

Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A. (AJPSC)

Fundamentos

Las clasificaciones de riesgo de los Bonos Corporativos Jockey Plaza y la perspectiva asignada se fundamentan 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 aumentado gradualmente hasta que, desde marzo 2022 los malls pudieron operar con un aforo del 100%, favoreciendo a la recuperación del sector.

El posicionamiento del Centro Comercial. El Jockey Plaza Shopping Center (JPSC o el Centro Comercial) cuenta con alrededor de 170,500 m² de área total arrendable (ABL), un alto flujo de visitantes (aprox. 2.0 MM de visitantes en promedio al mes), 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.

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. No obstante, 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 se observó un menor ritmo de crecimiento (+2.7%).

De otro lado, en el 2023 el PBI se contrajo un 0.6%. Entre los factores que explicaron dicha contracción figuran la disminución de la inversión privada y la desaceleración del consumo privado. No obstante, según proyecciones del BCRP, para el 2024 y 2025 se esperaría un crecimiento del PBI de 3.0% en ambos años, mientras que el consumo privado crecería en 2.7% y 2.8%, respectivamente.

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 Paris (Cencosud) y Divercity del mercado peruano, la vacancia a diciembre 2020 llegó a 6.5% y 9.0% a fines del 2022.

No obstante, a diciembre 2023 se observó una mejora y la vacancia total disminuyó a 3.8% (0.8% sin considerar el efecto de Cencosud y Divercity). 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 continúe disminuyendo gradualmente en los siguientes trimestres.

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

Con información financiera auditada a diciembre 2023 y no auditada a marzo 2024.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 24/05/2024 y 28/11/2023.

Perspectiva

Estable

Indicadores Financieros

Millones de Soles	12M Mar-24	Dic-23	Dic-22
Ingresos	346	345	329
EBITDA*	217	216	202
Mg. EBITDA	62.8%	62.4%	61.5%
Flujo de Caja Operativo	66	68	136
Deuda Financiera	630	631	654
Deuda Fin. Ajustada**	960	954	973
D. Fin. Aj./EBITDA	4.4x	4.4x	4.8x
D. Fin. Aj. Neta/EBITDA	4.0x	4.1x	4.4x
EBITDA/Gastos Fin. Tot.	2.5x	2.6x	2.5x

(*) 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 A&A

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

Sergio Castro Deza
sergiocastro@aai.com.pe

T. (511) 444 5588

AJPSC 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.

Evolución de los 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. 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.

Por su parte, en el 2023 los ingresos totales se incrementaron un 5.1% respecto al 2022, observándose una normalización en las tasas de crecimiento.

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 (U12M) a marzo 2024 de AJPSC fue 4.0x (4.1x a dic. 2023, 4.4x a dic. 2022 y 4.1x a dic. 2019). La Clasificadora esperaría que, para los siguientes semestres, la mayor generación de EBITDA permita que AJPSC continúe disminuyendo gradualmente sus niveles de apalancamiento.

Cobertura del servicio de deuda. La Clasificadora evaluó distintos escenarios, considerando la actual coyuntura económica y política, e incluyendo el préstamo sindicado que tiene AJPSC cuyo saldo a marzo 2024 era de US\$25.6 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 2024 de 1.4x para los próximos 7 años, siendo la cobertura mínima de 0.9x en el 2026. Sin embargo, teniendo en cuenta las amplias coberturas proyectadas entre 2024 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. A la fecha, AJPSC cuenta con US\$20 MM en inversiones y la compañía esperaría que al 2026 llegue a alrededor de US\$35 MM.

Cabe señalar que, a diciembre 2023 y marzo 2024 el valor contable de la Parcela B (S/ 873 MM) cubría en 1.5x el saldo en circulación de las obligaciones garantizadas (bonos corporativos + préstamo sindicado).

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.

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

Un aumento sostenido en los ingresos por rentas y/o márgenes que favorezcan la generación de flujos y que permitan aumentar las coberturas del servicio de deuda y reducir el apalancamiento ajustado, entre otros, 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 2023 contaba con un área arrendable de aproximadamente 170,500 m².

