

Plaza S.A.

Febrero 2010

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos Tendencia	AA- Estable	Analista Teléfono	Gonzalo Neculmán G. 56-2- 433 5200
Otros Instrumentos	No hay	Fax Correo Electrónico Sitio Web	56-2- 433 5201 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	30 de septiembre de 2009	Tipo de Reseña	Informe Anual

Características Bonos Colocados en Chile						
Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Par (UF) ¹	Fecha Vencimiento
1ª emisión	A	2.000.000	3,00	Semestral	2.000.000	08-05-2014
1ª emisión	C	3.000.000	4,50	Semestral	3.000.000	08-05-2020

Inscripción de la Línea de Bonos en el Registro de Valores N° 583 y 584 con fecha 30 de abril de 2009.

Estado de Resultados Consolidado					
Cifras en Miles de \$ de 2009	2004	2006	2007	2008	Sep 09
Ingreso Operacional			92.017.872	113.595.013	98.981.325
Costo Explotación			-20.949.068	-26.791.462	-25.260.500
Gasto Admin. y Venta			-16.066.611	-16.674.770	-16.928.445
Resultado Operacional			55.002.193	70.128.781	56.792.380
Ebitda			60.238.728	74.937.911	66.071.748
Utilidad Neta			41.123.847	49.530.835	36.224.945

¹ Enero 2010

Balance General Consolidado

Cifras en Miles de \$ de 2009	2004	2005	2006	2007	Sep 09
Activo Circulante			57.775.807	85.119.324	65.478.800
Activo Fijo			418.809.723	660.976.895	731.554.567
Otros Activos			3.498.099	86.420.235	75.479.763
Total Activos			480.083.629	832.516.454	872.513.130
Pasivo Circulante			120.262.777	165.373.222	130.700.008
Pasivo Largo Plazo			217.070.151	351.477.891	402.872.004
Patrimonio			142.750.701	315.655.444	325.176.816
Total Pasivos			480.083.629	832.516.454	872.513.130

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Plaza S.A. (en adelante **Mall Plaza**), es un grupo con casi 20 años de presencia en el mercado, dedicado al desarrollo de Centros Comerciales (*mall*) a través de la construcción y posterior administración de los mismos.

Dentro de su rubro, **Mall Plaza** es actualmente el principal actor a nivel nacional, operando once centros comerciales en el país, de los cuales seis se ubican en la Región Metropolitana. Además cuenta con presencia en Perú a través de la operación de los centros comerciales Aventura Plaza en Trujillo y Callao. Según datos a septiembre de 2009, la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 180 millones, con una superficie arrendable del orden de los 860.000 metros cuadrados. Su deuda financiera asciende a cerca de US\$ 775 millones.

Entre las principales fortalezas de **Mall Plaza**, que sirven de fundamento para la calificación de su solvencia en "Categoría AA-", destacan las características propias del negocio, el cual, una vez que se materializan las inversiones, permite que el flujo de caja operacional de la empresa sea elevado en relación con su nivel de ingresos (durante el año 2009 el Ebitda del emisor representó el 66% de sus ingresos). Junto con lo anterior se debe considerar que la tenencia de once centros comerciales atenúa los efectos del debilitamiento de un punto de venta en particular (salvo en tres de ellos en donde existe una elevada concentración de ebitda), que los arriendos se encuentran mayoritariamente pactados en términos fijos y unidades de fomento (menor sensibilidad a los ciclos económicos) y que, en general, los *mall* presentan una madurez adecuada.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el liderazgo del grupo a nivel nacional en el negocio donde participa, alcanzando a la fecha una cuota de mercado cercana al 34%. Asimismo, se reconoce la experiencia del grupo en el desarrollo de nuevos centros comerciales, en términos de capacidad de análisis de nuevas locaciones, procesos de negociación en compras de terrenos y relación con arrendatarios.

La categoría de riesgo asignada también incorpora como elemento positivo la presencia de Falabella como grupo controlador, entidad que además de presentar solvencia elevada, liderazgo y experiencia en el sector comercial, ha actuado como una de las “tiendas anclas” en los proyectos desarrollados.

Desde otra perspectiva, la clasificación de los títulos de deuda se encuentra contraída por el hecho que la sociedad es intensiva en activo fijo, situación que conlleva a que el crecimiento implique elevados niveles de inversión que, usualmente, son financiados en un porcentaje no menor con endeudamiento. En este sentido, la ejecución de proyectos no exitosos o menos rentables que los existentes podría deteriorar la relación que actualmente existe entre la capacidad de generación de flujos del emisor y sus obligaciones financieras.

