

# Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A.

## Fundamentos

Las clasificaciones otorgadas a los Bonos Corporativos Jockey Plaza, y la modificación de la perspectiva de estable a positiva, se sustentan principalmente en lo siguiente:

**Recuperación del sector:** En el 2020, las medidas adoptadas por el Gobierno para enfrentar a la pandemia limitaron las actividades de los centros comerciales. Recién a partir de junio 2020 estos pudieron operar con un aforo del 50%, el cual se redujo hasta un 20% en marzo 2021 ante el incremento de los contagios. Posteriormente, el aforo en Lima fue aumentando gradualmente (40% en jun. 2021 y 80% en nov. 2021), dado el avance en el proceso de vacunación y la disminución de los contagios. Sin embargo, en diciembre 2021 el aforo se redujo hasta un 40% ante el inicio de la tercera ola de contagios. Por su parte, desde marzo 2022, debido a la disminución de nuevos casos y el avance de la vacunación, los *malls* pueden operar con un aforo del 100%, favoreciendo a la recuperación del sector.

Cabe recordar que, en el caso del Jockey Plaza, debido a las dimensiones del *mall*, en periodos prepandemia 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.

**El posicionamiento del Centro Comercial.** El Jockey Plaza Shopping Center (JPSC o el Centro Comercial) cuenta con alrededor de 171,300 m<sup>2</sup> de área total arrendable (ABL), un alto flujo de visitantes (aprox. 2.5 MM de visitantes en promedio al mes en el 2019), un elevado 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 25 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 por los efectos de la pandemia; efecto que fue menor en el 2021 y 2022, ya que la flexibilización y posterior levantamiento de las medidas restrictivas del Gobierno permitieron una importante recuperación. Así, según el BCRP, en el 2021 el PBI creció un 13.6%; sin embargo, en el 2022 el PBI creció 2.7%, estimando un crecimiento de 2.6% para el 2023 y 3.0% para el 2024.

**Estrategia comercial.** La experiencia de más de 25 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, basada en marcas exclusivas / *flagships*. Lo anterior le permitió, en los últimos años previos a la pandemia, contar con una vacancia menor al 1%, ubicándose entre las más bajas de la región. Sin embargo, debido a los efectos del COVID-19 y especialmente a la salida de París del mercado peruano la vacancia a diciembre 2020 llegó a 6.5%,

Ratings	Actual	Anterior
<b>Primer Programa de Bonos Corporativos</b>		
1ra Emisión	AA(pe)	AA(pe)
2da Emisión	AA(pe)	AA(pe)
3ra Emisión	AA(pe)	AA(pe)

Con información financiera auditada a diciembre 2022 y marzo 2023.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 31/05/2023 y 30/11/2022.

## Perspectiva

Positiva

## Indicadores Financieros

Millones de Soles	12M Mar-23	Dic-22	Dic-21
Ingresos	339	329	270
EBITDA*	210	202	175
Mg. EBITDA	61.8%	61.5%	64.8%
Flujo de Caja Operativo	142	132	84
Deuda Financiera	644	654	720
Deuda Fin. Ajustada**	964	973	1,102
D. Fin. Aj./EBITDA	4.6x	4.8x	6.3x
D. Fin. Aj. Neta/EBITDA	4.1x	4.4x	5.8x
EBITDA/Gastos Fin. Tot.	2.6x	2.5x	2.2x

(\*) No incluye Otros ingresos y egresos, ni Cambios en Valor Razonable de Act. por Derecho de Uso ni de Prop. de Inversión

(\*\*) Deuda Fin. Aj. = Deuda Fin. + Pasivos por Arrendamiento

Fuente: AJPSC. Elaboración propia.

## Metodologías Aplicadas

Metodología de Clasificación de Finanzas Estructuradas (03-2022)

Metodología de Clasificación de Empresas No Financieras (03-2022)

## Analistas

Ricardo Celis  
[ricardocelis@aai.com.pe](mailto:ricardocelis@aai.com.pe)

Sergio Castro Deza  
[sergiocastro@aai.com.pe](mailto:sergiocastro@aai.com.pe)

T. (511) 444 5588

Se debe indicar que, el contrato con Paris contaba con cláusulas de lucro cesante a favor de AJPSC. Además, se sumó la salida de Divercity del país y del mall. De esta manera, a diciembre 2022 la vacancia total fue 9.0% (1.6% sin considerar el efecto de Cencosud y Divercity). Sin embargo, es de esperar que ante la normalización de las actividades del sector y las medidas adoptadas por AJPSC para ocupar dichos espacios, se esperaría que la vacancia disminuya de manera importante a lo largo del 2023.