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 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 m². Del mismo modo, al cierre del 2022, se inauguraron los locales de TaiLoy con 500 m² y Natura.

En el 2023, se sumaron 70 nuevas marcas al centro comercial, como Rosa Mezcal, Viajes Falabella y PC Factory, entre otras. Asimismo, se registró el crecimiento de Puma e iShop. Además, se logró la consolidación de la nueva Torre Centro Financiero en el espacio que ocupaba el ex edificio Paris, con la mudanza de los nuevos conceptos de agencias de los bancos más importantes del país en el 1er nivel; en el 2do nivel se incorporó la tienda Crisol con un local de 250 m²; y, en el 3er nivel se incorporó Happyland con un área de 3,500 m².

Con respecto al espacio dejado por Divercity, se ha negociado con diversos operadores regionales de categorías que demandan grandes superficies para operar

Expansión del Jockey Plaza Shopping Center

1997	Se abre la primera tienda Saga Falabella construida en el Peru Se abre la primera tienda Ripley en el Perú
1999	Se construye el Bowling y la zona de restaurantes
2000	Se realiza la primera extensión de la Nave Central (Plaza Cielo)
2007	Se inaugura Jockey Salud
2009	Se inaugura Jockey Kids
2010	Se abre la primera etapa del Boulevard
2011	Ingresan Sodimac, Tottus y Divercity
2012	Se amplía la tienda Saga Falabella y se inaugura el Centro Financiero Se inaugura la segunda etapa del Boulevard
2013	Se inaugura la tercera etapa del Boulevard Se inaugura Oechsle
2015	Se abre H&M y Forever 21
2016	Inauguración de Barrio Jockey y tienda Paris; remodelación 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.
2023	Ingreso de 70 nuevas marcas. Expansión de Happyland. Mudanza del Centro Financiero al primer piso del ex Edificio Paris.

Fuente: AJPSC

en este espacio, por lo que se estima que un nuevo arrendatario iniciaría operaciones en el 2024.

Así, a diciembre 2023 el nivel de vacancia total se ubicó en 3.8%. Sin embargo, al aislar el efecto de la vacancia de Cencosud y Divercity, dicho indicador sería 0.8%.

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

	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23
Área Arrendable (m ²)	173,531	173,692	171,311	170,461
Ventas CC (MM S/)*	1,260	1,730	2,225	2,328
Rentas (MM S/)	130	186	225	233
Rentas / Área Arrend. Mensual (S/ x m ²)	63	89	109	114

*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 m². 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 vacunar, 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. En la misma línea, en el 2023 se observó un incremento de 9% en el flujo de visitas con respecto al 2022.

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 m² mediante ampliaciones en base a una estrategia pensada en el cliente interno y externo; ii) la reconversión de m² 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 los 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, 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.

En agosto 2021 los cines reanudaron operaciones luego de permanecer más de un año cerrados, y recién a partir de octubre se autorizó la venta de alimentos y bebidas en dichos establecimientos.

Respecto al aforo máximo permitido, a medida que los contagios fueron disminuyendo y avanzó la vacunación, el Gobierno flexibilizó gradualmente 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 80% en noviembre. No obstante, en diciembre nuevamente el nivel de aforo disminuyó a 40%, 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 *malls* 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 en 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 era menor a lo registrado en periodos prepandemia.

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*. Así, 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 los *malls* se normalizó, 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 redujo desde fines del 2021, en línea con la recuperación del sector.

En términos de vacancia, en el 2020 y 2021 se observó un incremento significativo respecto del 2019, como consecuencia de 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 típicas¹ 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.

