

Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A.

Fundamentos

Las clasificaciones otorgadas a los Bonos Corporativos Jockey Plaza, así como el cambio de perspectiva, de negativa a estable, se sustentan principalmente en:

La recuperación del sector. En el 2020 la economía peruana se vio fuertemente afectada por los efectos del COVID-19, lo que generó una caída en el PBI del 11.0%, según el BCRP. Lo anterior repercutió en el consumo de las familias. Además, las medidas adoptadas por el Gobierno y el inicio del Estado de Emergencia desde el 16/03/2020, limitaron las actividades de los *malls*. Recién el 18/06/2020 los *malls* pudieron operar con un aforo del 50%, el cual se redujo hasta 20% el 01/03/2021 ante el incremento de contagios en el país. Posteriormente, en Lima, el aforo llegó a 40% en junio 2021 y a 80% en noviembre 2021, dada la disminución en los contagios y el avance en la vacunación de la población, lo cual ha favorecido al sector *retail*.

En el caso del Jockey Plaza, debido a las dimensiones del *mall*, en periodos pre-pandemia el aforo real máximo solía ubicarse en torno al 55%, por lo que las restricciones de aforo impuestas por el Gobierno tuvieron un impacto limitado. Así, a setiembre 2021 los ingresos de Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A. (AJPSC) registraron un aumento de 17.7% con respecto a similar periodo del 2020.

Si bien se espera un importante crecimiento del PBI en el 2021 (+11.9% según proyecciones del BCRP a set. 2021), la recuperación en el 2022 podría verse limitada, entre otros, por las nuevas medidas restrictivas que pudiese decretar el Gobierno para enfrentar a la pandemia y por una mayor inestabilidad política en el país. Sin embargo, Apoyo & Asociados considera que, dadas las características y fortalezas del *mall*, AJPSC podría mitigar los efectos que pudiesen generarse en dicho escenario.

El posicionamiento del Centro Comercial. El Jockey Plaza Shopping Center (JPSC o el Centro Comercial) cuenta con alrededor de 173,600 m² de área total arrendable (GLA), aproximadamente 2.5 millones de visitantes en promedio al mes (en el 2019), un alto ticket de compra 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 áreas arrendables, lo que le ha permitido tener tarifas más altas por arriendo de locales con respecto a otros *malls*. Además, 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, en el 2020 la capacidad de consumo de la población fue afectada temporalmente por los efectos de la pandemia en la economía; efecto que aún persiste, aunque en menor medida, en el 2021.

Estrategia comercial. La experiencia de más de 20 años de AJPSC operando el Centro Comercial le permite conocer las preferencias de los consumidores y establecer una estrategia comercial basada, entre otros, en: i) un *mix* óptimo de marcas / productos para maximizar rentabilidad; y, ii) diferenciación por marca y experiencia de compra,

Ratings	Actual	Anterior
1ra, 2da y 3ra Emisión del Primer Progr. de Bonos Corporativos	AA(pe)	AA(pe)

Con información financiera a setiembre 2021.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 24/11/2021 y 31/05/2021

Perspectiva

Estable

Indicadores Financieros

Adm. Jockey Plaza S.C. Millones de Soles (MM S/)	- Con NIIF-16 -		
	12M Set21	Dic-20	Dic-19
Ingresos	229	202	343
EBITDA *	138	116	208
Mg. EBITDA (%)	60.1%	57.5%	60.6%
Flujo de Caja Operativo (CFO)	89	36	118
Deuda Financiera	742	679	628
Deuda Fin. Ajustada **	1,126	1,002	924
Caja y valores líquidos	96	38	66
Deuda Fin. Ajustada / EBITDA	8.2	8.6	4.5
Deuda Fin. Ajust. Neta / EBITDA	7.5	8.3	4.1
EBITDA / Gastos Fin. Totales	1.8	1.6	3.3

(*) 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.

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

Daniela Gallo Manrique
danielagallo@aai.com.pe

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

T. (511) 444 5588

basada en marcas exclusivas / *flagships*.

Lo anterior le permitió, en los últimos años previos a la pandemia, contar con una vacancia menor al 1% (0.2% a dic. 2019), ubicándose entre las más bajas de la región. Sin embargo, debido a los efectos del COVID-19 y especialmente a la salida de Paris del mercado peruano, la vacancia a diciembre 2020 llegó a 6.5% (2.2% sin considerar Paris y otros locales de ese grupo). Al respecto, el contrato con Paris contaba con cláusulas de lucro cesante a favor de AJPSC. A ello se sumó la salida de Divercity; con lo cual, a setiembre 2021, la vacancia total aumentó a 12.9% (3.2% sin considerar el efecto de Cencosud y Divercity).

De otro lado, cabe destacar el aumento del área arrendable (2013-2019: CAGR +4.4%), para poder incorporar nuevas marcas. Así, en los últimos años se remodeló el Food Hall, se construyó un Segundo Corredor Comercial y en el 2019 se inauguró, entre otros, el YOY Lima Box Park. Por su parte, debido a la actual coyuntura, en el 2020 y lo que va del 2021 solo se realizaron remodelaciones y reubicaciones de tiendas.

