen IGV

Fuente: AJPSC

Se debe indicar que, en julio 2020 Paris anunció el cierre de sus operaciones en Perú; sin embargo, AJPSC cuenta con cláusulas de lucro cesante que le permiten mitigar esa situación.

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, Saga, Zara y Tommy Hilfiger. 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.

Durante el 2019 el JPSC recibió 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 venía 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. Además, los niveles de consumo de los niveles socioeconómicos medios y medios-altos, suelen ser menos sensibles a las variaciones de la economía.

Así, 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.

■ Análisis del sector

Durante el 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 y la limitada acción del Gobierno, y por el freno de la inversión privada ante una mayor incertidumbre política. Lo anterior, sumado a un entorno internacional más complejo, producto de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, tuvo un impacto en el crecimiento. De este modo, según el BCRP, el PBI en el 2019 creció solo 2.2% (+4.0% en el 2018).

Por su parte, según la Asociación de Centros Comerciales y de Entretenimiento del Perú (ACCEP), al cierre del 2019 existían 100 centros comerciales (94 a fines del 2018), registrando ventas por unos S/ 29,200 MM (+6.6% con respecto al 2018), en línea con el crecimiento promedio del periodo 2015-2018.

Cabe destacar que la penetración de centros comerciales en el país aún es 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 (4.5 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.

Cabe señalar que del total de *malls* 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 señalar que en el 2018 ingresó un nuevo operador al mercado, el Grupo Patio.

En cuanto a las perspectivas del sector, si bien éste aún cuenta con un potencial de crecimiento atractivo, se estima que durante el 2020, y en menor medida en el 2021, se vea limitado por un menor crecimiento económico en el país, debido al impacto del Covid-19. Así, en dicho periodo se proyecta un ajuste en el ritmo de las inversiones en nuevos proyectos y una reducción en las ventas de los centros comerciales.

Si bien se esperaría un desarrollo positivo a partir del 2022, 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. Igualmente, la demora en los trámites municipales sigue siendo un desafío que enfrentan los desarrolladores, principalmente con respecto a las licencias de construcción.

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.

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.

De otro lado, debido a los cambios en las tendencias de los consumidores y el crecimiento de las compras por internet en los últimos años, diversos *malls* están buscando potenciar su oferta en el canal *e-commerce* y esperan que su participación en las ventas se incremente gradualmente. Así, a la fecha algunos centros comerciales han acelerado sus procesos de transformación digital a través de los servicios *Click & Collect* y *Pick-up*.

Asimismo, los centros comerciales venían reforzando su posicionamiento como centros de entretenimiento y no sólo como un lugar de compras. En ese sentido, varios *malls* venían impulsando su oferta gastronómica y buscaban desarrollar eventos que atraigan público de manera masiva, especialmente en fechas importantes para el sector. Sin embargo, debido a las medidas restrictivas establecidas por el Gobierno por el Covid-19, actualmente dichas actividades se encuentran restringidas.

Si se consideran los datos proyectados por la ACCEP para fines del 2019 y se divide el importe anual facturado por el JPSC 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.

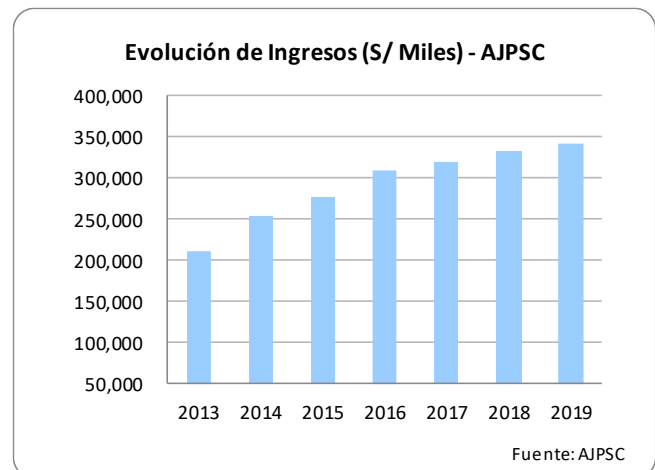
En cuanto a la facturación promedio estimada por centro comercial, Administradora Jockey Plaza Shopping Center obtuvo el segundo lugar, y compite directamente con Plaza San Miguel y Plaza Norte, los cuales ocuparon en el 2018 el primer y tercer lugar, respectivamente.