Por otro lado, en el 2023, según ACCEP, las ventas totales de los centros comerciales fueron superiores en 2% a las registradas en el 2022. Este incremento es destacable, tomando en cuenta que la economía peruana presentó una recesión, con una contracción del PBI de 0.6%. En la misma línea, ACCEP proyecta que, en el 2024 las ventas de los centros comerciales crezcan un 6%. Además, es importante destacar que, durante el 2023 se inauguraron dos nuevos centros comerciales: Mall Aventura San Juan de Lurigancho con unos 60,000 m² de ABL; y, el Mall Aventura Iquitos con unos 50,000 m² de ABL que, a su vez, demandó una inversión de unos US\$65 MM.

Cabe precisar que, en el 2024 se proyecta que dos centros comerciales inicien operaciones: Eco Plaza Ate, con una inversión de US\$22 MM; y, el Centro Comercial Gastronómico Plaza de los Reyes, con una inversión de US\$15 MM (propuesta de ser 100% solo para oferta gastronómica). Por otro lado, se espera que en el 2025 y 2026 se inauguren 11 centros comerciales, con una inversión total de más de US\$700 MM, dentro de los cuales destaca el *mall* de Cencosud en San Juan de Lurigancho, el cual contará con 100,000 m² de ABL.

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 para 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

En el 2023 los ingresos y el EBITDA de AJPSC aumentaron un 5.1% y 6.7% con respecto al 2022, siendo ligeramente mayores a los del 2019 (año prepandemia), en línea con la recuperación del sector.

Históricamente, los ingresos de AJPSC han mostrado una tendencia creciente en los años previos a la pandemia,

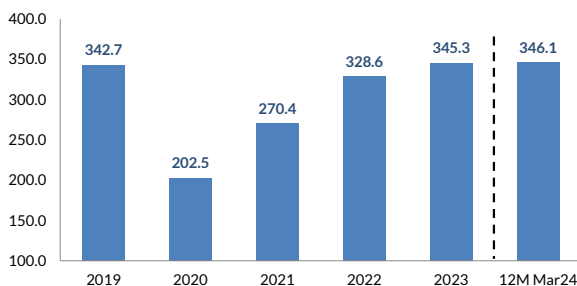
¹ No incluye tiendas ancla, patio de comidas o módulos.

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 se redujeron de manera significativa (-40.9% vs. 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 (+33.6%), en línea con la flexibilización gradual de las medidas restrictivas dispuestas por el Gobierno. Además, en el 2022 los ingresos crecieron un 21.5%, como consecuencia de la eliminación de las restricciones por la crisis sanitaria, lo que permitió a los malls operar con normalidad.

Por su parte, en el 2023 los ingresos totales llegaron a S/ 345.3 MM, 5.1% por encima de los registrados en el 2022. Esto se debió especialmente a mayores ingresos por arrendamientos de locales, una mayor recuperación de gastos comunes, energía, agua y a mayores ingresos por la administración de la playa de estacionamiento.

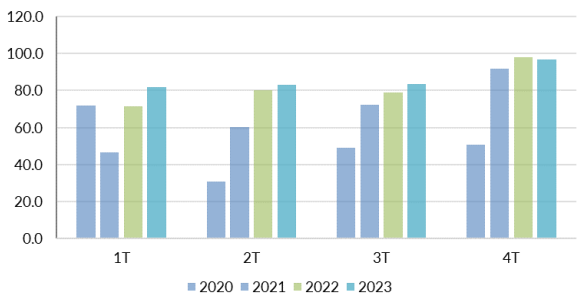
Evolución de Ingresos (S/ MM) - AJPSC



Fuente: AJPSC

Asimismo, es importante resaltar que los ingresos en el 2023 superaron en 0.8% los ingresos del 2019.

Evolución trimestral de ingresos (S/ MM)



Fuente: AJPSC

En detalle, del total de los ingresos de AJPSC en el 2023, el 67% fue explicado por las rentas de locales a terceros y la diferencia por varios conceptos como recuperación de gastos comunes, energía y agua (21%) 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 2023, alrededor del 87% correspondió a arriendos fijos y solo el 13% 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.