El proceso de evaluación también incorpora el alto nivel de competencia en el sector en que se desenvuelve la compañía (los tres principales actores poseen cerca del 75% del mercado), lo que puede generar en el mediano-largo plazo, presiones en el precio de arrendamiento de cada local. Tampoco se puede descartar que el crecimiento del sector genere a futuro una disminución en la demanda de los centros ya existentes y/o pueda provocar un exceso de capacidad instalada en zonas geográficas específicas. Asimismo, cambios en los hábitos de consumo en la población podrían influir en una menor afluencia a los centros comerciales.

Por otra parte, no es ajeno al proceso de clasificación que en el corto plazo la empresa no está sometida a la necesidad de realizar nuevas inversiones de relevancia y que incluso ella misma ha decidido postergar algunos proyectos en consideración al entorno económico.

Adicionalmente, se destaca el proceso de liberación de garantías hipotecarias que llevo a cabo la compañía durante el año 2009, en donde de los 9 *mall* que poseían una deuda hipotecaria (48% de la deuda) solo 3 quedaron en hipoteca (12% de la deuda financiera). Si bien lo anterior es un elemento favorable, con anterioridad el emisor había manifestado su intención de llevar a cabo dicho proceso el cual fue inicialmente considerado por parte de la clasificadora, siendo una condición necesaria para el mantenimiento de la clasificación de riesgo.

La perspectiva de la clasificación se califica “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo, en nuestra opinión, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

A futuro, la clasificación de solvencia de **Mall Plaza** – dado el bajo nivel de riesgo asignado - podría verse favorecida en la medida que el negocio sea abordado con una menor relación entre nivel de deuda, por una lado, y flujos ya consolidados y con mayor grado de diversificación, por otro lado (lo cual reduciría la importancia relativa del riesgo propio de los nuevos proyectos y disminuiría la exposición respecto a los centros más relevantes en cuanto generación de caja).

Asimismo, para la mantención de la clasificación, se hace necesario que la empresa no altere significativamente su endeudamiento relativo y mantenga los niveles de rendimiento en términos de flujo que ha exhibido hasta la fecha.

Definición Categoría de Riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y Fortalezas

Líder en Participación de Mercado: **Mall Plaza** es el principal operador de centros comerciales dentro de Chile con una participación de mercado cercana al 34%, con más de 1.700 locales en arriendo de distintas dimensiones y una afluencia de más de 160 millones de personas al año. Lo anterior, representa una ventaja comparativa para la compañía en diversos ámbitos, entre los que se encuentra la diversificación de ingresos por *mall*. Además, este liderazgo se da dentro de un sector que, comparado con los estándares de países desarrollados, presenta un bajo nivel de penetración.

Composición, Nivel y Estabilidad de los Flujos: Los ingresos de la compañía están determinados fundamentalmente por el arrendamiento de sus espacios comerciales. La fortaleza en el caso de los ingresos viene dada por el alto componente fijo de los mismos (que a la fecha es en torno al 94%), los cuales están establecidos en contratos de arriendo a largo plazo (éstos varían desde un promedio en torno a los cinco años para las tiendas especializadas y hasta un promedio sobre 20 años para las tiendas departamentales) y valorizados en unidades de fomento, lo que permite a la compañía no exponerse a la volatilidad del mercado minorista, sino que más bien estar ligada al crecimiento del país. Asimismo, se observa estabilidad histórica en los flujos del grupo gracias a una alta tasa de ocupación de sus *mall* en conjunto con lo expuesto anteriormente.

Además, dado que el negocio es intensivo en inversión, pero de bajos costos y gastos de explotación, su etapa operativa le permite la generación de excedentes elevados para el pago de sus pasivos, independiente que en el futuro presentare una reducida capacidad de retribuir a su capital

Know How en el Negocio de Centros Comerciales: Dentro del negocio de los centros comerciales, un factor de vital importancia dice relación con la operación del mismo, así como también de la ubicación de cada centro. Dado lo anterior, es una fortaleza relevante para **Mall Plaza** es la extensa trayectoria que poseen desarrollando proyectos de centros comerciales (20 años), alcanzando un conocimiento elevado en cuanto a la operatividad del mismo, ligado a un conocimiento específico en lo que se refiere a negociación de compra de nuevos terrenos, así como la elección de los mismos en base a estudios técnicos enfocados a determinar el flujo que tendrá cada nuevo proyecto a construir. La experiencia de la empresa queda reflejada en el éxito de sus actual *mix* de centros comerciales.

Solvencia del Grupo Controlador: Finalmente, se destaca la solvencia del grupo controlador de **Mall Plaza**, el Grupo Falabella, entidad con capacidad financiera para apoyar futuros requerimientos de capital y con experiencia en el sector comercial (Falabella presenta activos y patrimonios por US\$ 7.540 millones y US\$ 3.123 millones, respectivamente²).