De otro lado, cabe destacar el aumento del área arrendable (CAGR 2013-2019: +4.4%), para poder incorporar nuevas marcas. Así, en los últimos años se remodeló el Food Hall, se construyó un segundo corredor comercial denominado Barrio Jockey, y en el 2019 se inauguró, entre otros, el YOY Lima Box Park. Por su parte, en los últimos tres años, debido a la coyuntura generada por la pandemia, solo se han realizado remodelaciones y reubicaciones de tiendas.

**Estabilidad de los flujos.** JPSC cuenta con nueve tiendas ancla cuyos contratos de alquiler son de largo plazo. Por otro lado, el resto de locatarios eran diversos en número (más de 600) y por tipo de negocio. Si bien esos 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. Por su parte, en el 2021 estos ingresos aumentaron un 42.6% respecto del 2020, y en el 2022 crecieron un 20.9% respecto del 2021, dada la recuperación gradual de la economía y la flexibilización de las medidas restrictivas.

**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.

Sin embargo, 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 segunda cuarentena. No obstante, en los meses siguientes se observó una recuperación progresiva ante la flexibilización de las restricciones y el mayor dinamismo de la economía. Así, en el 2021 los ingresos totales aumentaron un 33.6% respecto del 2020, y en el 2022, un 21.5% con respecto al 2021.

**Niveles de endeudamiento.** Si consideramos la Deuda Financiera Ajustada Neta (DFAN = Deuda Fin. + Pasivos por Arrendamiento - Caja e Inv. Corrientes), el ratio DFAN / EBITDA en los últimos 12 meses a marzo 2023 fue 4.1x (4.4x a dic. 2022, 5.8x a dic. 2021 y 4.1x a dic. 2019). La

Clasificadora esperaría que, para los siguientes trimestres, la mayor generación de EBITDA permita que AJPSC continúe disminuyendo gradualmente sus niveles de apalancamiento.

**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\$32.0 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 2023 de 1.5x para los próximos 8 años, siendo la cobertura mínima de 1.0x en el 2026. Sin embargo, teniendo en cuenta las amplias coberturas proyectadas entre 2023 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 diciembre 2022 el valor contable de la Parcela B (S/ 989 MM) cubría en 1.6x el saldo en circulación de las obligaciones garantizadas (bonos corporativos + 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 ajustado, podrían implicar una mejora en los ratings.

Por el contrario, cambios adversos en las condiciones económicas del país 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.

## 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, esta 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 solo un centro comercial; sin embargo, con la adquisición del Boulevard Asia en octubre 2019, por el equivalente a S/ 157.6 MM, sumó un segundo mall a sus operaciones.

Cabe indicar que el JPSC es el mall más grande del país en términos de área arrendable. A diciembre 2022 contaba con un área arrendable de aproximadamente 171,300 m<sup>2</sup>.

### Expansión 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.
2022	Ingreso de 61 nuevas marcas, siendo la más resaltante la apertura de SmartFit en segundo piso de la ex tienda Paris

Fuente: AJPSC

Por su parte, las constantes ampliaciones y/o 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 el Barrio Jockey, la misma que conecta dos tiendas ancla, y que generó un nuevo corredor con tiendas menores, que conecta con la Nave Central, consolidando un circuito de tránsito más potente para el mall.

De otro lado, 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). Igualmente, la pandemia afectó al negocio de entretenimiento. Así, a finales del 2020 Divercity cerró sus operaciones en el país.

En el 2021, pese a que el entorno operativo estuvo marcado por una segunda cuarentena en el mes de febrero, la incertidumbre política y la volatilidad del tipo de cambio, el mall registró el ingreso de 41 nuevas marcas. Al respecto, destacan el ingreso al mercado de la marca española Bimba y Lola en mayo 2021, y la marca de lujo Louis Vuitton en julio 2021, las cuales abrieron sus primeras tiendas en Perú. Además, en el segundo semestre se dio la reapertura de las categorías de entretenimiento y deporte, las cuales se habían mantenido cerradas hasta ese entonces por las diferentes restricciones del Gobierno.

Cabe indicar que, con la finalidad de ir ocupando el área que correspondía anteriormente a tiendas Paris, entre el 2021 y lo transcurrido del 2022, AJPSC ha firmado contratos con algunos locatarios. Así, en el tercer trimestre del 2022 se inauguró el local de SmartFit con 1,300 m<sup>2</sup>. Del mismo modo, al cierre del año, se inauguraron los locales de TaiLoy con 500 m<sup>2</sup> y Natura.

Con respecto al espacio dejado por Divercity, se está negociando con diversos operadores regionales de categorías que demandan grandes superficies para operar en este espacio, por lo que se estima que un nuevo arrendatario recién iniciaría operaciones en el 2024.

Así, a diciembre 2022 el nivel de vacancia total se ubicó en 9.0%. Sin embargo, al aislar el efecto de la vacancia de Cencosud y Divercity, dicho indicador sería 1.6%.

Por su parte, JPSC contaba con nueve tiendas anclas (Saga, Ripley, Oechsle, H&M, Forever21, Zara, Sodimac, Plaza Veá, y Tottus), lo que potencia su oferta, y unas 550 tiendas menores.

