

Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A.

Fundamentos

Las clasificaciones otorgadas a las emisiones del Primer Programa de Bonos Corporativos Jockey Plaza se sustentan principalmente en:

Escenario Económico Adverso. Se espera que el impacto del Covid-19 en el crecimiento de la economía peruana sea significativo (-13% para el 2020 en un escenario base, según estimados de Apoyo Consultoría a set. 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.

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 con respecto 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.

Alto Potencial del Sector. En el Perú aún es baja la penetración de los centros comerciales, a lo cual se suma 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 que la clase media creciera y que mejorara 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.

Estrategia Comercial. La experiencia de Administradora Jockey Plaza Shopping Center (AJPSC), producto de los años que viene operando el Centro Comercial, le ha permitido 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.

Ratings	Actual	Anterior
1ra, 2da y 3ra Emisión del Primer Progr. de Bonos Corp. hasta por US\$150 MM	AA (pe)	AA (pe)

Con información financiera a setiembre 2020.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 27/11/2020 y 07/08/2020

Perspectiva

Negativa

Indicadores Financieros

Adm. Jockey Plaza S.C.	--- Con NIIF-16 ---		--- Sin NIIF-16 ---	
Millones de Soles (MM S/)	Set-20	Dic-19	Set-19	Dic-18
Ingresos	151.8	342.7	250.3	332.4
EBITDA *	91.8	207.6	126.4	182.5
Mg. EBITDA (%)	60.4%	60.6%	50.5%	54.9%
Flujo de Caja Operativo (CFO)	17.6	118.0	105.3	108.5
Deuda Financiera	677.5	628.1	497.4	490.1
Deuda Fin. Ajustada **	1007.4	924.0	714.6	696.7
Caja y valores líquidos	45.0	66.2	155.5	155.2
Deuda Fin. Ajustada / EBITDA	8.2	4.5	4.2	3.8
Deuda Fin. Ajust. Neta / EBITDA	7.9	4.1	3.3	3.0
EBITDA / Gastos Fin. Totales	1.8	3.3	4.5	5.2

(*) No incluye Otros Ingresos ni Egresos, ni Cambios en Valor Razonable de Activos por Derecho de Uso ni de Propiedades de Inversión

(**) Deuda Fin. Ajust. = Deuda Fin. + Pasivos por Arrendamiento.
Pasivos por Arrend. a Set-19 y Dic-18 = Gastos Oper. por Arrend. por 7.0x

Fuente: AJPSC / Elaboración A&A

Metodologías Aplicadas

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

Analistas

Karina Grillo Mertz
karina.grillo@aai.com.pe

Sergio Castro Deza
sergio.castro@aai.com.pe

T. (511) 444 5588

Estos atributos, entre otros, le han permitido contar con un nivel de vacancia por debajo del 1% en los últimos años (0.2% a dic. 2019), ubicándose entre los más bajos del sector. Sin embargo, debido a los efectos del Covid-19 y especialmente a la salida de París del mercado peruano, la vacancia a setiembre 2020 llegó a 10.1% (2.9% sin considerar París y otros locales del grupo). Se debe indicar que el contrato con París cuenta con cláusulas de lucro cesante a favor de AJPSC.

De otro lado, 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.

Estabilidad de los Flujos. A setiembre 2020, el JPSC contaba con ocho tiendas ancla cuyos contratos de alquiler son de largo plazo. Por su parte, el resto de locatarios eran diversos en número (más de 600 tiendas) y por tipo de negocio. Si bien sus contratos son a plazos menores, contemplan cláusulas de lucro cesante. Además, la mayoría de tiendas que son consideradas estratégicas contemplan una renta mayoritariamente con base fija, lo cual reduce su exposición en tiempos de crisis.

No obstante, debido al Covid-19 y a las medidas restrictivas adoptadas por el Gobierno, a setiembre 2020 los ingresos por arrendamiento de locales de AJPSC se redujeron un 37.6% con respecto a setiembre 2019. A pesar de ello, se esperaría una recuperación gradual a partir del 2021, debido especialmente a la flexibilización de las medidas restrictivas decretadas por las autoridades.