Factores de Riesgo

Riesgo de Crecimiento: Como ya se ha dicho, el negocio inmobiliario es intensivo en inversión, pudiendo un proyecto superar, incluso, los US\$80 millones. La realización de proyectos no exitosos podría implicar una importante caída de los flujos de caja en relación con los niveles de deuda,

² Según datos al 30 de septiembre de 2009

disminuyendo la capacidad de pago de la empresa. En todo caso se reconoce que este elemento está atenuando por la existencia de once centros comerciales (baja la importancia relativa de cada nueva inversión) y por la experiencia del emisor (20 años en el mercado y líder de la industria).

Competencia: En general todos los agentes del mercado están asociados a grupos de importancia en el contexto nacional y con capacidad de acceder a fuentes de financiamientos para apoyar su crecimiento. Entre los grupos de relevancia con presencia en el sector se tiene a Cencosud, Ripley, D&S y Parque Arauco.

Hábitos de Compra de la Población: El éxito de los centros comerciales está dado por la afluencia de público; sin embargo, a futuro, en el mediano o largo plazo, podría haber cambios en las costumbres de los consumidores, privilegiando localizaciones menos concurridas o incrementándose las compras vía internet. En todo caso, se tiene como atenuante que en los últimos años las compras en centros comerciales han ido consistentemente en aumento.

Concentración en la Generación de Caja: No obstante que **Mall Plaza** presenta una diversificación superior al de su competencia específica, en términos absoluto mantiene aún tres centros comerciales que representan más del 50% de su ebitda.

Hechos Recientes

El resultado operacional a septiembre de 2009 alcanza los \$56.792 millones, lo cual implica un aumento de 32,6% en relación a lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Esto se explica por una mejora en los ingresos de explotación del orden del 32%; La relación entre los costos de explotación y los ingresos se mantuvo en 25%.

Por su parte los gastos de administración y ventas alcanzaron a septiembre de 2009 los \$16.928 millones, lo que representa un aumento del 32,3% con respecto al mismo periodo del año anterior. Asimismo, al analizar la relación de los gastos con respecto a los ingresos generados en cada periodo, se observa una mantención en torno a 17%.

Al analizar estos resultados se debe considerar el efecto en éstos de la consolidación de los flujos de Mall Plaza Alameda (apertura en abril de 2008), Mall Plaza Sur (inicio de operaciones en noviembre de 2008) e incorporación -vía adquisición- de Mall Calama en abril de 2009.

En términos de su deuda financiera, **Mall Plaza** mantiene a septiembre de 2009 obligaciones por \$426.942 millones, lo implica un aumento de 0,86% respecto al mismo periodo del año anterior. Por su parte, el Ebitda generado por la compañía a septiembre de 2009 corresponde a \$66.071 millones, lo que significa un aumento de 37,6% en relación a septiembre de 2008. La deuda financiera de la compañía, en relación a su Ebitda es de 6,46 veces, mientras que a septiembre de 2008 esta alcanzaba las 8,86 veces. Lo anterior, a juicio de *Humphreys*, es consistente con el modelo de negocio de **Mall Plaza**, donde el monto de la inversión inicial es alto, pero sus flujos son estables en el tiempo, lo que sumado a un perfil de pago adecuado, permite a la compañía hacer frente de manera holgada a sus obligaciones, incluso en escenarios de alto *stress* económico.

Con fecha 08 de mayo de 2009, **Mall Plaza** colocó un bono por MMUF 5 de, con un *spread* de 1,30%.

Antecedentes Generales

Historia

- En 1990 se inaugura Mall Plaza Vespucio, primer centro comercial del grupo, el cual presentó una innovación significativa en cuanto a su formato. Éste *mall* se convertiría con los años en un modelo a seguir por el resto de los participantes de la industria.
- En 1994 se abre el Mall Plaza Oeste, ubicado en la comuna de Maipú.
- En 1995 Mall Plaza El Trébol, ubicado en la ciudad de Concepción, comienza sus operaciones.
- En 1998 se inauguran dos nuevos centros comerciales: Mall Plaza Tobalaba (ubicado en Puente Alto) y Mall Plaza La Serena.
- En el año 2003 se inaugura Mall Plaza Norte, ubicado en Huechuraba, correspondiente al séptimo centro comercial de la cadena.
- Durante el año 2006 entra en funcionamiento Mall Plaza Antofagasta.
- En el 2007 se inaugura el primer proyecto fuera de Chile, correspondiente a Mall Plaza Aventura, en la ciudad de Trujillo, Perú.
- Durante el año 2008, se inauguran Mall Plaza Alameda y Mall Plaza Sur (San Bernardo).

- En abril del año 2009, se efectúa la compra de Inmobiliaria Mall Calama S.A.