	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Área Arrendable (m <sup>2</sup> )	173,500	173,531	173,692	171,311
Ventas CC (MM S/)*	2,006	1,260	1,730	2,225
Rentas (MM S/)	221	130	186	225
Rentas / Área Arrend. Mensual (S/ x m <sup>2</sup> )	106	63	89	109

\*Ventas no incluyen IGV

Fuente: AJPSC. Elaboración propia.

Por otro lado, en Perú todas las tiendas bandera (*flagship stores*) de marcas internacionales suelen estar en el Jockey Plaza; siendo dichas tiendas las más importantes para ellas a nivel local, por lo que reciben la mayor inversión y reportan los mayores niveles de ventas y de ventas por m<sup>2</sup>. Entre ellas están H&M, Saga, Zara, Tommy Hilfiger y, desde el 2021, la marca de lujo Louis Vuitton. 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.

En cuanto al flujo de visitas, en el 2021, este se vio afectado por el cierre temporal del centro comercial durante el mes de febrero; para luego reabrir en marzo con un nivel de aforo limitado. Si bien las restricciones se fueron flexibilizando en los meses siguientes, con la disminución del número de contagios y el avance del proceso de vacunación, en el 2021 el flujo de visitas en términos anuales fue 8% inferior al del 2020 y 46% inferior al del 2019.

Por su parte, en el 2022 se ha observado un incremento de 53% en el flujo de visitas con respecto al 2021, debido a la reactivación económica y a la liberación paulatina de las medidas restrictivas por la pandemia. No obstante, este número aún se mantiene inferior en 18% al registrado en similar periodo del 2019 (prepandemia); sin embargo, se observó un aumento en el ticket promedio con respecto al 2019.

## Estrategia

JPSC tiene un modelo de negocio que busca maximizar su rentabilidad y la de sus locatarios. En ese sentido, su estrategia comercial se apoya en tres pilares: i) maximizar el potencial de la operación, al incorporar m<sup>2</sup> mediante ampliaciones en base a una estrategia pensada en el cliente interno y externo; ii) la reconversión de m<sup>2</sup> de comercio para permitir el ingreso de nuevas categorías; y, iii) desarrollar y rentabilizar negocios complementarios e innovación tecnológica.

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.

Cabe mencionar que, para hacer frente a la coyuntura generada por la pandemia, el *mall* implementó una serie de acciones en relación a sus colaboradores, locatarios, proveedores y clientes, entre otros. Así, con el propósito de mitigar el incremento de la morosidad de las cuentas por cobrar por arriendos, se llegaron a acuerdos con diversos locatarios mediante renegociaciones individuales. Al respecto, con la recuperación gradual de la actividad comercial, los descuentos temporales finalizaron. Asimismo, el *mall* optó por una política de reducción de costos operativos (servicios de terceros, personal, energía, mantenimiento y otros). Además, limitó el CAPEX de inversión e implementó diversas medidas de bio-seguridad, según los requerimientos regulatorios.

## Análisis del sector

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 (Intercorp, Falabella y Parque Arauco). Se debe señalar que en el 2018 ingresó un nuevo operador al mercado, el Grupo Patio.

En cuanto al desempeño de la industria de centros comerciales, el 2020 estuvo fuertemente impactado por los efectos de la pandemia y las restricciones en el aforo permitido y toques de queda. En el 2021 se observó una recuperación de la industria, especialmente durante el segundo semestre, donde la flexibilización gradual de las restricciones del Gobierno permitió que la afluencia a centros comerciales represente aproximadamente un 70% de lo registrado en el 2019.

Debido a la pandemia, rubros como supermercados, artículos de tecnología y deco-hogar mostraron un mayor crecimiento en sus ventas ya que, ante las medidas de confinamiento y restricciones, se dio una mayor asignación del presupuesto familiar hacia gastos del hogar; mientras que los rubros de entretenimiento y restaurantes aún se vieron afectados por las restricciones de aforo.

Con relación al rubro de entretenimiento, en agosto 2021 los cines reanudaron operaciones luego de permanecer más de un año cerrados, y recién a partir de octubre se autorizó el consumo y venta de alimentos y bebidas en dichos establecimientos.

Respecto al aforo máximo permitido, a medida que los contagios fueron disminuyendo y avanzó el proceso de vacunación, el Gobierno flexibilizó de manera gradual y por regiones las restricciones. Así, el aforo máximo permitido en los *malls* en Lima aumentó a 40% y 50%, en junio y setiembre 2021, respectivamente; llegando hasta un máximo de 80% en noviembre. No obstante, en diciembre nuevamente el nivel de aforo permitido fue disminuido hasta 40%, como medida de prevención ante la tercera ola de contagios; el cual fue nuevamente elevado hasta 60% a partir de enero 2022 y, desde marzo, hasta un 100%.