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, 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 JPSC ha venido realizando importantes remodelaciones en las áreas existentes a fin de potenciar sus ingresos.

No obstante, dada la actual coyuntura, durante los primeros nueve meses del 2020 sus ingresos totales disminuyeron un 39.3% con respecto a similar periodo del 2019.

Por su parte, 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. A pesar de la recuperación esperada, Apoyo & Asociados considera que los ingresos del 2021 aún serían alrededor de un 15% menores a los del 2019.

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 (7.9x a set. 2020).

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, a setiembre 2020 el menor EBITDA registrado principalmente por las restricciones establecidas por el Gobierno y el crédito puente del BCP por US\$40 MM, adquirido en octubre 2019 para la compra de Inversiones Castelar S.A.C. (propietaria del *mall* Boulevard Asia), explicaron el aumento del apalancamiento. Se debe indicar que este crédito puente se ha adherido al Contrato Marco de Garantía de los Bonos.

Limitada diversificación como operador de *malls*. Hasta setiembre 2019 AJPSC contaba con un único centro comercial, que si bien mantiene un sólido posicionamiento, tiene la desventaja de no ser la dueña 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.

Adecuada 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 MM con el BCP sería reperfilado a un plazo de seis años con un año de gracia incluido, 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 1.7x para los próximos 10 años, siendo la cobertura mínima de 1.0x.

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 afectasen 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*.

Asimismo, menores niveles de ajuste anual en los precios de alquiler a los locatarios en el mediano plazo, 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 setiembre por Apoyo Consultoría, en un escenario base, se proyecta que el PBI peruano disminuya un 13% en el 2020, 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 normalización 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

El 14/07/2020 en la Asamblea General de Obligacionistas del Primer Programa de Bonos Corporativos de Jockey Plaza se adoptaron, entre otros, los siguientes acuerdos:

1. La clasificación de los bonos otorgada el 29/05/2020 por Moody's Perú no constituye un Evento de Incumplimiento, bajo el Contrato Marco de Emisión.
2. AJPSC asume el compromiso de realizar asambleas trimestrales por un plazo de hasta seis meses después de recuperada la clasificación de riesgo original, a fin de mantener informados a los bonistas, y de realizar sus mejores esfuerzos para revertir la baja en la clasificación.
3. Se aprobó y autorizó a AJPSC la inclusión como antecedente del acuerdo adoptado en el numeral precedente, mediante una

Primera Adenda al Contrato Marco de Emisión así como incluir los demás acuerdos adoptados por la Asamblea.

Por otro lado, 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 setiembre 2020 contaba con un área arrendable de aproximadamente 173,000 m².

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 dos tiendas ancla, 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	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 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. Cabe señalar a setiembre 2020, JPSC contaba con ocho tiendas anclas (Saga, Ripley, Oechsle, Plaza Veá, Tottus, Sodimac, Cinemark y Divercity), lo que potencia la oferta, y unas 600 tiendas menores.

	Dic-17	Dic-18	Set-19	Dic-19	Set-20
Area Arrendable (m2)	168,200	168,200	174,600	173,500	173,400
Ventas CC (MM S/.)*	1,908	2,028	1,416	2,006	714
Rentas (MM S/.)	207	215	160	221	100
Rentas / Area Arrend. Mensual (S/. x M2)	102	107	102	106	64

*Ventas no incluyen IGV

Fuente: AJPSC / Elaboración A&A

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 permitirán mitigar esa vacancia (alrededor de 7.2% del área arrendable).

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. Durante el segundo y tercer

trimestre del 2020, el flujo de visitas se redujo en comparación a similar periodo del año anterior, debido especialmente a las medidas restrictivas establecidas por el Gobierno.

Sin embargo, desde el mes de junio 2020, que se inició la reactivación de los centros comerciales, mensualmente se viene acortando la caída respecto del mismo mes del año anterior. Así, las visitas de setiembre 2020 fueron 28% menores (vs. set. 2019) y las del mes de octubre 2020 fueron 21% menores (vs. oct. 2019). En la medida que las restricciones de circulación se flexibilizan, el *mall* ha tenido mayor afluencia de visitantes.