Estabilidad de los flujos. JPSC cuenta con nueve 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 restricciones impuestas por el Gobierno, en el 2020 los ingresos de AJPSC solo por arrendamientos de locales a terceros cayeron un 40.5% con respecto al 2019. Sin embargo, a setiembre 2021 estos ingresos aumentaron (+20.4% vs. set. 2019), dada la recuperación gradual de la economía y la flexibilización de las medidas restrictivas. Cabe recordar que, en el 2020 el JPSC estuvo cerrado parcialmente por cuarentena por alrededor de tres meses y en el 2021, solo por un mes.

Evolución favorable de ingresos. La adecuada gestión, las constantes mejoras y la ampliación del área arrendable, le han permitido a AJPSC mantener ingresos crecientes. Así, el crecimiento promedio anual de sus ingresos (CAGR) del 2013 - 2019 fue de alrededor de 8.5%. Por su parte, en los últimos años el JPSC ha venido realizando importantes remodelaciones a fin de potenciar sus ingresos.

Dada la coyuntura generada por la pandemia, en el 2020 sus ingresos totales cayeron un 40.9% respecto al 2019. Por su parte, en febrero 2021 los ingresos totales se vieron afectados por una cuarentena. No obstante, en los meses siguientes se observó una recuperación. Así, a setiembre 2021 los ingresos totales aumentaron un 17.7% respecto a similar periodo del 2020. Asimismo, en los últimos 12 meses a setiembre 2021 los ingresos crecieron un 13.3% respecto del ejercicio 2020.

Niveles de endeudamiento. Si consideramos la Deuda Financiera Ajustada Neta (DFAN = Deuda Fin. + Pasivos por Arrendamiento - Caja e Inv. Corrientes), el ratio DFAN / EBITDA al cierre del año móvil a setiembre 2021 fue 7.5x (8.3x a dic. 2020 y 4.1x a dic. 2019). Por su parte, la Clasificadora estima que, al cierre del 2021, el indicador se ubicaría en torno a 6.0x y que el desapalancamiento continuaría en el 2022.

Se debe mencionar que, el mayor apalancamiento respecto a periodos pre-pandemia se debió especialmente al menor EBITDA generado por las restricciones impuestas por el Gobierno para hacer frente al COVID-19.

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 vencimiento en el 2035. Sin embargo, en octubre 2019 AJPSC adquirió el *mall* Boulevard Asia, lo que le permitirá mejorar su diversificación.

Cobertura del servicio de deuda. La Clasificadora evaluó distintos escenarios, considerando la actual coyuntura e incluyendo el préstamo sindicado que tiene AJPSC por US\$40.6 MM (adherido al Contrato Marco de Garantía de los Bonos). Así, en un escenario estresado se tendría 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 1.0x en el 2026. Sin embargo, teniendo en cuenta las amplias coberturas proyectadas entre 2021 y 2025, y que los bonos se empiezan a amortizar en el 2026, la Clasificadora esperaría que un año antes AJPSC mantenga altos niveles de liquidez, de modo tal que los flujos acumulados más la generación propia le permitan cubrir el servicio de deuda con holgura.

Cabe señalar que, a setiembre 2021, el valor contable de la Parcela B (S/ 1,019 MM) cubría en 1.5x el saldo en circulación de las obligaciones garantizadas (bonos corp. + préstamo sindicado).

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

Un aumento sostenido en los niveles de ocupación y/o mayores rentas que las sensibilizadas que favorezcan la generación de flujos y que permitan reducir el apalancamiento, podrían implicar una mejora en los *ratings*.

Por el contrario, nuevas medidas restrictivas del Gobierno y/o una mayor inestabilidad política que repercuta en el sector *retail* y que afecten a la generación, entre otros, podrían tener un impacto negativo.

Acontecimientos Recientes

Impacto Covid-19 y perspectivas para el 2021

A raíz de la crisis generada por el COVID-19, en el 2020 la economía peruana registró una contracción de 11.0% con respecto del 2019, según el BCRP. Lo anterior se debió, entre otros, a las medidas de aislamiento social adoptadas por el Gobierno, desde el 16/03/2020, para contener el avance de la pandemia. Lo anterior tuvo un impacto en la capacidad de gastos de las familias. En ese sentido, la demanda interna disminuyó un 9.8% y el consumo privado, un 8.7%.

En cuanto al sector *retail*, se debe mencionar que, durante la vigencia del Estado de Emergencia continuaron operando los supermercados, farmacias y bancos, pero con restricciones en el aforo. De otro lado, recién a partir del 18/06/2020 el Gobierno autorizó a los centros comerciales para que puedan operar con un aforo del 50%. No obstante, dicho porcentaje fue reducido a 40% el 22/12/2020.

Igualmente, en el mes de febrero del 2021 el Gobierno nuevamente estableció una cuarentena ante el aumento de los contagios. Asimismo, el 01/03/2021 los *malls* pudieron abrir de nuevo, pero con un aforo del 20%.

Posteriormente, el avance en el proceso de vacunación y la disminución del número de contagios permitió una gradual flexibilización de las medidas restrictivas decretadas por el Gobierno, diferenciadas por regiones. Así, en mayo, junio y setiembre 2021 el nivel de aforo permitido en los centros comerciales en Lima aumentó a 30%, 40% y 50%, respectivamente. A la fecha, el aforo permitido es del 80%.