Desempeño Financiero - AJPSC

Como se mencionó anteriormente, desde el inicio de sus operaciones, el Jockey Plaza ha venido incorporando permanentemente nueva área arrendable.

De manera similar, los ingresos de AJPSC han mostrado una tendencia creciente, registrando un *CAGR* para los últimos años (2013 - 2019) de 8.5%, 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.

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 ampliaciones y remodelaciones de tiendas como Zara y Desigual y se incluyeron más de 30 nuevas marcas a la oferta comercial.



Al cierre 2019 los ingresos totales de AJPSC ascendieron a S/ 342.7 MM, superiores en 3.1% 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 (+2.5%), recuperación de gastos comunes (+2.6%) y a los ingresos por publicidad (+6.1%).

Asimismo, a marzo 2020 los ingresos fueron S/ 71.8 MM, registrando una disminución de 9.1% con respecto a marzo 2019, debido principalmente a las restricciones establecidas por el Gobierno desde el 16/03/2020, que limitaron las operaciones del *mall*.

Por su parte, del total de los ingresos en el 2019, 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 (5%), entre otros.

En cuanto al total de ingresos por alquileres (renta mínima + renta variable) en el 2019, se debe destacar que alrededor del 88% correspondió a arriendos fijos y que sólo el 12% correspondió a los arriendos variables (87% y 13% en el 2018, respectivamente).

Así, la Clasificadora destaca la baja participación de los ingresos variables dentro de los ingresos. 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.

De otro lado, se debe indicar que al incluir el efecto de la NIIF-16 en los EE.FF. a partir del 2019, la Empresa ya no reconoce como un costo operativo el pago por el alquiler por derecho de uso de los terrenos en donde se ubica el *mall* (S/ 32.4 MM en el 2019).

Así, a diciembre 2019 los costos y gastos operativos (sin incluir cambios en el valor razonable de activos por derecho de uso y de propiedades de inversión) ascendieron a S/ 140.9 MM, inferiores a los S/ 152.7 MM del 2018 (que no incluyen los efectos de la NIIF-16).

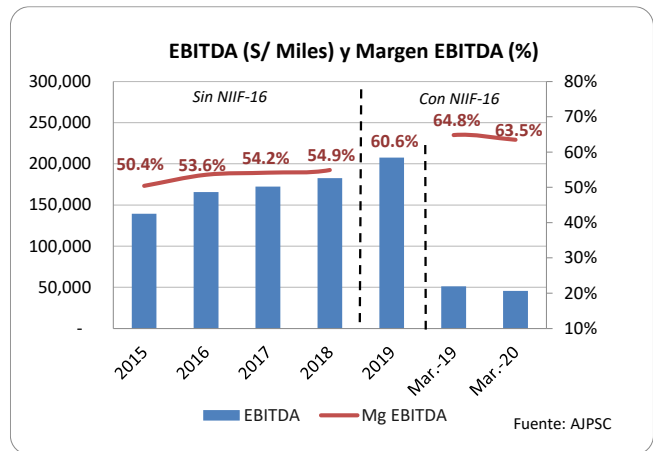
Cabe señalar que, a diciembre 2019 los gastos operativos representaron el 41.1% de los ingresos, mientras que a diciembre 2018, el 45.9%.

Por su parte, en el 2019 el EBITDA¹ llegó a S/ 207.6 MM (S/ 182.5 MM en el 2018). Así, el margen EBITDA se incrementó a 60.6% a diciembre 2019 (54.9% a dic. 2018). La Clasificadora considera que el EBITDA con la NIIF-16 se asemeja al EBITDAR calculado hasta el 2018. Solo como referencia, el EBITDAR a diciembre 2018 fue S/ 212.0 MM y el margen EBITDAR, 63.8%.

Igualmente, a marzo 2020 se registró un EBITDA de S/ 45.6 MM y un margen EBITDA de 63.5% (S/ 51.2 MM y 64.8%, respectivamente, a marzo 2019). Cabe señalar que, a marzo 2019, solo para efectos comparativos, no se incluyó en el

costo de ventas el costo por derecho de superficie por S/ 7.7 MM.