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 incluía la revista del *mall* (Revista J), una señal de televisión (Canal J) y la 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

En el segundo y tercer trimestre del 2020 el sector se vio impactado por el cierre de comercios ante la cuarentena forzosa establecida por el Gobierno, desde el 16 de marzo 2020, para enfrentar al Covid-19. Si bien los rubros de supermercado, farmacias y bancos sí continuaron operando, la gran mayoría de tiendas ancla y menores estuvieron cerradas hasta mediados de junio 2020. Recién el 18 de junio el Gobierno autorizó a los centros comerciales y a algunos comercios a operar bajo ciertas medidas sanitarias, entre ellas un aforo reducido al 50%. Actualmente, la regulación aún no permite que funcionen algunos establecimientos como los cines y centros de entretenimiento.

Cabe recordar que, en el 2019 se observó una desaceleración en la economía peruana, explicada 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.

Asimismo, 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 *malls*.

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 *malls* venían reforzando su posicionamiento como centros de entretenimiento y no sólo como un lugar de compras. En ese sentido, 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 en 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.

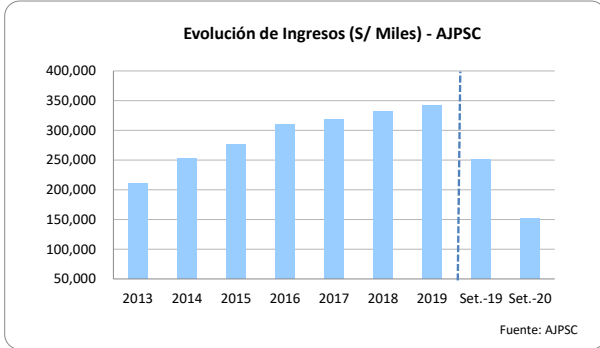
De manera similar, los ingresos de AJPSC han mostrado una tendencia creciente, registrando un CAGR para los últimos años (2013 - 2019) de 8.5%, a lo cual ha contribuido, adicionalmente a la mayor área arrendable, los ajustes en los arriendos (indexación) según los contratos con los locatarios, el buen 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 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 setiembre 2020 los ingresos fueron S/ 151.8 MM, registrando una disminución de 39.3% con respecto a setiembre 2019, debido principalmente a las restricciones establecidas por las autoridades desde el 16/03/2020, que limitaron las operaciones del mall.



Por su parte, del total de los ingresos entre enero y setiembre 2020, aproximadamente el 66% fue explicado por las rentas de los locales, y la diferencia por varios conceptos como recuperación de gastos comunes (22%) y administración de los estacionamientos (5%), entre otros.

En cuanto al total de ingresos por alquileres (renta mínima + renta variable) a setiembre 2020, se debe destacar que alrededor del 92% correspondió a arriendos fijos y que sólo el 8% correspondió a los arriendos variables (88% y 12% en el 2019, respectivamente).

Así, la Clasificadora destaca la baja participación de los ingresos variables dentro de los ingresos por alquileres, lo que mitiga parcialmente las variaciones en los ingresos en periodos de desaceleración económica.

De otro lado, se debe indicar que al incluir el efecto de la NIIF-16 en los EE.FF. a partir de diciembre 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 a dic. 2019 y S/ 24.2 MM a set. 2020).

Así, a setiembre 2020 los costos y gastos operativos (sin incluir cambios en el valor razonable de activos por derecho de uso y de propiedades de inversión) fueron S/ 64.0 MM, siendo significativamente menores a los S/ 125.8 MM registrados a setiembre 2019.

Sin embargo, al efectuar comparaciones se debe considerar que a setiembre 2019 los EE.FF. de AJPSC no incluyen los efectos de la NIIF-16 y, por lo tanto, sí se incluye dentro del costo operativo S/ 23.3 MM correspondientes al costo por derecho de superficie; mientras que a setiembre 2020 contablemente no se registra dicho rubro.