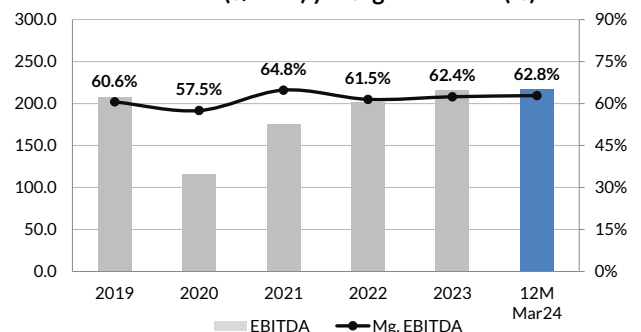
Así, en el 2023, los costos y gastos operativos (sin incluir cambios en el valor razonable de activos por derecho de uso y de propiedades de inversión) llegaron a S/ 134.1 MM, siendo mayores a los S/ 130.3 MM registrados en el 2022, debido a la mayor actividad comercial; pero inferiores a los S/140.9 MM del 2019 (periodo pre-pandemia). Este incremento en los costos y gastos operativos con respecto al 2022 se debió, especialmente, a un aumento en gastos comunes y fondo de promoción, los cuales involucran a energía y agua, en línea con el alza en el costo de estos servicios en el país.

Así, en el 2023, el EBITDA (no incluye Otros ingresos y egresos, ni Cambios en valor raz. de activos por der. de uso ni de propiedades de inv.) alcanzó los S/ 215.6 MM (+6.7% vs. 2022). En la misma línea, el margen EBITDA se incrementó a 62.4% (61.5% a dic. 2022).

Por su parte, en los U12M a marzo 2024 el EBITDA fue S/ 217.5 MM y el margen EBITDA 62.8%.

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 considerar 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/ 42.2 MM para el 2023). 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 el 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 0.2%. 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 9.0% a fines del 2022, disminuyendo a 3.8% al cierre del 2023. Teniendo en cuenta las estrategias que viene aplicando AJPSC y la normalización del sector, la Clasificadora esperaría que la vacancia continúe disminuyendo gradualmente en los próximos trimestres.

Por su parte, en el 2023 los gastos financieros totales ascendieron a S/ 84.5 MM, siendo mayores a los S/ 79.5 MM del 2022. Al respecto, dada la aplicación de la NIIF-16, estos gastos también incluían los gastos financieros por pasivos por arrendamientos por S/ 29.2 MM (S/ 24.6 MM en el 2022).

Así, el indicador de cobertura de EBITDA / Gastos Financieros Totales se ubicó en 2.6x, similar al observado al cierre del 2022. De esta forma, el incremento del EBITDA permitió compensar el aumento de los gastos financieros totales. Por su parte, en los U12M a marzo 2024 la cobertura fue 2.5x.

Cabe indicar que, dado que la mayor parte de la deuda financiera estaba denominada en dólares, ante la apreciación de la moneda local en el 2023 se obtuvo una ganancia por diferencia en cambio neta por S/ 18.1 MM (S/ 34.0 MM en el 2022).

Así, en el 2023, debido a los mayores ingresos, los menores cambios registrados en el valor razonable y el no registro de un gasto extraordinario por deterioro de inversión en subsidiaria, entre otros, AJPSC registró una utilidad neta de S/ 42.6 MM (S/ 10.5 MM en el 2022 y S/ 64.1 MM en el 2019).

Por otro lado, en el 2023 se registró un Flujo de Caja Operativo (CFO) de S/ 67.9 MM, por debajo de los S/ 135.9 MM registrados en el 2022. Por su parte, si al CFO se le deducen las Inversiones en Activo Fijo e Inmobiliarias por S/ 10.5 MM y Dividendos pagados por S/ 26.5 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) positivo de S/ 30.9 MM (S/ 90.8 MM en el 2022). Así, el FCF y la disminución de caja en S/ 20.8 MM, entre otros, permitieron financiar los préstamos otorgados a relacionadas y el pago de pasivos por arrendamiento.