Además de las cuarentas focalizadas y los toques de queda, el posible ingreso de nuevos locatarios en los centros comerciales se vio afectado por la mayor incertidumbre política y social registrada en el primer semestre del 2021.

De otro lado, se estima que en el segundo semestre del 2021 y en el 2022 el COVID-19 tenga un menor impacto en el sector que el registrado en el 2020. Así, el avance de la vacunación, la flexibilización de las medidas del Gobierno y la recuperación económica proyectada para el presente año (+11.9% según proyecciones del BCRP a set. 2021), permitirán una recuperación progresiva.

Por su parte, a fin de atenuar los efectos del Covid-19, el *mall* ha venido 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 mediante renegociaciones individuales. No obstante, con la recuperación gradual de la actividad comercial, los descuentos temporales otorgados a los diferentes locatarios han venido reduciéndose considerablemente. Asimismo, el *mall* optó por una política de reducción de costos operativos (servicios de terceros, personal, energía, mantenimiento y otros). Además, se ha

limitado el capex de inversión y se han implementado diversas medidas de bio-seguridad.

Hechos de Importancia

El 30/03/2021 se modificó el esquema de retribución a los miembros del Directorio y los criterios para la distribución de utilidades, estableciéndose que: (i) se efectuará previa constitución de la reserva legal y siempre que la situación de la empresa lo permita; y, (ii) el reparto será como mínimo el equivalente al 30% de la utilidad neta del ejercicio o US\$10.5 MM, el que resulte mayor.

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.

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 la Parcela B, cuyo contrato de arrendamiento vence en el 2035, y sobre las Parcelas C-1 y F, con contratos que vencen en el 2037. 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 2021 contaba con un área arrendable de aproximadamente 173,600 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 los años, el JPSC ha ido aumentando su 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 Food Hall
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.
2020	Ingreso de 62 nuevas marcas (Huawei, Mi Farma, entre otras)
2021	Inicio de operaciones de la marca de lujo Louis Vuitton y de la marca española Bimba y Lola. Ingreso de Subway.

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.

En el 2020, debido a las restricciones de operación y aforo al sector *retail* impuestas por el Gobierno para enfrentar a la pandemia, muchos locatarios vieron afectadas significativamente sus ventas y, en algunos casos puntuales, tuvieron que cancelar sus contratos anticipadamente. No obstante, dado el atractivo y el posicionamiento del *mall*, se abrió paso a la entrada de 62 nuevas marcas, entre las cuales están Huawei y Mifarma. Asimismo, algunas marcas incorporaron nuevos locales a su mix comercial, como es el caso de Adidas que lanzó Adidas Kids, ante el incremento de la demanda por productos deportivos durante la

cuarentena. Además, se llevaron a cabo 17 remodelaciones y reubicaciones de tiendas.

Cabe señalar que, a setiembre 2021 JPSC contaba con nueve tiendas anclas (Saga, Ripley, Oechsle, H&M, Forever21, Zara, Sodimac, Plaza Vea, y Tottus), lo que potencia la oferta, y unas 600 tiendas menores.

	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Set-20	Set-21
Área Arrendable (m2)	168,200	173,500	173,531	173,400	173,560
Ventas CC (MM S/)*	2,028	2,006	1,232	735	1,086
Rentas (MM S/)	215	221	130	100	120
Rentas / Área Arrend. Mensual (S/ x M2)	107	106	63	64	77

*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 contaba con cláusulas de lucro cesante que le ha permitido mitigar esa vacancia. Así, a diciembre 2020, AJPSC había llegado a un acuerdo de salida con el Grupo Cencosud (Paris y otras tiendas menores).

A lo anterior, se suma la salida del país y del JPSC de Divercity, con lo cual, el nivel de vacancia total a setiembre 2021 ascendió a 12.9%. Al aislar el efecto de la vacancia por Cencosud y Divercity, dicho indicador se ubicaría en 3.2%.

Cabe mencionar que, en mayo de este año AJPSC concretó el desarrollo de un centro de distribución logístico en alianza con la empresa Scharff, el cual está ubicado en el sótano del área que correspondía anteriormente a tiendas Paris. Se estima que, en su fase inicial, dicho centro estaría procesando alrededor de 14 mil paquetes al mes.

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. A ello se suma la entrada de la marca de lujo Louis Vuitton, la cual abrió su primera tienda en Perú en julio del 2021. Además, el centro comercial ha creado 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. Sin embargo, durante el segundo trimestre del 2020, el flujo de visitas se redujo en un 90% en comparación a similar periodo del año anterior, debido especialmente a las medidas restrictivas establecidas por el Gobierno que llevaron a que el *mall* se mantenga cerrado desde el 16 de marzo hasta el 22 de junio, periodo en el que solo operaron los supermercados, bancos y farmacias.