Cabe señalar que, a setiembre 2020 los costos y gastos operativos representaron el 42.1% de los ingresos, mientras

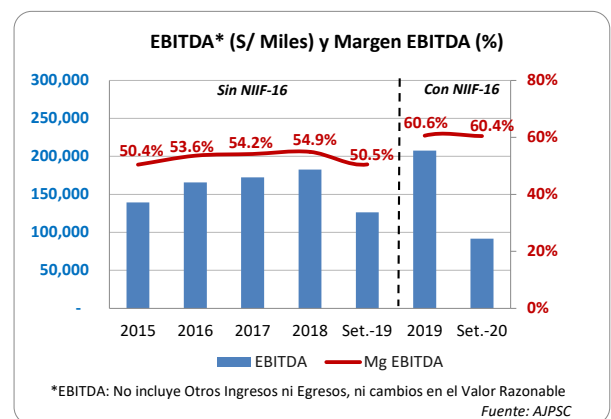
que a setiembre 2019, el 50.2% (40.9% si no se incluye el derecho de superficie para fines comparativos).

Por su parte, en términos absolutos, a setiembre 2020 se observaron importantes disminuciones en costos y gastos operativos con respecto a setiembre 2019, debido al menor volumen de operaciones y a los significativos ahorros generados por las medidas adoptadas por AJPSC desde el inicio de la cuarentena (-29.6% en gastos comunes, -80.4% en marketing, -51.5% en gastos de personal, -25.0% en gastos de servicios prestados por terceros, entre otros). Esto último se vio favorecido por la estructura de costos y gastos operativos, los cuales en su mayoría son variables.

Por su parte, en el 2019 el EBITDA 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 setiembre 2020 se registró un EBITDA de S/ 91.8 MM y un margen EBITDA de 60.4% (S/ 126.4 MM y 50.5%, respectivamente, a set. 2019). Igualmente, solo para fines comparativos, a setiembre 2019, el EBITDAR fue S/ 149.7 MM y el margen EBITDAR, 59.8%.

Cabe 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 diciembre 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). Las implicancias de la pandemia Covid-19 han repercutido en la vacancia a setiembre 2020, la cual se incrementó a 10.1%. Se debe indicar que dicha vacancia incluye la salida de la tienda ancla Paris, cuyo contrato contempla una

cláusula de lucro cesante a favor de AJPC, lo cual compensa el plazo que tomaría cubrir dicha vacancia (Edificio de Paris y Sótanos). Así, sin considerar a Paris y otras tiendas de ese grupo, dicha vacancia sería de 2.9%.

Cabe mencionar que, en parte del área de Paris (por aproximadamente 3,000 m²) iniciará funcionamiento un Centro de Distribución en alianza con un operador logístico y se esperaría aprovechar el uso de parte del área restante, por parte de algunos retailers, durante la presente campaña navideña.

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 suele ser ocupada con relativa rapidez.

De otro lado, a setiembre 2020 los gastos financieros totales fueron S/ 52.0 MM, siendo mayores a los S/ 27.9 MM de setiembre 2019. Sin embargo, dada la aplicación de la NIIF-16, a setiembre 2020 estos gastos incluyen los gastos financieros por arrendamientos por S/ 17.9 MM.

Así, la cobertura de EBITDA / Gastos Financieros Totales a setiembre 2020 fue 1.8x (3.3x a dic. 2019 y 4.5x a set. 2019), en línea con el menor EBITDA generado, la aplicación de la NIIF-16 y el mayor saldo de la deuda promedio.

Cabe mencionar que, ante la devaluación del Sol durante 2020, como la mayor parte de la deuda financiera estaba en Dólares, entre enero y setiembre 2020 se obtuvo una pérdida por diferencia en cambio neta por S/ 56.9 MM (ganancia neta de S/ 0.4 MM a set. 2019).

Así, a setiembre 2020 se registró una pérdida neta de S/ 110.7 MM (utilidad neta de S/ 81.3 MM a set. 2019) debido, entre otros, a: i) los menores ingresos por arrendamiento de locales por el impacto del Covid-19 y las medidas restrictivas decretadas por el Gobierno; ii) el cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión (-S/ 177.1 MM a set. 2020 vs. +S/ 6.5 MM a set. 2019); y, iii) pérdida por diferencia en cambio neta (-S/ 56.9 MM a set. 2020 vs. +S/ 0.4 MM a set. 2019).

Sin embargo, al momento de efectuar comparaciones se debe considerar que los EE.FF. de setiembre 2019 no incluyen los efectos de la NIIF-16.