Estructura de Capital - AJPSC

La mayor generación y el menor saldo de deuda permitieron disminuir el ratio de Deuda Financiera Ajustada Neta / EBITDA, pasando, de 4.4x a fines del 2022, a 4.1x a diciembre 2023.

A diciembre 2023 la deuda financiera de AJPSC llegó a S/ 631.1 MM (S/ 653.9 MM a dic. 2022), cuya reducción respecto al cierre del año anterior se debió especialmente a la disminución de los préstamos bancarios.

En detalle, la deuda financiera estaba conformada principalmente por: i) bonos corporativos por el equivalente a S/ 493.5 MM; y, ii) un préstamo sindicado del BCP y Banco Santander, por el equivalente a unos S/ 103.0 MM.

Por su parte, a marzo 2024 la deuda financiera se ubicó en S/ 629.7 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. En junio 2022 dicho préstamo fue reperfilado por US\$40.0 MM y en setiembre 2022 AJPSC realizó un prepago voluntario por US\$8.0 MM. A marzo 2024 el saldo en circulación del sindicado era US\$25.6 MM.

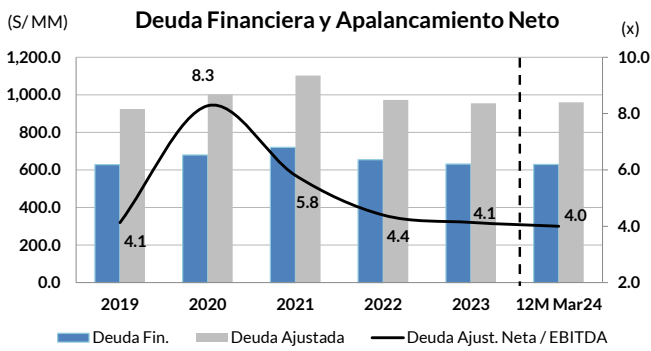
En cuanto a los bonos, cabe mencionar que estos se colocaron en tres emisiones, la Primera por US\$97.4 MM, la Segunda por S/ 32.0 MM y la Tercera por S/ 100.0 MM. Las primeras dos emisiones vencen en el 2030, mientras que la tercera vence en el 2031. Así, con los bonos se logró ampliar el *duration* 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 2023 la Empresa registró Pasivos por Arrendamiento por S/ 323.3 MM (S/ 319.1 MM al cierre del 2022).

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 2023 la Deuda Financiera Ajustada (DFA = Deuda Fin. + Pasivos por Arrendamiento) fue S/ 954.5 MM (S/ 973.0 MM a dic. 2022).

Si consideramos el apalancamiento con respecto a la Deuda Financiera Ajustada Neta (DFAN), el ratio DFAN / EBITDA fue 4.1x a diciembre 2023 (4.4x a dic. 2022), siendo similar a lo observado al cierre del 2019.



* A partir del 2019: Deuda Ajustada = Deuda Finan. + 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.

A marzo 2024 la Capitalización Ajustada se ubicó en 60.0% (60.7% a dic. 2023 y 61.7% a dic. 2022), debido a la reducción de la deuda financiera, donde la deuda incluye el préstamo bancario para financiar la adquisición del mall Boulevard Asia. Si bien hubo una disminución, el indicador continuaba siendo mayor al observado a fines del 2019 (53.6%).

Por su parte, en Junta General de Accionistas realizadas en enero, junio, setiembre y diciembre 2023, y marzo 2024, se acordó repartir dividendos por el equivalente a unos S/ 3.9 MM, S/ 11.0 MM, S/ 5.7 MM, S/ 7.5 MM y S/ 7.6 MM, respectivamente, 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 - Mar-2024

Emisión	Fecha Emisión	Monto emitido (MM)	Tasa	Plazo (años)	Periodo Gracia (años)	Vcto.	Saldo expresado en S/ MM
1ra	Dic-15	US\$97.36	7.09375%	15	10	Dic-30	362.27
2da	Dic-15	S/ 32.00	9.15625%	15	10	Dic-30	32.00
3ra	Jul-16	S/ 100.00	7.75000%	15	10	Jul-31	100.00