A partir del mes de junio 2020, que se inició la reactivación de los centros comerciales, mensualmente se fue acortando la caída respecto del mismo mes del año anterior. Así, entre agosto y diciembre el número de visitas representó alrededor del 74% de lo observado en similar periodo el año

previo. Si bien en el 2020 el número de visitas fue menor por los efectos de la pandemia y las medidas restrictivas existentes, el *ticket* promedio mensual aumentó en aproximadamente un 80% para dichos meses respecto al año anterior.

Por su parte, en el primer trimestre del 2021, el flujo de visitas nuevamente se vio afectado por las cuarentenas focalizadas ante la segunda ola de contagios. Esto implicó el nuevamente el cierre temporal del centro comercial durante el mes de febrero; para luego reabrir en marzo con un nivel de aforo limitado sujeto al estado de alerta de Lima Metropolitana.

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.

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

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 aún cuenta con un potencial de crecimiento atractivo, éste fue afectado significativamente por el impacto de la pandemia, ante el cierre temporal de los *malls* entre marzo y junio 2020, y en febrero 2021. Además, se establecieron horarios restringidos y un aforo máximo autorizado (lo cual todavía está vigente).

Si bien durante la cuarentena 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%. Este último fue disminuido a 40% desde el 22/12/2020.

A pesar que, las restricciones impuestas por el Gobierno en el 2020 llevaron a una disminución significativa del flujo de visitas en los *malls*, se observó un incremento del *ticket* promedio, haciendo que el tiempo de permanencia de los clientes sea más rentable. Según un estudio de Colliers, esto se debió a que el consumidor tuvo un menor tiempo de permanencia en los establecimientos, ya que su visita fue por compras puntuales. Además, los consumidores optaron por priorizar la seguridad sanitaria que el *mall* les pueda ofrecer al elegir qué establecimiento visitar. En tal sentido, los centros comerciales pasaron de una estrategia orientada a la experiencia del cliente (buscando extender su tiempo de visita) hacia una mayor conveniencia para el cliente en términos de comodidad, rapidez y seguridad al efectuar sus compras.

Por su parte, a fin de mitigar el impacto en las ventas por las restricciones impuestas, tanto administradores como locatarios tuvieron que adaptar sus estrategias comerciales y acelerar el proceso de digitalización de sus canales de ventas; a la vez que buscaron reducir costos tales como el gasto común y mantenimiento. Asimismo, se dieron muchas renegociaciones de tarifas y condiciones de pago con los locatarios a fin de mitigar el impacto sobre los ingresos por arriendos.

En el 2021, nuevamente el Gobierno estableció un periodo de cuarentena en el mes de febrero, ante la segunda ola de contagios por el COVID-19. Así, en febrero los centros comerciales ubicados en regiones de alerta extrema, como fue el caso de Lima, se mantuvieron cerrados. Recién el 01/03/2021 los *malls* pudieron abrir nuevamente, pero con un aforo del 20%.

A medida que el número de contagios fue disminuyendo y avanzó el proceso de vacunación, el Gobierno flexibilizó de manera gradual y por regiones las restricciones. Así, en mayo, junio y setiembre 2021, el aforo máximo permitido en centros comerciales en Lima aumentó a 30%, 40% y 50%, respectivamente. A la fecha, el aforo permitido en Lima es del 80%.

Además, cabe mencionar que, en agosto del presente año los cines reanudaron operaciones y recién a partir de octubre se autorizó el consumo y venta de alimentos y bebidas en dichos establecimientos, pero solo a consumidores que cuenten con las dos dosis de vacunación y únicamente en las provincias cuyo avance del proceso de vacunación sea por lo menos de 40%.

Cabe mencionar que, con la finalidad de evitar riesgos de aglomeraciones en los centros comerciales, el Ministerio de Producción en alianza con la Asociación de Centros Comerciales del Perú (ACCEP), desarrollaron la plataforma "Visita Responsable". Esta plataforma permite que los usuarios puedan revisar en tiempo real el aforo de 50 centros comerciales, información que es actualizada cada 10 minutos.

En términos de vacancia, en el primer semestre del 2021 se observó un aumento significativo respecto del segundo semestre del 2019 (último semestre pre-pandemia), como consecuencia de la crisis sanitaria generada por la pandemia. Así, en el caso de centros comerciales de la categoría súper regionales (que son los más grandes), la vacancia promedio pasó de 8.8% a 16.9% en dichos periodos. No obstante, los centros comerciales de esta categoría suelen mostrar un mayor nivel de ocupación que otros *malls* de menor dimensión y tienden a ocupar más rápido los espacios dejados libres por algunos locatarios.

Si bien a la fecha los diferentes operadores y locatarios han adaptado sus estrategias comerciales e implementado los protocolos sanitarios requeridos por el Gobierno, aún se estima que el COVID-19 tenga un impacto en el crecimiento de las operaciones del 2021, pero en menor magnitud que el 2020. En tal sentido, se observa un ajuste en el ritmo de las inversiones en nuevos proyectos (los cuales ya habían sido postergados en el 2020) y se espera que en el 2021 el nivel de ventas de los *malls* aún sea inferior al del 2019. Sin embargo, se proyecta una recuperación progresiva a partir del segundo semestre del 2021.

En ese sentido, se esperarían nuevas inversiones recién a partir del 2022, aunque principalmente destinadas a mejorar las operaciones existentes.