Se debe indicar que, al momento de efectuar comparaciones con otros operadores de centros comerciales, es importante tener en consideración que 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/ 32.4 MM en el 2019). Como se mencionó anteriormente este pago, desde el 2019 con la aplicación de la NIIF-16, ya no se reflejará en los costos operativos del *mall*.



De otro lado, 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 diciembre 2019 la vacancia promedio fue de 0.2% (0.5% al cierre del 2018).

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

De otro lado, al cierre del 2019 los gastos financieros totales ascendieron a S/ 63.7 MM, siendo mayores a los S/ 35.2 MM del 2018. Sin embargo, dada la aplicación de la NIIF-16, en el 2019, estos gastos incluyen gastos financieros por arrendamientos por S/ 25.0 MM.

Así, la cobertura de EBITDA / Gastos Financieros Totales a diciembre 2019 fue 3.3x (5.2x a dic. 2018), en línea con la aplicación de la NIIF-16 y el mayor saldo de la deuda promedio.

¹ Margen EBITDA calculado por la Clasificadora: No considera Otros Ingresos y Egresos; ni Cambio en el Valor Razonable de Activos por Derecho de Uso ni de Propiedades de Inversión.

Cabe mencionar que, ante una apreciación del Sol, como la mayor parte de la deuda financiera estaba en Dólares, en el 2019 se registró una ganancia por diferencia en cambio neta por S/ 12.4 MM (pérdida de S/ 6.5 MM en el 2018).

Así, durante el 2019 la utilidad neta disminuyó a S/ 64.1 MM (S/ 91.9 MM en el 2018) debido, entre otros, a: i) el incremento de los gastos financieros; ii) los mayores gastos de operación vinculados a servicios prestados por terceros; iii) los menores ingresos financieros; y, iv) el mayor cambio negativo en el valor razonable de las propiedades de inversión (-S/ 36.3 MM en el 2019 vs. -S/ 21.1 MM a dic. 2018). Sin embargo, al momento de efectuar comparaciones se debe considerar que los EE.FF. del 2018 no fueron re-expresados para incorporar los efectos de la NIIF-16.

De otro lado, en el ejercicio 2019 se registró un Flujo de Caja Operativo (CFO) de S/ 118.0 MM, siendo superior a los S/ 108.5 MM registrados en el 2018. Por su parte, si al CFO se le deducen dividendos pagados en el 2019 por S/ 92.0 MM e “Inversiones en Activo Fijo e Inmobiliarias” por S/ 35.2 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) negativo de S/ 9.2 MM (+S/ 13.1 MM en el 2018). Asimismo, se registró un aumento neto de la deuda financiera (+S/ 147.3 MM) y una disminución del saldo de caja-bancos (-S/ 67.9 MM), lo cual permitió, entre otros, financiar “Otras Inversiones neto” por S/ 193.2 MM, que incluyen principalmente la adquisición de Inversiones Castelar.

Estructura de Capital - AJPSC

Cabe recordar que, en el 2015 se 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. Sin embargo, aún era moderado si se comparaba con el promedio de la industria.

Por su parte, en octubre 2019 se adquirió un préstamo puente con el BCP por US\$40.0 MM que se utilizó para financiar la compra de Inversiones Castelar.

Así, a diciembre 2019 la deuda financiera de AJPSC ascendió a S/ 628.1 MM (S/ 490.1 MM a dic. 2018), la misma que estaba conformada principalmente por: i) bonos por S/ 454.9 MM, que fueron emitidos en diciembre 2015 y julio 2016; y, ii) el préstamo puente del BCP, equivalente a S/ 132.7 MM.

Cabe indicar que, los bonos se colocaron en tres emisiones, la Primera por US\$97.4 MM, la Segunda por S/ 32.0 MM y la Tercera por S/ 100.0 MM. Las primeras dos emisiones vencen en el 2030, mientras que la tercera vence en el 2031.