De otro lado, a setiembre 2020 se registró un Flujo de Caja Operativo (CFO) de S/ 17.6 MM, siendo inferior a los S/ 105.3 MM registrados a setiembre 2019. Por su parte, si al CFO se le deducen dividendos pagados por S/ 52.7 MM e "Inversiones en Activo Fijo e Inmobiliarias" por S/ 6.9 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) negativo de S/ 42.0 MM (+S/ 2.2 MM a set. 2019). Dicho déficit fue financiado principalmente mediante una disminución del saldo de caja-bancos (-S/ 39.7 MM).

Estructura de Capital - AJPC

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 MM que se utilizó para financiar la compra de Inversiones Castelar.

Así, a setiembre 2020 la deuda financiera de AJPC ascendió a S/ 677.5 MM (S/ 628.1 MM a dic. 2019), la misma que estaba conformada principalmente por: i) bonos por S/ 482.4 MM, que fueron emitidos en diciembre 2015 y julio 2016; y, ii) el préstamo puente del BCP, equivalente a S/ 144.0 MM. Además, en abril 2020 AJPC tomó un préstamo para pago a proveedores de Reactiva Perú por S/ 10.0 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.

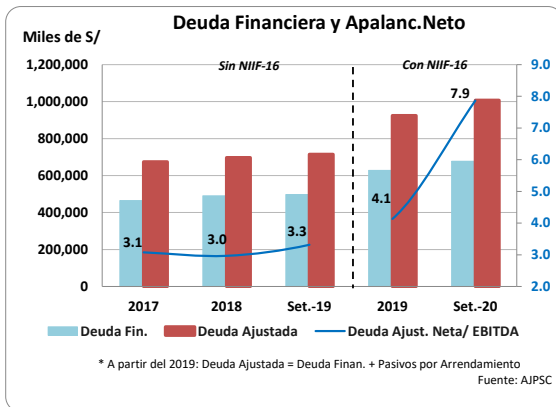
Así, con los bonos se logró ampliar el *duration* de la deuda y reducir el servicio de deuda de los siguientes años, dado que cuentan con periodo de gracia.

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 setiembre 2020 ascendieron a S/ 329.9 MM (S/ 295.9 MM a dic.19).

Cabe señalar que para setiembre 2019 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 setiembre 2019 los Pasivos por Arrendamiento estimados fueron S/ 217.1 MM.

Por su parte, a setiembre 2020 la Deuda Financiera Ajustada (DFA = Deuda Fin. + Pasivos por Arrendamiento) fue S/ 1,007.4 MM (S/ 924.0 MM a dic.19).

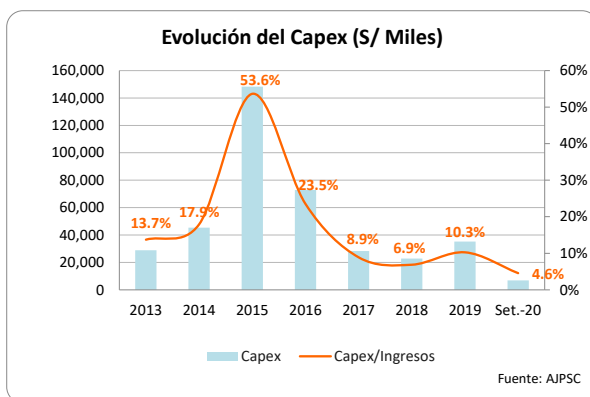
Si consideramos el apalancamiento con respecto a la Deuda Financiera Ajustada Neta (DFAN), el ratio DFAN / EBITDA a fines del tercer trimestre 2020 fue 7.9x (4.1x a dic. 2019).



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.

En ese sentido, a setiembre 2020 la Capitalización Ajustada se ubicó en 60%, siendo mayor a lo observado al cierre del 2019 (54%), 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 (S/ 52.7 MM a set. 2020).