En tal sentido, mientras existieron las restricciones, 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.

En cuanto al *ticket* promedio, en el 2020 y 2021 se observó un incremento pese al menor flujo de visitas en los *malls*, haciendo que el tiempo de permanencia de los clientes sea más rentable. Por su parte, según la Asociación de Centros Comerciales del Perú (ACCEP), en el 2022 el *ticket* promedio en los centros comerciales del Perú superó en 10% a lo registrado durante el 2019, pero fue menor que el del 2021 (a excepción del mes de febrero por las razones previamente mencionadas), a pesar de que el nivel de visitas aún se mantenía por debajo de lo registrado en periodos prepandemia.

Cabe recordar que, con el fin de mitigar el impacto de la pandemia en las ventas por las restricciones impuestas, desde el 2020 la estrategia de algunas empresas del sector estuvo enfocada en acelerar el proceso de digitalización de sus canales de venta impulsando las ventas *online* (*e-commerce*) e implementando mejoras en el servicio de *delivery*. Respecto a lo último, algunos centros comerciales implementaron los servicios *Click & Collect* y *Pick-up* para agilizar su servicio de entrega. Si bien con la flexibilización de las restricciones el flujo de visitas a centros comerciales debiera seguir aumentando, se esperaría que la digitalización en la industria continúe, a fin de dar mayor valor a la experiencia de compra, agilizar las ventas e incrementar la demanda potencial.

Adicionalmente, ante la coyuntura por la pandemia, tanto administradores como locatarios 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; apoyo que se ha venido reduciendo desde fines del 2021, en línea con la recuperación del sector.

En términos de vacancia, en los últimos dos años se ha observado un incremento significativo respecto del 2019, como consecuencia de la crisis sanitaria generada por la pandemia. Así, según Colliers, en el caso de centros comerciales de la categoría súper regionales (que son los más grandes), la vacancia de tiendas típicas<sup>1</sup> pasó de 7.6% en el segundo semestre del 2019 (último semestre prepandemia), a 13.5% al cierre del 2022; sin embargo, muestra una mejora frente a finales del 2021 (15.1% de vacancia). 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.

<sup>1</sup> No incluye tiendas ancla, patio de comidas o módulos.

Para el 2023, se espera que el sector continúe con la misma tendencia que mostró en el año anterior, en línea con la eliminación de las restricciones en términos de horarios, aforo, mascarillas y requerimiento de carnet de vacunación. Además, se prevé que los centros comerciales sigan impulsando nuevamente el rubro de entretenimiento, para seguir mejorando la experiencia del cliente, el cual nuevamente está dispuesto a pasar más tiempo dentro de estos establecimientos.

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.

## Desempeño Financiero - AJPSC

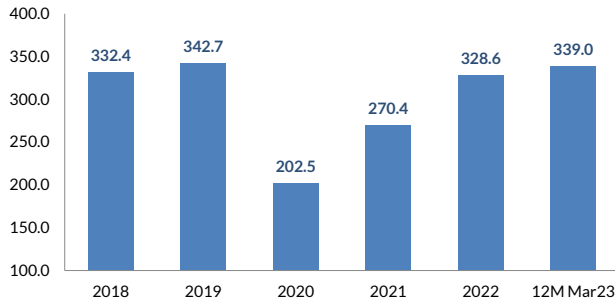
Históricamente, los ingresos de AJPSC han mostrado una tendencia creciente en los años previos a la pandemia, registrando entre el 2013 y 2019 un CAGR de 8.5%, a lo cual ha contribuido, adicionalmente a la mayor área arrendable, los ajustes en los arriendos (indexación) según los contratos con los locatarios, 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.

Sin embargo, en el 2020, los ingresos totales mostraron una significativa disminución (-40.9%) con respecto a lo registrado en el 2019, debido principalmente a las restricciones establecidas por las autoridades desde marzo de ese año, que limitaron las operaciones del *mall*. En el 2021 los ingresos mostraron una recuperación de 33.6%, en línea con la flexibilización gradual de las medidas restrictivas dispuestas por el Gobierno.

Por su parte, en el 2022 los ingresos totales llegaron a S/ 328.6 MM, 21.5% por encima de los registrados durante el 2021. Esto se debió principalmente a la reducción y

posterior levantamiento, a partir de marzo 2022, de las restricciones de aforo que el Gobierno implementó con el fin de combatir la crisis sanitaria.