Fuente: AJPSC

La Primera Emisión y Segunda Emisión de Bonos fueron realizadas en diciembre 2015 y los recursos obtenidos fueron usados 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. Así, 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 2023 La Fiduciaria registró activos por S/ 28.1 MM (S/ 26.7 MM a dic. 2022), pasivos por S/ 6.3 MM (S/ 5.8 MM a dic. 2022) y un patrimonio neto de S/ 21.8 MM (S/ 20.9 MM a dic. 2022). Asimismo, en el 2023, tuvo una utilidad neta de S/ 17.1 MM, siendo mayor a la registrada en el 2022 (S/ 16.7 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.

Así, 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 a dic. 2022: 2.9x, dic. 2023: 3.4x y mar. 2024: 3.2x).
- Deuda Financiera / Patrimonio menor a 1.6x (real a dic. 2022: 1.1x, dic. 2023: 1.0x y mar. 2024: 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. 2022: 1.6x, dic. 2023: 1.5x y mar. 2024: 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 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	Dic-23	Mar-24
Valor de Oblig. Garantiz. (S/MM)	588	632	684	626	596	590
Ratio Cobertura Oblig. Garantiz.	2.0	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5
Covenant Bonos	1.2	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 riesgos de construcción y abandono) y *capex* de mantenimiento.

Por su parte, el valor contable de la Propiedad de Inversión de la Parcela B (S/ 873 MM a dic. 2023 y mar. 2024) cubriría en 1.5x el saldo de los Bonos en circulación y el préstamo sindicado del BCP y Banco Santander.

(en millones de S/)	Inversión Inmobiliaria					
	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Mar-24
Parcela B	1,170	1,025	1,017	989	873	873
Parcela C	41	25	11	14	8	8
Parcela F y otras*	300	295	237	189	250	250
Total	1,511	1,344	1,264	1,192	1,131	1,131

(*) 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 esperaba que la posible adquisición de nueva deuda en el futuro estuviese asociada a incrementos en los niveles de generación.