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	Plazo años	Periodo Gracia años	Vcto.
Primera	12/2015	US\$97.36	7.09375%	15	10	12/2030
Segunda	12/2015	S/ 32.00	9.15625%	15	10	12/2030
Tercera	07/2016	S/ 100.00	7.75000%	15	10	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:

- 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.
- 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.
- 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, a setiembre 2020 La Fiduciaria registró activos por S/ 19.8 MM (S/ 25.0 MM a dic. 2019), pasivos por S/ 4.9 MM (S/ 6.7 MM a fines del 2019) y un patrimonio neto de S/ 14.9 MM (S/ 18.2 MM a dic. 2019). Asimismo, a setiembre 2020 tuvo una

utilidad neta de S/ 11.1 MM, menor a la registrada a setiembre 2019 (S/ 11.6 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: 4.9x y set. 2020: 4.7x)

- Deuda Financiera / Patrimonio menor a 1.6x (real dic. 2019: 0.8x y set. 2020: 1.0x)

- 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 set. 2020: 1.6x). Dicho ratio también incluye como obligación garantizada al crédito puente del BCP suscrito en octubre 2020.

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

Cabe mencionar que el ratio de Cobertura de Obligaciones Garantizadas considera el flujo de caja libre, tomando en cuenta los ingresos por alquiler netos de los gastos operativos de funcionamiento, dentro de los que se consideran los costos de operación, costos de construcción (considerando los riesgos de construcción y abandono) y capex de mantenimiento. 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	Set-20
Valor de Prop. de Inversión (S/ MM)*	1,224.4	1,268.7	1,156.5	1,169.7	1,015.9
Valor de Oblig. Garantiz. (S/ MM)	459.1	447.9	461.0	587.6	626.4
Ratio Cobertura Serv. de Deuda	2.7	2.8	2.5	2.0	1.6
Covenant Bonos	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

(*) Dato de la Parcela B

Fuente: AJPSC

Por su parte, el valor contable de la Propiedad de Inversión de la Parcela B (S/ 1,016 MM a set. 2020) cubriría en 1.6x el saldo de los Bonos en circulación y el préstamo puente del BCP.

INVERSIÓN INMOBILIARIA

MM S/	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Set-20
Parcela B	1,224	1,269	1,156	1,170	1,016
Parcela C	22	25	41	41	27
Parcela F y otras*	251	228	316	300	299
Total	1,498	1,522	1,514	1,511	1,342

(*) Incluye Parcelas F, I y H a partir de Dic-19

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 AJPC 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 AJPC 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 MM con el BCP sería reperfilado a un plazo de seis años con un año de gracia incluido, 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 1.7x para los próximos 10 años, siendo la cobertura mínima de 1.0x.