En términos generales, existen cuellos de botella que limitan las nuevas inversiones, como 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.

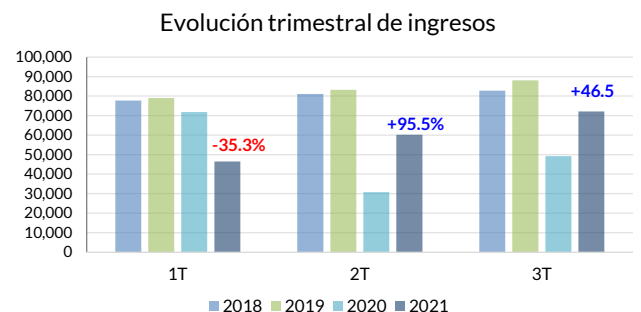
De otro lado, debido a los cambios de tendencias en los consumidores y el crecimiento de las compras por internet en los últimos años, algunos *malls* están potenciando su oferta en el canal *e-commerce* y esperan que su participación en las ventas se incremente gradualmente. Así, a la fecha algunos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

Desempeño Financiero - AJPSC

Los ingresos de AJPSC han mostrado una tendencia creciente en los años previos a la pandemia, registrando entre el 2013 y 2019 un CAGR 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 del 2020, los ingresos totales fueron S/ 202.5 MM, registrando una disminución de 40.9% con respecto a lo registrado en el 2019, debido principalmente a las restricciones establecidas por las autoridades desde el 16/03/2020, que limitaron las operaciones del *mall*.



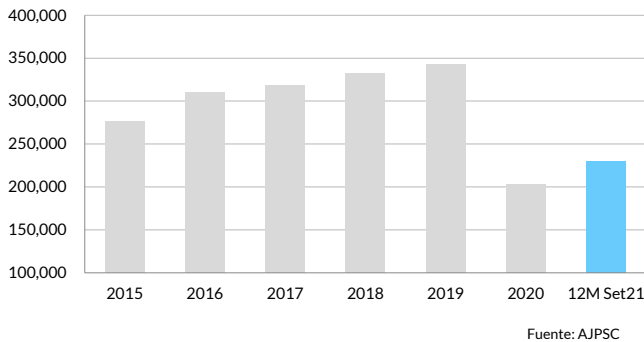
Fuente: AJPSC

Sin embargo, a setiembre 2021 los ingresos mostraron una recuperación de 17.7% respecto de setiembre 2020. Al respecto, cabe mencionar que los ingresos del primer trimestre estuvieron afectados por una cuarentena en febrero y las nuevas restricciones focalizadas impuestas por el Gobierno, ante la segunda ola de contagios.

No obstante, tanto en el segundo como en el tercer trimestre se observó una recuperación, ante la flexibilización de las restricciones, dada la reducción en el número de contagios y el avance del proceso de vacunación.

Como referencia, en el caso de *Same Store Sales*, las ventas en el mes de setiembre 2021 representaron el 102% de lo vendido en setiembre 2019.

Por su parte, en los últimos 12 meses (U12M) a setiembre 2021 el incremento de los ingresos de AJPSC respecto del ejercicio 2020 fue de 13.3%.

Evolución de Ingresos (S/ Miles) - AJPSC


En detalle, del total de los ingresos a setiembre 2021, aproximadamente el 67% fue explicado por las rentas de locales a terceros y la diferencia por varios conceptos como recuperación de gastos comunes (19%) y administración de los estacionamientos (5%), entre otros.

En cuanto al total de ingresos por alquileres (renta mínima + renta variable) a setiembre 2021, se debe destacar que alrededor del 91% correspondió a arriendos fijos y que sólo el 9% correspondió a los arriendos variables.

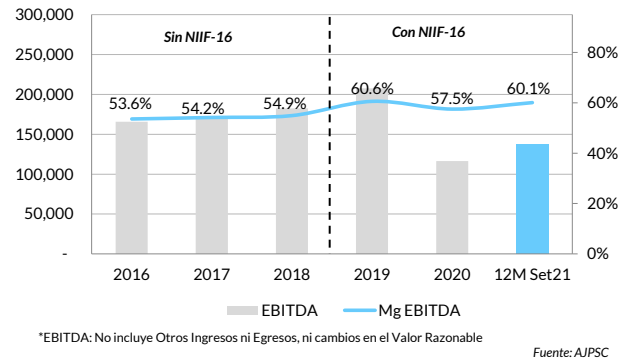
Así, la Clasificadora destaca la baja participación de los ingresos variables dentro de los ingresos por alquileres, lo que mitiga parcialmente las variaciones en los ingresos en periodos de desaceleración económica.

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.

Así, en el año móvil a setiembre 2021, 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/ 96.1 MM, siendo mayores a los S/ 91.3 MM registrados en el 2020, debido a la mayor actividad comercial; pero significativamente inferiores a los S/ 140.9 del 2019 (periodo pre-pandemia). Esto último se debió no solo a la menor actividad durante la pandemia, sino también a que AJPSC continúa con sus medidas de ahorros adoptadas desde el inicio de la cuarentena en el 2020, a fin de mitigar el impacto económico de la pandemia. Al respecto, cabe mencionar que esto último se vio favorecido por la estructura de costos y gastos operativos, los cuales en su mayoría son variables.