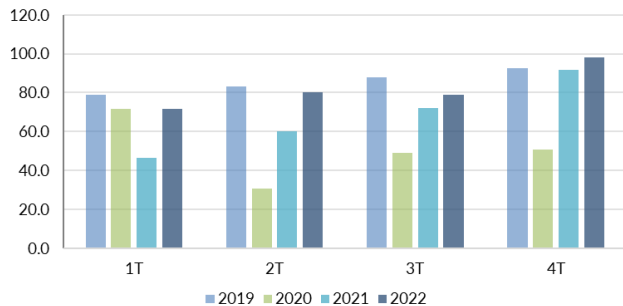
**Evolución de Ingresos (S/ MM) - AJPSC**



Fuente: AJPSC

Si bien hubo una mejora en el 2022, los ingresos aún fueron 4.1% inferiores a los del 2019, debido, entre otros, al impacto que tuvo la salida de Tiendas Paris y Divercity. No obstante, es importante mencionar que, en el caso de las *Same Store Sales*, las ventas en el 2022 fueron 17% mayores a lo vendido en el 2019, evidenciándose así la recuperación del sector *retail*. Por su parte, en los últimos 12 meses a marzo 2023 el aumento de los ingresos continuó, llegando a S/ 339.0 MM (+3.2% vs. el ejercicio 2022).

**Evolución trimestral de ingresos (S/ MM)**



Fuente: AJPSC

En detalle, del total de los ingresos en el 2022, el 68% fue explicado por las rentas de locales a terceros y la diferencia por varios conceptos como recuperación de gastos comunes, energía y agua (16%) y administración de los estacionamientos (6%), entre otros.

En cuanto al total de ingresos por alquileres (renta mínima + renta variable) se debe destacar que, en el 2022, alrededor del 86% correspondió a arriendos fijos y solo el 14% 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

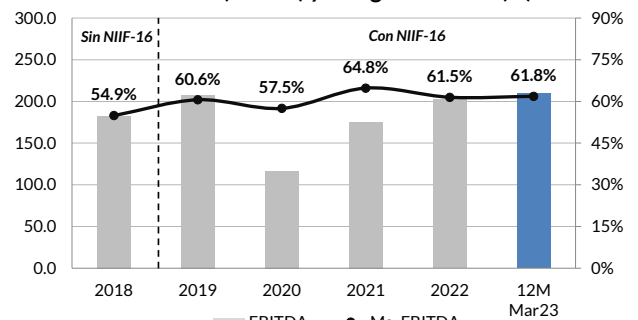
alquiler por derecho de uso de los terrenos en donde se ubica el *mall*.

Así, en el 2022, los costos y gastos operativos (sin incluir cambios en el valor razonable de activos por derecho de uso y de propiedades de inversión) llegaron a S/ 130.3 MM, siendo mayores a los S/ 99.3 MM registrados en el 2021, debido a la mayor actividad comercial; pero inferiores a los S/ 140.9 MM del 2019 (periodo pre-pandemia). Esto último se debió, entre otros, a que AJPSC ha continuado 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 ha visto favorecido por la estructura de costos y gastos operativos, los cuales en su mayoría son variables.

Así, la recuperación de los ingresos y las políticas de control de gastos permitieron que, en el 2022, el EBITDA (no incluye Otros ingresos y egresos, ni Cambios en valor raz. de activos por der. de uso ni de propiedades de inv.) alcance los S/ 202.0 MM (+15.3% vs. 2021). Por su parte, el margen EBITDA se redujo a 61.5% (64.8% a dic. 2021).

Para efectos comparativos respecto a periodos previos, la Clasificadora considera que el EBITDA con la NIIF-16 se asemeja al EBITDAR calculado hasta el 2018.

**EBITDA\* (S/ MM) y Margen EBITDA (%)**



\*EBITDA: No incluye Otros Ingresos ni Egresos, ni cambios en el Valor Razonable  
Fuente: AJPSC

Cabe indicar que, al 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/ 41.4 MM en el 2022). Como se mencionó anteriormente, desde diciembre 2019, con la aplicación de la NIIF-16, este pago ya no se reflejará en los costos operativos del *mall*.

De otro lado, históricamente ha destacado la consistencia del ratio de vacancia del *mall*, el cual se mantuvo sostenidamente en los últimos años por debajo del 1.0%, uno de los más bajos del sector. Así, a diciembre 2019 la vacancia promedio fue de 0.2% (0.5% al cierre del 2018). Sin embargo, las implicancias de la pandemia y la salida de las tiendas ancla Paris y Divercity, llevaron a un incremento importante de la vacancia, la cual se ubicó en 9.0% a diciembre 2022. Al respecto, el contrato con tiendas Paris

contemplaba una cláusula de lucro cesante a favor de AJPSC, lo cual compensaría parcialmente el plazo que tomará cubrir dicha vacancia (Edificio de Paris y Sótanos). Sin considerar a Paris y Divercity, el indicador de vacancia sería de 1.6%. Respecto a lo anterior, 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.