Por otro lado, considerando la coyuntura económica y política actual 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 2024 sería de 1.4x para los próximos 7 años, siendo la cobertura mínima de 0.9x en el 2026. No obstante, teniendo en cuenta las amplias coberturas proyectadas entre 2024 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 de AJPSC, 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 Periodo	3.72	3.71	3.81	3.99	3.62	3.31	3.37
(Cifras en miles de Soles)	----- Con NIIF 16 -----						-- Sin NIIF 16 --
	12M Mar-24	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Rentabilidad							
EBITDA *	217,483	215,565	202,032	175,184	116,412	207,609	182,502
Mg. EBITDA	62.8%	62.4%	61.5%	64.8%	57.5%	60.6%	54.9%
FCF / Ingresos	0.1	0.1	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.0
ROE (Promedio)	6.5%	7.0%	1.7%	-4.3%	-15.3%	7.7%	10.8%
Cobertura							
EBITDA / Gastos Financieros Totales	2.5	2.6	2.5	2.2	1.6	3.3	5.2
EBITDA / Servicio de deuda	1.3	1.3	1.6	1.2	1.1	2.4	n.d.
(FCF + Gastos Fin. Totales) / Servicio de deuda	0.6	0.7	1.4	1.1	0.4	0.6	n.d.
(FCF + Gastos Fin. Tot.+ Caja e Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	1.2	1.1	2.1	1.7	0.8	1.4	n.d.
CFO / Inversión en Activo Fijo e Inmobiliarias	5.2	6.5	27.6	21.0	4.2	3.4	4.8
Estructura de capital y endeudamiento							
Deuda Financiera / Capitalización	49.6%	50.5%	52.0%	53.0%	50.4%	44.0%	36.3%
Deuda Fin. Ajustada / Capitalización Ajustada	60.0%	60.7%	61.7%	63.3%	60.0%	53.6%	44.8%
Deuda Fin. Ajustada / EBITDA	4.4	4.4	4.8	6.3	8.6	4.5	3.8
Deuda Fin. Ajustada Neta / EBITDA	4.0	4.1	4.4	5.8	8.3	4.1	3.0
Costo de financiamiento estimado	9.3%	8.6%	8.0%	7.4%	7.2%	6.9%	7.4%
Deuda financiera CP / Deuda Financiera	10.7%	9.5%	4.4%	6.0%	2.6%	1.3%	3.4%
Balance							
Activos totales	1,928,252	1,888,136	1,931,977	2,083,115	2,034,233	2,201,170	1,790,301
Caja e inversiones corrientes	88,934	61,978	83,790	84,672	38,319	66,242	155,151
Deuda financiera Corto Plazo	67,350	59,905	28,768	43,182	17,741	8,405	16,668
Deuda financiera Largo Plazo	562,328	571,208	625,157	676,843	661,575	619,661	473,471
Deuda Financiera	629,678	631,113	653,925	720,025	679,316	628,066	490,139
Pasivos por Arrendamiento Corto Plazo	18,068	17,210	14,527	20,291	14,999	12,699	-
Pasivos por Arrendamiento Largo Plazo	311,927	306,128	304,531	361,538	307,599	283,213	-
Pasivos por Arrendamiento **	329,995	323,338	319,058	381,829	322,598	295,912	206,577
Deuda Fin. Ajustada (= Deuda Fin. + Pasivos por Arrend.)	959,673	954,451	972,983	1,101,854	1,001,914	923,978	696,716
Patrimonio neto (sin Interés Minoritario)	640,631	619,163	604,705	639,143	667,381	798,484	859,571
Capitalización	1,270,309	1,250,276	1,258,630	1,359,168	1,346,697	1,426,550	1,349,710
Capitalización Ajustada	1,600,304	1,573,614	1,577,688	1,740,997	1,669,295	1,722,462	1,556,287
Flujo de caja							
Flujo de caja operativo (CFO)	66,312	67,856	135,893	84,433	35,637	117,970	108,548
Inversiones en Activo fijo e Inmobiliarias	(12,677)	(10,506)	(4,925)	(4,014)	(8,506)	(35,163)	(22,823)
Dividendos comunes	(30,050)	(26,466)	(40,165)	-	(51,958)	(92,037)	(72,666)
Flujo de caja libre (FCF)	23,585	30,884	90,803	80,419	(24,827)	(9,230)	13,059
Ventas de activo fijo	-	-	-	-	-	-	-
Otras inversiones, neto	(16,923)	(24,244)	(25,580)	26,023	(8,924)	(193,220)	2,595
Variación neta de deuda	(8,558)	(9,013)	(40,249)	(11,301)	9,873	147,339	14,315
Variación neta de capital	-	-	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	(18,240)	(18,392)	(21,914)	(20,224)	(22,824)	(12,746)	-
Variación de caja	(20,136)	(20,765)	3,060	74,917	(46,702)	(67,857)	29,969
Resultados							
Ingresos	346,118	345,331	328,561	270,384	202,453	342,667	332,364
Variación de Ventas	0.2%	5.1%	21.5%	33.6%	-40.9%	3.1%	4.4%
Utilidad operativa (EBIT)	213,215	211,201	198,242	171,119	111,132	201,726	179,665
Gastos Financieros	59,253	55,295	54,893	52,094	47,265	38,686	35,195
Gastos Financieros por Arrendamiento	28,498	29,191	24,588	25,781	24,174	24,993	n.d.
Gastos Fin. Totales (= G.Fin. + G. Fin. Arrend.)	87,751	84,486	79,481	77,875	71,439	63,679	35,195
Gastos Operativos por Arrendamiento	n.d.	2,351	1,392	1,080	1,337	1,595	29,511
Arrendamientos Devengados	n.d.	42,235	41,839	40,954	34,010	32,434	29,511
Resultado neto	41,126	42,555	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 Totales + Deuda de Corto Plazo + Pasivos por Arrendamiento 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 2023

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.