Por su parte, en los U12M a setiembre 2021, el EBITDA (no incluye Otros ingresos y egresos, ni Cambios en Valor Raz. de Activos por Der. de Uso ni de Prop. de Inv.) ascendió a S/ 137.8 MM (+ 18.4% vs. 2020). Así, el margen EBITDA aumentó a 60.1% en el año móvil (57.5% a dic. 2020). La Clasificadora considera que el EBITDA con la NIIF-16 se asemeja al EBITDAR calculado hasta el 2018.

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/ 38.5 MM estimado para el 2021). 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.

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


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). No obstante, las implicancias de la pandemia y la salida de la tienda ancla Paris y de Divercity, han repercutido en la vacancia total a setiembre 2021, la cual se incrementó a 12.9%. Al respecto, cabe mencionar que el contrato con tiendas Paris contemplaba una cláusula de lucro cesante a favor de AJPSC, lo cual compensa el plazo que tomará cubrir dicha vacancia (Edificio de Paris y Sótanos). Así, sin considerar a Paris y Divercity, el indicador de vacancia sería de 3.2%.

Cabe destacar que, en diciembre 2020, Paris llegó a un acuerdo con AJPSC por terminación anticipada, en línea con la cláusula de lucro cesante que contemplaba el contrato.

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, en los U12M a setiembre 2021, los gastos financieros totales fueron S/ 77.7 MM, siendo mayores a los S/ 71.4 MM del 2020. Se debe indicar que, dada la aplicación de la NIIF-16, estos gastos también incluyen los gastos financieros por arrendamientos por S/ 25.4 MM en el año móvil a setiembre 2021 (S/ 24.2 MM en el 2020).

El incremento del EBITDA permitió compensar el aumento de los gastos financieros. Así, el indicador de cobertura de EBITDA / Gastos Financieros Totales de los U12M a setiembre 2021 se ubicó en 1.8x, ligeramente mayor al 1.6x del 2020.

Cabe mencionar que, dado que la mayor parte de la deuda financiera estaba en Dólares, ante la devaluación del Sol, en los U12 meses a setiembre 2021 se obtuvo una pérdida por diferencia en cambio neta por S/ 112.9 MM (pérdida de S/ 66.9 MM en el 2020).

La mayor generación de ingresos, la política de control de costos y gastos operativos, y el cambio positivo en el valor razonable de las propiedades de inversión, permitieron compensar los gastos asociados a la mayor actividad comercial y la mayor pérdida por diferencia en cambio.

Así, en el año móvil a setiembre 2021 se registró una ganancia neta de S/ 10.8 MM, frente a una pérdida neta de S/ 112.3 MM en el ejercicio 2020. Al respecto, cabe señalar que a setiembre 2021 el cambio en valor razonable de las propiedades de inversión y de activos por derecho de uso fue positivo en S/ 47.4 MM, mientras que en el 2020 fue negativo en S/ 160.9 MM.

De otro lado, en el año móvil a setiembre 2021 se registró un Flujo de Caja Operativo (CFO) de S/ 89.0 MM, significativamente mayor a los S/ 35.6 MM registrados en el 2020. Por su parte, si al CFO se le deducen las "Inversiones en Activo Fijo e Inmobiliarias" por S/ 2.5 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) positivo de S/ 87.2 MM (-S/ 24.8 MM en el 2020).

Estructura de Capital - AJPSC

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. Éste fue sustituido en diciembre 2020 por un préstamo sindicado del BCP y Banco Santander por US\$40.6 MM, a un plazo de seis años (incluido uno de gracia) y a una tasa de 5.6%. Además, en abril 2020, AJPSC tomó un préstamo para pago a proveedores de Reactiva Perú por S/ 10 MM, el cual fue cancelado en mayo 2021.

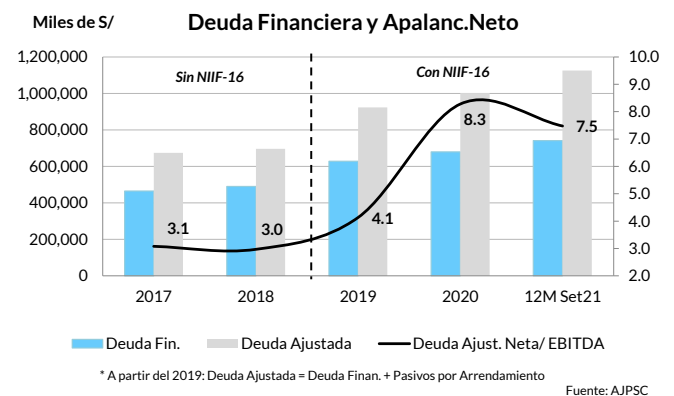
A setiembre 2021 la deuda financiera de AJPSC ascendió a S/ 741.7 MM (S/ 679.3 MM a dic. 2020), la misma que estaba conformada principalmente por: i) bonos por el equivalente a S/ 534.7 MM; y, ii) el préstamo sindicado del BCP y Banco Santander, por equivalente a S/ 167.9 MM. El incremento del saldo de la deuda financiera respecto del cierre del 2020 correspondió especialmente a un efecto de tipo de cambio, ya que aproximadamente un 80% de la deuda estaba en dólares.