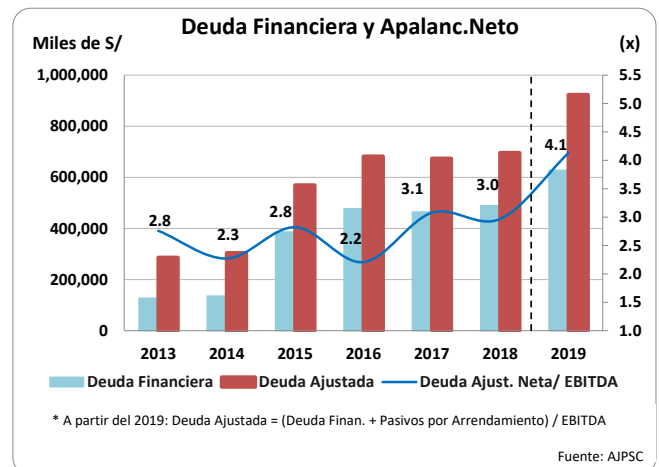
Así, con los bonos se logró ampliar el *duration* de la deuda y reducir el servicio de deuda de los siguientes años, dado que cuentan con periodo de gracia.

Por su parte, con la adopción de la NIIF-16 a partir del 2019 la Empresa empezó a registrar los Pasivos por Arrendamiento, los cuales a diciembre 2019 ascendieron a S/ 295.9 MM.

Cabe señalar que para el 2018 y los años anteriores, la Clasificadora estimó los Pasivos por Arrendamiento multiplicando los Gastos Operativos por Arrendamiento (derecho de superficie) por 7.0x. De esta forma, a diciembre 2018 los Pasivos por Arrendamiento fueron S/ 206.6 MM.

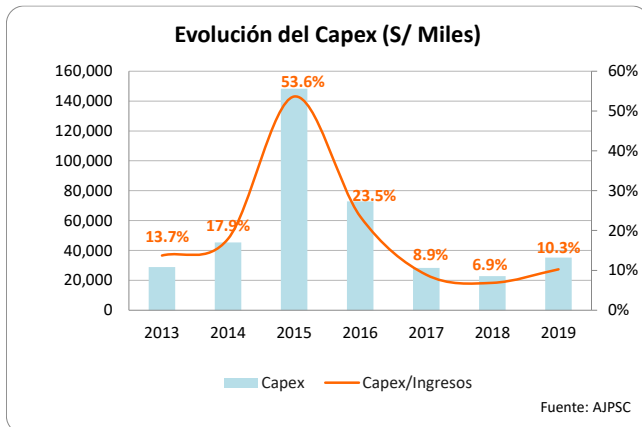
De esta manera, al cierre del 2019 la Deuda Financiera Ajustada (DFA = Deuda Fin. + Pasivos por Arrendamiento) fue S/ 924.0 MM (S/ 696.7 MM a dic. 2018).

Si consideramos el apalancamiento con respecto a la Deuda Financiera Ajustada Neta (DFAN), el ratio DFAN / EBITDA a fines del 2019 fue 4.1x (4.9x a mar. 2020). Por su parte, el apalancamiento neto a diciembre 2018 fue 3.0x.



Por otro lado, la estructura de Capitalización Ajustada, medida como Deuda Financiera Ajustada / (Deuda Fin. Ajust. + Patrimonio) ha mostrado una tendencia ascendente en los últimos años. A diciembre 2019, dicho ratio se ubicó en 54%, siendo mayor al registrado al cierre del 2018 (45%), pero similar a los niveles registrados por otros operadores de centros comerciales.

Cabe recordar que 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* de esos años.



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 diciembre 2019 los dividendos pagados ascendieron a S/ 92.0 MM, equivalente a 0.9 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.

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.

Entre los beneficios considerados en la evaluación de los US\$150 MM figuraron 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.

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 diciembre 2019, La Fiduciaria registró activos por S/ 25.0 MM (S/ 23.0 MM a dic. 2018), pasivos por S/ 6.7 MM (S/ 6.5 MM a fines del 2018) y un patrimonio neto de S/ 18.2 MM (S/ 16.5 MM). Asimismo, en el 2019 tuvo una utilidad neta de S/ 14.4 MM, mayor a la registrada a fines del año anterior (S/ 12.7 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 dic. 2019: 5.2x y mar. 2020: 4.7x)
- Deuda Financiera / Patrimonio menor a 1.6x (real dic. 2019: 0.8x y mar. 2020: 0.8x)
- Cobertura de Obligaciones Garantizadas (Valor de la Propiedad de Inversión de la Parcela B / Valor Obligaciones Garantizadas) mayor o igual a 1.2x. (real dic. 2019: 2.0x y mar. 2020: 2.0x).