De otro lado, en el 2022, los gastos financieros totales ascendieron a S/ 79.5 MM, siendo ligeramente superiores a los S/ 77.9 MM del 2021. Al respecto, dada la aplicación de la NIIF-16, estos gastos también incluyen los gastos financieros por pasivos por arrendamientos por S/ 24.6 MM (S/ 25.8 MM en el 2021). No obstante, el incremento del EBITDA permitió compensar el aumento de los gastos financieros totales. Así, el indicador de cobertura de EBITDA / Gastos Financieros Totales se ubicó en 2.5x, siendo mayor al 2.2x observado al cierre del 2021 (3.3x a dic. 2019). Por su parte, en el año móvil finalizado en marzo 2023 la cobertura se ubicó en 2.6x.

Cabe mencionar que, dado que la mayor parte de la deuda financiera estaba en dólares, ante la apreciación de la moneda local, en el 2022, se obtuvo una ganancia por diferencia en cambio neta por S/ 34.0 MM (pérdida de S/ 76.9 MM en el 2021).

A pesar que, en el 2022 AJPSC registró un deterioro de inversión en subsidiaria por S/ 26.4 MM (por efecto de la tasa de descuento aplicada), esto fue compensado por los mayores ingresos obtenidos y el resultado cambiario neto positivo, entre otros, que le permitieron generar una utilidad neta de S/ 10.5 MM, mejorando con respecto a la pérdida registrada en el 2021 (- S/ 28.2 MM).

Por otro lado, en el 2022 se registró un Flujo de Caja Operativo (CFO) de S/ 131.8 MM, por encima de los S/ 84.4 MM registrados en el 2021. Por su parte, si al CFO se le deducen las Inversiones en Activo Fijo e Inmobiliarias por S/ 5.1 MM y Dividendos pagados por S/ 40.2 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) positivo de S/ 86.6 MM (S/ 80.4 MM en el 2021). Además, la disminución neta de la deuda financiera, entre otros, generaron una reducción en el 2022 del saldo caja-bancos de S/ 1.2 MM.

## Estructura de Capital - AJPSC

A diciembre 2022 la deuda financiera de AJPSC ascendió a S/ 653.9 MM (S/ 720.0 MM a dic. 2021), cuya reducción respecto al año anterior correspondió a la amortización y/o prepagos de préstamos vigentes. Por su parte, a marzo 2023 se ubicó en S/ 643.6 MM.

En detalle, al cierre del 2022 la deuda financiera estaba conformada principalmente por: i) bonos corporativos por el equivalente a S/ 503.9 MM; y, ii) un préstamo sindicado del BCP y Banco Santander, por el equivalente a S/ 122.2 MM.

Respecto al préstamo sindicado, cabe recordar que en octubre 2019 AJPSC adquirió un préstamo puente con el

BCP por US\$40.0 MM para financiar la compra de Inversiones Castelar, el cual fue sustituido en diciembre 2020 por un sindicado del BCP y Banco Santander por US\$40.6 MM. Asimismo, en junio 2022 dicho préstamo fue reperfilado por US\$40.0 MM y en setiembre 2022 AJPSC realizó un prepagó por US\$8.0 MM, siendo el saldo de capital por pagar de US\$32.0 MM.

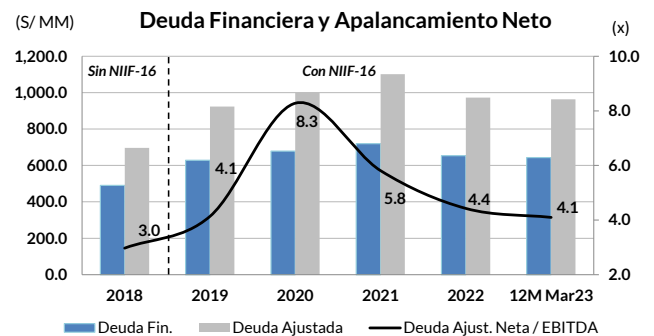
En cuanto a los bonos, cabe mencionar que estos se colocaron en tres emisiones, la Primera por US\$97.4 MM, la Segunda por S/ 32.0 MM y la Tercera por S/ 100.0 MM. Las primeras dos emisiones vencen en el 2030, mientras que la tercera vence en el 2031. Así, con los bonos se logró ampliar el *duration* de la deuda y reducir el servicio de deuda de los siguientes años, dado que cuentan con periodo de gracia.

Por otro lado, a diciembre 2022 la Empresa registró Pasivos por Arrendamiento por S/ 319.1 MM (S/ 381.8 MM al cierre del 2021).

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 diciembre 2022 la Deuda Financiera Ajustada (DFA = Deuda Fin. + Pasivos por Arrendamiento) fue S/ 973.0 MM (S/ 1,101.9 MM a dic. 2021).

Si consideramos el apalancamiento con respecto a la Deuda Financiera Ajustada Neta (DFAN), el ratio DFAN / EBITDA fue 4.1x en los últimos 12 meses a marzo 2023 y 4.4x a diciembre 2022, observándose una disminución respecto a lo observado fines del 2021 y siendo similar a lo obtenido al cierre del 2019.