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.

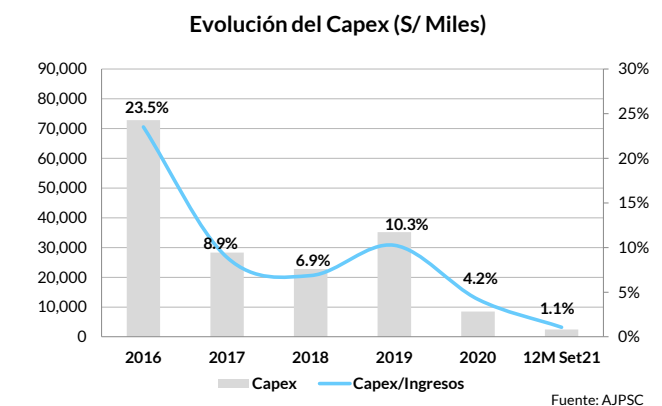
Por su parte, con la adopción de la NIIF-16 a partir del 2019 la Empresa empezó a registrar los Pasivos por Arrendamiento, los cuales a setiembre 2021 ascendieron a S/ 384.0 MM (S/ 322.6 MM a dic.20).

Cabe señalar que, para años anteriores al 2019, la Clasificadora estimó los Pasivos por Arrendamiento multiplicando los Gastos Operativos por Arrendamiento (derecho de superficie) por 7.0x.



Por su parte, a setiembre 2021 la Deuda Financiera Ajustada (DFA = Deuda Fin. + Pasivos por Arrendamiento) fue S/ 1,125.7 MM (S/ 1,001.9 MM a dic. 2020).

Si consideramos el apalancamiento con respecto a la Deuda Financiera Ajustada Neta (DFAN), el ratio DFAN / EBITDA al cierre de los U12M a setiembre 2021 fue 7.5x (8.3x a dic. 2020 y 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 línea con la evolución del nivel de deuda financiera para financiar el capex.

En ese sentido, a setiembre 2021 la Capitalización Ajustada se ubicó en 62.3%, similar a los niveles registrados por otros operadores de centros comerciales.

De otro lado, en Junta General de Accionistas realizada en febrero 2020 se acordó repartir dividendos por el equivalente a S/ 15.2 MM y S/ 3.6 MM, correspondientes a los resultados acumulados del ejercicio 2014 y 2015, respectivamente. A la fecha, no se ha hecho repartos adicionales.

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:

- 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. Sus accionistas son 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 2021 La Fiduciaria registró activos por S/ 22.7 MM (S/ 25.1 MM a dic. 2020), pasivos por S/ 7.1 MM (S/ 7.1 MM a fines del 2020) y un patrimonio neto de S/ 15.6 MM (S/ 18.0 MM a dic. 2020). Asimismo, a setiembre 2021 tuvo una utilidad neta de S/ 11.8 MM, siendo mayor a la registrada a setiembre 2020 (S/ 11.1 MM).

Respecto a los *ratings* otorgados a los Bonos, 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 Apoyo & Asociados, 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. 2020: 3.2x y set. 2021: 3.5x)
- Deuda Financiera / Patrimonio menor a 1.6x (real dic. 2020: 1.0x y set. 2021: 1.1x)
- 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. 2020: 1.6x y set. 2021: 1.5x). Dicho ratio también incluye como obligación garantizada al préstamo sindicado con el BCP y Banco Santander, suscrito en diciembre 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.

Cobertura Oblig. Garantizadas	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Set-21
Valor de Prop. de Inversión (S/MM)*	1,269	1,156	1,170	1,025	1,019
Valor de Oblig. Garantiz. (S/MM)	448	461	588	632	703
Ratio Cobertura Oblig. Garantizadas	2.8	2.5	2.0	1.6	1.5
Covenant Bonos	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

(*) Dato de la Parcela B
 Fuente: AJPSC

Cabe indicar 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.

Por su parte, el valor contable de la Propiedad de Inversión de la Parcela B (S/ 1,019 MM a set.21) cubriría en 1.5x el saldo de los Bonos en circulación y el préstamo sindicado del BCP y Banco Santander.

INVERSIÓN INMOBILIARIA

MMS/	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Set-21
Parcela B	1,224	1,269	1,156	1,170	1,025	1,019
Parcela C	22	25	41	41	25	26
Parcela F y otras*	251	228	316	300	295	296
Total	1,498	1,522	1,514	1,511	1,344	1,341

(*) 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 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 la tasa real de crecimiento 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 esperaría 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 e incluyendo el préstamo sindicado con Banco de Crédito y Santander por US\$40.6 MM, a un plazo de seis años con un año de gracia incluido, Apoyo & Asociados evaluó distintos escenarios. 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 1.0x en el 2026. No obstante, teniendo en cuenta las amplias coberturas proyectadas entre 2022 y 2025, y que los bonos se empiezan a amortizar en el 2026, la Clasificadora esperaría que un año antes AJPC 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.