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. 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	Dic-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	587.6
Ratio Cobertura Serv. de Deuda	2.67	2.83	2.51	1.99
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/ 1,170 MM a dic. 2019) cubriría en 2.0x el saldo de los Bonos en circulación y el préstamo puente del BCP al cierre de diciembre 2019 y a marzo 2020.

TOTAL INVERSIÓN INMOBILIARIA					
MM S/	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Parcela B	1,281	1,224	1,269	1,156	1,170
Parcela C	21	22	25	41	41
Parcela F *	43	251	228	316	300
Total	1,344	1,498	1,522	1,514	1,511

*Parcelas F y H en el 2019

Fuente: AJPSC

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 y 2019 con respecto al ejercicio anterior ascendió a 4.4% y 3.1%, respectivamente.

Asimismo, 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. Además, se esperaba que la posible adquisición de nueva deuda en el futuro estuviese asociada a incrementos en los niveles de generación.

Por otro lado, considerando la actual coyuntura generada por el Covid-19 y asumiendo que el préstamo puente por US\$40.0 MM con el BCP sería reperfilado a un plazo de cinco años con un año de gracia, entre otros, la Clasificadora evaluó distintos escenarios. Además, se consideró que los ingresos del 2020 serían un 45% menores que los del 2019.

Así, en un escenario estresado se estimó que la cobertura del servicio de deuda (Flujo de Caja / Servicio de Deuda) promedio a partir del 2021 sería de 1.6x para los próximos 10 años, siendo la cobertura mínima de 1.2x.

Dado que las emisiones de los Bonos se empiezan a amortizar en el 2026, la Clasificadora esperaba que un año antes AJPSC mantenga altos niveles de liquidez corriente, lo cual sumado a la generación propia, le permitiría cubrir con holgura el servicio de deuda.

De esta manera, las clasificaciones otorgadas a los instrumentos actualmente en circulación incorporan, entre otros, el valor de los activos en fideicomiso, la fortaleza de los flujos dado el posicionamiento del JPSC, así como las coberturas esperadas para el pago del servicio de la deuda.