\* A partir del 2019: Deuda Ajustada = Deuda Financ. + Pasivos por Arrendamiento  
 Fuente: AJPSC

Por otro lado, la estructura de Capitalización Ajustada, medida como Deuda Financiera Ajustada / (Deuda Financiera Ajustada + Patrimonio) ha mostrado una tendencia ascendente en los últimos años, en línea con la evolución del nivel de deuda financiera para financiar el CAPEX.

No obstante, a diciembre 2022 la Capitalización Ajustada se ubicó en 61.7% (63.3% a dic. 2021), debido a la reducción de la deuda financiera, donde la deuda incluye el préstamo bancario para financiar la adquisición del *mall Boulevard*

Asia. Sin embargo, el indicador continuaba siendo mayor al observado a fines del 20219 (53.6%).

Por su parte, en Junta General de Accionistas realizadas en enero, marzo, junio y diciembre 2022, se acordó repartir dividendos por el equivalente a S/ 11.0 MM, S/ 14.9 MM, S/ 11.3 MM y S/ 7.7 MM, correspondientes a los resultados acumulados del ejercicio 2015. Igualmente, en enero 2023 se aprobó repartir dividendos por el equivalente a S/ 3.9 MM, correspondientes a los resultados acumulados del ejercicio 2015.

## 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	Dic-15	US\$97.36	7.09375%	15	10	Dic-30
Segunda	Dic-15	S/ 32.00	9.15625%	15	10	Dic-30
Tercera	Jul-16	S/ 100.00	7.75000%	15	10	Jul-31

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 m<sup>2</sup>, y que seguiría siendo la principal generadora de ingresos para el Centro Comercial.
- ii) Todas las construcciones edificadas sobre la superficie de la Parcela B, así como las que sean construidas sobre la superficie y sobre los inmuebles ya construidos. Así como, las fábricas construidas sobre las subsuperficies cuando la titularidad de esas edificaciones haya revertido a AJPSC.
- iii) Las pólizas de seguro asociadas a los activos antes señalados, salvo la cobertura por responsabilidad civil frente a terceros. En ese sentido, se cuenta con

cobertura inclusive contra daño malicioso, vandalismo y/o terrorismo.

**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 diciembre 2022 La Fiduciaria registró activos por S/ 26.7 MM (S/ 25.0 MM a dic. 2021), pasivos por S/ 5.8 MM (S/ 5.6 MM a dic. 2021) y un patrimonio neto de S/ 20.9 MM (S/ 19.3 MM a dic. 2021). Asimismo, en el 2022, tuvo una utilidad neta de S/ 16.7 MM, siendo mayor a la registrada en el ejercicio 2021 (S/ 14.9 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 relación 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 a dic. 2021: 3.7x, dic. 2022: 2.9x y mar. 2023: 3.6x).
- Deuda Financiera / Patrimonio menor a 1.6x (real a dic. 2021: 1.1x, dic. 2022: 1.1x y mar. 2023: 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 a dic. 2021: 1.5x, dic. 2022: 1.6x y mar. 2023: 1.6). 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-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Mar-23
Valor de Oblig. Garantiz. (S/ MM)	588	632	684	626	619
Ratio Cobertura Oblig. Garantiz.	2.0	1.6	1.5	1.6	1.6
Covenant Bonos	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

(\*) Con respecto a 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/ 989 MM a dic. 2022) cubriría en 1.6x el saldo de los Bonos en circulación y el préstamo sindicado del BCP y Banco Santander.

Inversión inmobiliaria					
(en millones de S/)	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Mar-23
Parcela B	1,170	1,025	1,017	989	990
Parcela C	41	25	11	14	13
Parcela F y otras*	300	295	237	189	190
<b>Total</b>	<b>1,511</b>	<b>1,344</b>	<b>1,264</b>	<b>1,192</b>	<b>1,193</b>

(\*) 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 solo 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, solo 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 coyuntura generada por el COVID-19 e incluyendo el préstamo sindicado con Banco de Crédito y Santander, 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 2023 sería de 1.5x para los próximos 8 años, siendo la cobertura mínima de 1.0x en el 2026. No obstante, teniendo en cuenta las amplias coberturas proyectadas entre 2023 y 2025, y que los bonos se empiezan a amortizar en el 2026, la Clasificadora esperaba 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.