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	4.13	3.62	3.31	3.37	3.24	3.36
(Cifras en miles de Soles)	----- Con NIIF-16 -----			----- Sin NIIF-16 -----		
	12M Set-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Rentabilidad						
EBITDA *	137,821	116,412	207,609	182,502	172,428	165,818
Mg. EBITDA	60.1%	57.5%	60.6%	54.9%	54.2%	53.6%
FCF / Ingresos	0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.5	0.2
ROE (Promedio)	1.6%	-15.3%	7.7%	10.8%	9.8%	12.9%
Cobertura						
EBITDA / Gastos Financieros Totales	1.8	1.6	3.3	5.2	4.7	5.5
EBITDA / Servicio de deuda	1.6	1.8	4.4	3.5	4.0	4.8
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	1.6	0.3	0.6	0.9	-3.1	2.3
(FCF + Gastos Fin. + Caja e Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	2.7	0.9	2.0	3.9	0.3	11.5
CFO / Inversión en Activo Fijo e Inmobiliarias	36.2	4.2	3.4	4.8	3.2	1.9
Estructura de capital y endeudamiento						
Deuda Financiera / Capitalización	52.2%	50.4%	44.0%	36.3%	35.6%	32.8%
Deuda Fin. Ajustada / Capitalización Ajustada	62.3%	60.0%	53.6%	44.8%	44.5%	41.0%
Deuda Fin. Ajustada / EBITDA	8.2	8.6	4.5	3.8	3.9	4.1
Deuda Fin. Ajustada Neta / EBITDA	7.5	8.3	4.1	3.0	3.1	2.2
Costo de financiamiento estimado	7.4%	7.2%	6.9%	7.4%	7.8%	7.0%
Deuda financiera CP / Deuda Financiera	4.7%	2.6%	1.3%	3.4%	1.4%	0.8%
Balance						
Activos totales	2,171,176	2,034,233	2,201,170	1,790,301	1,748,601	1,884,291
Caja e inversiones corrientes	95,644	38,319	66,242	155,151	143,444	316,632
Deuda financiera Corto Plazo	35,004	17,741	8,405	16,668	6,415	4,005
Deuda financiera Largo Plazo	706,701	661,575	619,661	473,471	458,276	473,692
Deuda Financiera	741,705	679,316	628,066	490,139	464,691	477,697
Pasivos por Arrendamiento **	383,978	322,598	295,912	206,577	209,286	204,862
Deuda Fin. Ajustada (= Deuda Fin. + Pasivos por Arrend.)	1,125,683	1,001,914	923,978	696,716	673,977	682,559
Patrimonio neto (sin Interés Minoritario)	679,848	667,381	798,484	859,571	840,349	980,893
Capitalización	1,421,553	1,346,697	1,426,550	1,349,710	1,305,040	1,458,590
Capitalización Ajustada	1,805,531	1,669,295	1,722,462	1,556,287	1,514,326	1,663,452
Flujo de caja						
Flujo de caja operativo (CFO)	88,962	35,637	117,970	108,548	89,346	137,450
Inversiones en Activo fijo e Inmobiliarias	(2,459)	(8,506)	(35,163)	(22,823)	(28,328)	(72,818)
Dividendos comunes	718	(51,958)	(92,037)	(72,666)	(229,363)	(16,410)
Flujo de caja libre (FCF)	87,221	(24,827)	(9,230)	13,059	(168,345)	48,222
Ventas de activo fijo	-	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	1,175	(8,924)	(193,220)	2,595	162,858	(185,759)
Variación neta de deuda	(10,804)	9,873	147,339	14,315	(1,957)	98,068
Variación neta de capital	-	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	(24,956)	(22,824)	(12,746)	-	-	-
Variación de caja	52,636	(46,702)	(67,857)	29,969	(7,444)	(39,469)
Resultados						
Ingresos	229,395	202,453	342,667	332,364	318,376	309,565
Variación de Ventas	13.3%	-40.9%	3.1%	4.4%	2.8%	12.0%
Utilidad operativa (EBIT)	133,334	111,132	201,726	179,665	170,769	164,412
Gastos Financieros	52,299	47,265	38,686	35,195	36,733	30,232
Gastos Financieros por Arrendamiento	25,385	24,174	24,993	n.d.	n.d.	n.d.
Gastos Fin. Totales (= G.Fin. + G. Fin. Arrend.)	77,684	71,439	63,679	35,195	36,733	30,232
Gastos Operativos por Arrendamiento	1,873	1,337	1,595	29,511	29,898	29,266
Arrendamientos Devengados	36,358	31,683	32,434	29,511	29,898	29,266
Resultado neto	10,842	-112,315	64,120	91,888	88,991	119,428

* **EBITDA** = Ut. Oper. (no incluye Otros ingresos y egresos, ni Cambios en Valor Razonab. de Activos por Der. de Uso ni de Prop. de Inv.) + Deprec.+ Amort.

** **Pasivos por Arrendamiento**: Hasta Diciembre 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

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
Juan Manuel Echevarría Arellano	Gerente Legal
Renato Campos Aguilar	Gerente de Proyectos
Aurora Ponce de León Coloma	Gerente Corp. de Gestión Humana

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 2021

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>Estable</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.