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

Tipo de Cambio S/ / US\$ a final del Período	3.44	3.32	3.31	3.37	3.24	3.36	3.41
(Cifras en miles de Soles)	----- Con NIIF-16 -----			----- Sin NIIF-16 -----			
	Mar-20	Mar-19	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Rentabilidad							
EBITDA *	45,582	51,216	207,609	182,502	172,428	165,818	139,339
Mg. EBITDA	63.5%	64.8%	60.6%	54.9%	54.2%	53.6%	50.4%
FCF / Ingresos	0.0	-0.6	0.0	0.0	-0.5	0.2	-0.3
ROE (Promedio)	2.3%	14.9%	7.7%	10.8%	9.8%	12.9%	25.8%
Cobertura							
EBITDA / Gastos Financieros Totales	2.7	5.7	3.3	5.2	4.7	5.5	14.0
EBITDA / Servicio de deuda	3.2	3.9	4.4	3.5	4.0	4.8	10.2
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	0.8	-3.1	0.6	0.9	-3.1	2.3	-5.0
(FCF + Gastos Fin. + Caja e Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	2.0	-0.7	2.0	3.9	0.3	11.5	8.0
CFO / Inversión en Activo Fijo e Inmobiliarias	4.9	4.1	3.4	4.8	3.2	1.9	0.6
Estructura de capital y endeudamiento							
Deuda Financiera / Capitalización	45.2%	38.3%	44.0%	36.3%	35.6%	32.8%	30.6%
Deuda Fin. Ajustada / Capitalización Ajustada	54.9%	49.8%	53.6%	44.8%	44.5%	41.0%	39.4%
Deuda Fin. Ajustada / EBITDA	5.2	3.9	4.5	3.8	3.9	4.1	4.1
Deuda Fin. Ajustada Neta / EBITDA	4.9	3.3	4.1	3.0	3.1	2.2	2.8
Costo de financiamiento estimado	6.9%	7.3%	6.9%	7.4%	7.8%	7.0%	3.8%
Deuda financiera CP / Deuda Financiera	2.1%	3.2%	1.3%	3.4%	1.4%	0.8%	0.9%
Balance							
Activos totales	2,210,074	2,062,114	2,201,170	1,790,301	1,748,601	1,884,291	1,596,962
Caja e inversiones corrientes	70,535	122,660	66,242	155,151	143,444	316,632	176,409
Deuda financiera Corto Plazo	13,405	15,970	8,405	16,668	6,415	4,005	3,648
Deuda financiera Largo Plazo	632,274	486,715	619,661	473,471	458,276	473,692	383,501
Deuda Financiera	645,679	502,685	628,066	490,139	464,691	477,697	387,149
Pasivos por Arrendamiento **	310,096	300,328	295,912	206,577	209,286	204,862	182,497
Deuda Fin. Ajustada (= Deuda Fin. + Pasivos por Arrend.)	955,775	803,013	923,978	696,716	673,977	682,559	569,646
Patrimonio neto (sin Interés Minoritario)	784,176	809,593	798,484	859,571	840,349	980,893	876,831
Capitalización	1,429,855	1,312,278	1,426,550	1,349,710	1,305,040	1,458,590	1,263,980
Capitalización Ajustada	1,739,951	1,612,606	1,722,462	1,556,287	1,514,326	1,663,452	1,446,477
Flujo de caja							
Flujo de caja operativo (CFO)	24,017	37,041	117,970	108,548	89,346	137,450	85,035
Inversiones en Activo fijo e Inmobiliarias	(4,885)	(9,081)	(35,163)	(22,823)	(28,328)	(72,818)	(148,246)
Dividendos comunes	(18,766)	(77,413)	(92,037)	(72,666)	(229,363)	(16,410)	(14,756)
Flujo de caja libre (FCF)	366	(49,453)	(9,230)	13,059	(168,345)	48,222	(77,967)
Ventas de activo fijo	-	-	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	(13,060)	(7,660)	(193,220)	2,595	162,858	(185,759)	(47,998)
Variación neta de deuda	(209)	19,059	147,339	14,315	(1,957)	98,068	240,105
Variación neta de capital	-	-	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	(1,638)	-	(12,746)	-	-	-	-
Variación de caja	(14,541)	(38,054)	(67,857)	29,969	(7,444)	(39,469)	114,140
Resultados							
Ingresos	71,812	79,023	342,667	332,364	318,376	309,565	276,378
Variación de Ventas	-9.1%	n.d.	3.1%	4.4%	2.8%	12.0%	9.2%
Utilidad operativa (EBIT)	44,125	50,559	201,726	179,665	170,769	164,412	138,319
Gastos Financieros	10,952	9,039	38,686	35,195	36,733	30,232	9,981
Gastos Financieros por Arrendamiento	5,939	n.d.	24,993	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gastos Fin. Totales (= G.Fin. + G. Fin. Arrend.)	16,891	9,039	63,679	35,195	36,733	30,232	9,981
Gastos Operativos por Arrendamiento	n.d.	n.d.	1,595	29,511	29,898	29,266	26,071
Arrendamientos Devengados	7,897	7,740	32,434	29,511	29,898	29,266	26,071
Resultado neto	4,479	31,016	64,120	91,888	88,991	119,428	202,176

* **EBITDA** = Ut. Operativa (no incluye Otros ingresos y egresos, ni Cambios en Valor Razonable de Activos por Derecho de Uso ni de Prop. de Inv.) + Deprec.+ Amort.
A marzo-19: Para fines comparativos se restó del Costo de Ventas el costo por Derecho de Superficie por S/ 7,740 miles.

** **Pasivos por Arrendamiento**: Hasta 2018 = Gastos Operativos por Arrendamiento multiplicados por 7.0x

FCF = CFO + Inversión en Activo Fijo e Inmobiliarias + Pago de Dividendos

Servicio de deuda = Gastos Financieros + Deuda de Corto Plazo

Capitalización Ajustada: Deuda Financiera + Pasivos por Arrendamiento + Patrimonio total

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
Omar Hidalgo Cossío	Gerente de Operaciones (desde 04/2020)
Mario Madico Magnani	Gerente de Operaciones (hasta 03/2020)
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%

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	Negativa

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.