Dado que las emisiones de los Bonos se empiezan a amortizar en el 2026, la Clasificadora esperaba que un año antes AJPC 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	3.60	3.31	3.38	3.37	3.24	3.36	3.41
(Cifras en miles de Soles)	----- Con NIIF-16 -----		----- Sin NIIF-16 -----				
	Set-20	Dic-19	Set-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Rentabilidad							
EBITDA *	91,781	207,609	126,411	182,502	172,428	165,818	139,339
Mg. EBITDA	60.4%	60.6%	50.5%	54.9%	54.2%	53.6%	50.4%
FCF / Ingresos	-0.3	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.2	-0.3
ROE (Promedio)	-20.1%	7.7%	12.6%	10.8%	9.8%	12.9%	25.8%
Cobertura							
EBITDA / Gastos Financieros Totales	1.8	3.3	4.5	5.2	4.7	5.5	14.0
EBITDA / Servicio de deuda	0.6	4.4	3.7	3.5	4.0	4.8	10.2
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	-0.1	0.6	0.9	0.9	-3.1	2.3	-5.0
(FCF + Gastos Fin. + Caja e Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	0.2	2.0	4.3	3.9	0.3	11.5	8.0
CFO / Inversión en Activo Fijo e Inmobiliarias	2.5	3.4	4.7	4.8	3.2	1.9	0.6
Estructura de capital y endeudamiento							
Deuda Financiera / Capitalización	50.3%	44.0%	36.6%	36.3%	35.6%	32.8%	30.6%
Deuda Fin. Ajustada / Capitalización Ajustada	60.1%	53.6%	45.4%	44.8%	44.5%	41.0%	39.4%
Deuda Fin. Ajustada / EBITDA	8.2	4.5	4.2	3.8	3.9	4.1	4.1
Deuda Fin. Ajustada Neta / EBITDA	7.9	4.1	3.3	3.0	3.1	2.2	2.8
Costo de financiamiento estimado	7.0%	6.9%	7.5%	7.4%	7.8%	7.0%	3.8%
Deuda financiera CP / Deuda Financiera	23.4%	1.3%	1.7%	3.4%	1.4%	0.8%	0.9%
Balance							
Activos totales	2,048,552	2,201,170	2,125,364	1,790,301	1,748,601	1,884,291	1,596,962
Caja e inversiones corrientes	45,021	66,242	155,528	155,151	143,444	316,632	176,409
Deuda financiera Corto Plazo	158,252	8,405	8,301	16,668	6,415	4,005	3,648
Deuda financiera Largo Plazo	519,267	619,661	489,144	473,471	458,276	473,692	383,501
Deuda Financiera	677,519	628,066	497,445	490,139	464,691	477,697	387,149
Pasivos por Arrendamiento **	329,921	295,912	217,140	206,577	209,286	204,862	182,497
Deuda Fin. Ajustada (= Deuda Fin. + Pasivos por Arrend.)	1,007,440	923,978	714,585	696,716	673,977	682,559	569,646
Patrimonio neto (sin Interés Minoritario)	669,006	798,484	859,889	859,571	840,349	980,893	876,831
Capitalización	1,346,525	1,426,550	1,357,334	1,349,710	1,305,040	1,458,590	1,263,980
Capitalización Ajustada	1,676,446	1,722,462	1,574,474	1,556,287	1,514,326	1,663,452	1,446,477
Flujo de caja							
Flujo de caja operativo (CFO)	17,634	117,970	105,259	108,548	89,346	137,450	85,035
Inversiones en Activo fijo e Inmobiliarias	(6,925)	(35,163)	(22,272)	(22,823)	(28,328)	(72,818)	(148,246)
Dividendos comunes	(52,676)	(92,037)	(80,766)	(72,666)	(229,363)	(16,410)	(14,756)
Flujo de caja libre (FCF)	(41,967)	(9,230)	2,221	13,059	(168,345)	48,222	(77,967)
Ventas de activo fijo	-	-	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	(4,580)	(193,220)	(1,822)	2,595	162,858	(185,759)	(47,998)
Variación neta de deuda	9,791	147,339	8,331	14,315	(1,957)	98,068	240,105
Variación neta de capital	-	-	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	(2,924)	(12,746)	-	-	-	-	-
Variación de caja	(39,680)	(67,857)	8,730	29,969	(7,444)	(39,469)	114,140
Resultados							
Ingresos	151,834	342,667	250,296	332,364	318,376	309,565	276,378
Variación de Ventas	-39.3%	3.1%	3.6%	4.4%	2.8%	12.0%	9.2%
Utilidad operativa (EBIT)	87,848	201,726	124,536	179,665	170,769	164,412	138,319
Gastos Financieros	34,150	38,686	27,900	35,195	36,733	30,232	9,981
Gastos Financieros por Arrendamiento	17,885	24,993	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gastos Fin. Totales (= G.Fin. + G. Fin. Arrend.)	52,035	63,679	27,900	35,195	36,733	30,232	9,981
Gastos Operativos por Arrendamiento	n.d.	1,595	23,265	29,511	29,898	29,266	26,071
Arrendamientos Devengados	24,200	32,434	23,265	29,511	29,898	29,266	26,071
Resultado neto	-110,690	64,120	81,312	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.

** Pasivos por Arrendamiento: Hasta Setiembre 2019 = Gastos Operativos por Arrendamiento multiplicados por 7.0x

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

Arrendamientos Devengados: A Set. 2020 y Dic. 2019 fueron estimados para fines comparativos

Servicio de deuda = Gastos Financieros + Deuda de Corto Plazo

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

Antecedentes

Emisor:	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	Directora
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)
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 2020)

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 del Primer Programa de Bonos Corporativos Jockey Plaza hasta por US\$150.0 MM	AA (pe)
<i>Perspectiva</i>	<i>Negativa</i>

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.