De este modo, 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	3.76	3.81	3.99	3.62	3.31	3.37
(Cifras en miles de Soles)	----- Con NIIF 16 -----					-- Sin NIIF 16 --
	12M Mar-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA *	209,636	202,032	175,184	116,412	207,609	182,502
Mg. EBITDA	61.8%	61.5%	64.8%	57.5%	60.6%	54.9%
FCF / Ingresos	0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.0
ROE (Promedio)	-0.6%	1.7%	-4.3%	-15.3%	7.7%	10.8%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA / Gastos Financieros Totales	2.6	2.5	2.2	1.6	3.3	5.2
EBITDA / Servicio de deuda	2.3	2.4	1.8	1.8	4.4	3.5
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	1.9	1.7	1.4	0.3	0.6	0.9
(FCF + Gastos Fin. + Caja e Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	3.0	2.6	2.3	0.9	2.0	3.9
CFO / Inversión en Activo Fijo e Inmobiliarias	26.7	26.1	21.0	4.2	3.4	4.8
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>						
Deuda Financiera / Capitalización	50.5%	52.0%	53.0%	50.4%	44.0%	36.3%
Deuda Fin. Ajustada / Capitalización Ajustada	60.4%	61.7%	63.3%	60.0%	53.6%	44.8%
Deuda Fin. Ajustada / EBITDA	4.6	4.8	6.3	8.6	4.5	3.8
Deuda Fin. Ajustada Neta / EBITDA	4.1	4.4	5.8	8.3	4.1	3.0
Costo de financiamiento estimado	8.2%	8.0%	7.4%	7.2%	6.9%	7.4%
Deuda financiera CP / Deuda Financiera	5.7%	4.4%	6.0%	2.6%	1.3%	3.4%
<b>Balance</b>						
Activos totales	1,970,727	1,931,977	2,083,115	2,034,233	2,201,170	1,790,301
Caja e inversiones corrientes	105,866	79,549	84,672	38,319	66,242	155,151
Deuda financiera Corto Plazo	36,458	28,768	43,182	17,741	8,405	16,668
Deuda financiera Largo Plazo	607,190	625,157	676,843	661,575	619,661	473,471
Deuda Financiera	643,648	653,925	720,025	679,316	628,066	490,139
Pasivos por Arrendamiento **	320,339	319,058	381,829	322,598	295,912	206,577
Deuda Fin. Ajustada (= Deuda Fin. + Pasivos por Arrend.)	963,987	972,983	1,101,854	1,001,914	923,978	696,716
Patrimonio neto (sin Interés Minoritario)	631,266	604,705	639,143	667,381	798,484	859,571
Capitalización	1,274,914	1,258,630	1,359,168	1,346,697	1,426,550	1,349,710
Capitalización Ajustada	1,595,253	1,577,688	1,740,997	1,669,295	1,722,462	1,556,287
<b>Flujo de caja</b>						
<b>Flujo de caja operativo (CFO)</b>	<b>142,005</b>	<b>131,782</b>	<b>84,433</b>	<b>35,637</b>	<b>117,970</b>	<b>108,548</b>
Inversiones en Activo fijo e Inmobiliarias	(5,323)	(5,055)	(4,014)	(8,506)	(35,163)	(22,823)
Dividendos comunes	(21,531)	(40,165)	-	(51,958)	(92,037)	(72,666)
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>115,151</b>	<b>86,562</b>	<b>80,419</b>	<b>(24,827)</b>	<b>(9,230)</b>	<b>13,059</b>
Ventas de activo fijo	-	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	(11,365)	(25,580)	26,023	(8,924)	(193,220)	2,595
Variación neta de deuda	(34,837)	(40,249)	(11,301)	9,873	147,339	14,315
Variación neta de capital	-	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	(22,295)	(21,914)	(20,224)	(22,824)	(12,746)	-
<b>Variación de caja</b>	<b>46,654</b>	<b>(1,181)</b>	<b>74,917</b>	<b>(46,702)</b>	<b>(67,857)</b>	<b>29,969</b>
<b>Resultados</b>						
Ingresos	339,008	328,561	270,384	202,453	342,667	332,364
Variación de Ventas	3.2%	2.15%	33.6%	-40.9%	3.1%	4.4%
Utilidad operativa (EBIT)	205,619	198,242	171,119	111,132	201,726	179,665
Gastos Financieros	53,847	54,893	52,094	47,265	38,686	35,195
Gastos Financieros por Arrendamiento	26,218	24,588	25,781	24,174	24,993	n.d.
Gastos Fin. Totales (= G.Fin. + G. Fin. Arrend.)	80,065	79,481	77,875	71,439	63,679	35,195
Gastos Operativos por Arrendamiento	1,642	1,392	1,080	1,337	1,595	29,511
Arrendamientos Devengados	n.d.	41,839	40,954	34,010	32,434	29,511
Resultado neto	(3,964)	10,464	(28,238)	(112,315)	64,120	91,888

\* 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.) + D&A

\*\* 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

Arrendamientos Devengados: A 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 4200 – Santiago de Surco – Lima
RUC:	20306841506
Teléfono:	(01) 716 2000

### Relación de directores\*

Carlos Enrique Palacios Rey	Presidente del Directorio
Margaret Grace Burns Olivares	Directora Independiente
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 Corporativo de Gestión Humana

### Relación de accionistas (según derecho a voto) \*

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

(\*) Nota: Información a diciembre 2022

## 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>Positiva</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.