Propiedad

A la fecha, la propiedad de **Mall Plaza** se compone de la siguiente manera:

Accionista	% Propiedad
Desarrollos Inmobiliarios S.A. (filial Falabella)	59,28%
Inversiones Avda Borgoño Ltda.	20,06%
Tissa S.A.	13,71%
Inversiones Amal Ltda.	4,12%
Inversiones Prima Ltda.	7,76%
Otros	0,08%
Total	100,0%

Líneas de Negocio

El negocio de **Mall Plaza** esta fundamentalmente enfocado a la construcción y posterior arriendo de centros comerciales. Para lo anterior, el grupo ha desarrollado una amplia gama de tipos de locales, que ayudan a cubrir las necesidades tanto del público que acude a los centros comerciales así como las necesidades específicas de espacio que requieren sus arrendatarios. Además con la estrategia de desarrollo de locales innovadores, logran diversificar los ingresos por distintos rubros así como también atomizar el número de arrendatarios. A continuación se presenta la distribución por tipo de local que posee **Plaza S.A.** a febrero de 2010:

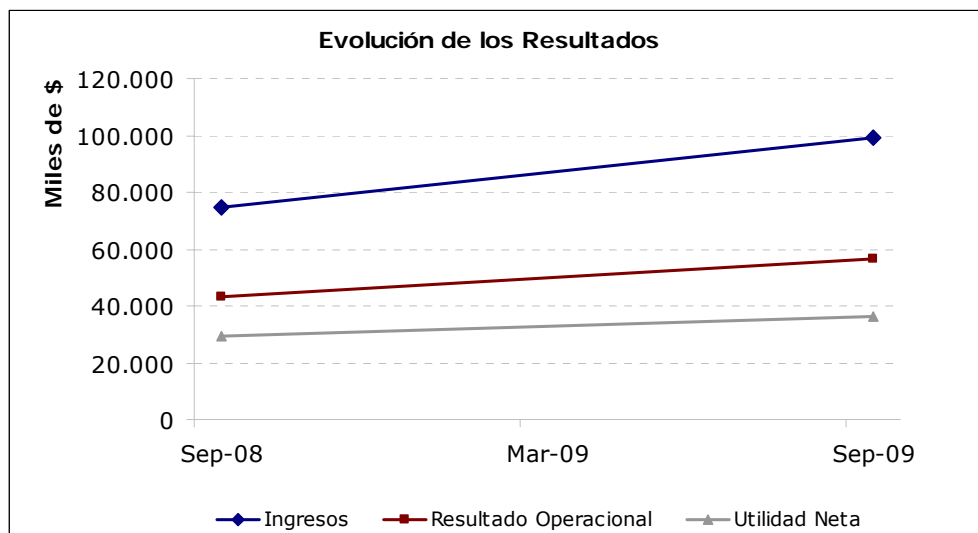
Tipo de Negocio	Chile	Perú
Tiendas Departamentales	29	4
Tiendas Especializadas	1.163	123
Bulevares de Servicios y Financieros	310	32
Restaurantes Patios de Comida	138	18
Autoplaza (7 centros)	141	
Salas de Cine	77	6
Restaurantes Patios de Comida (incluidas	50	7

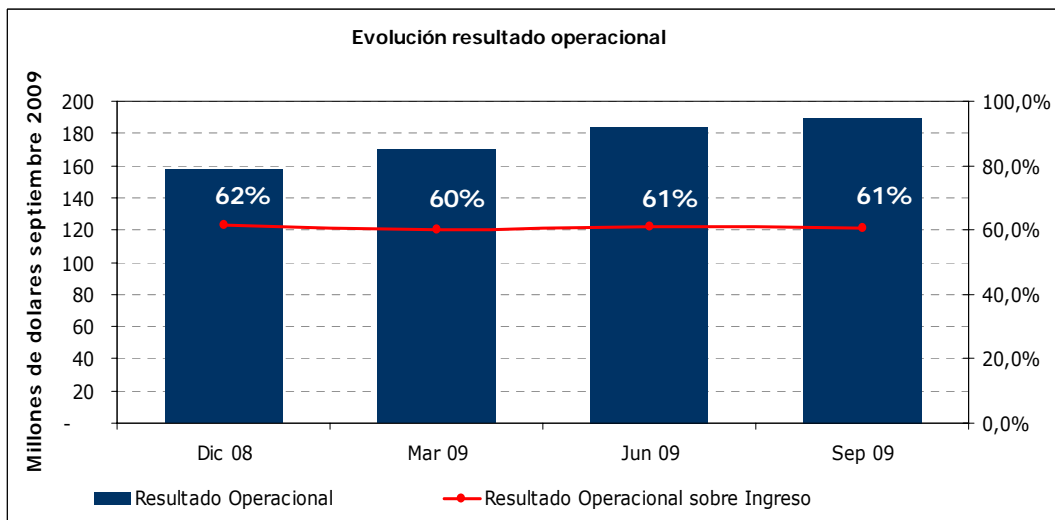
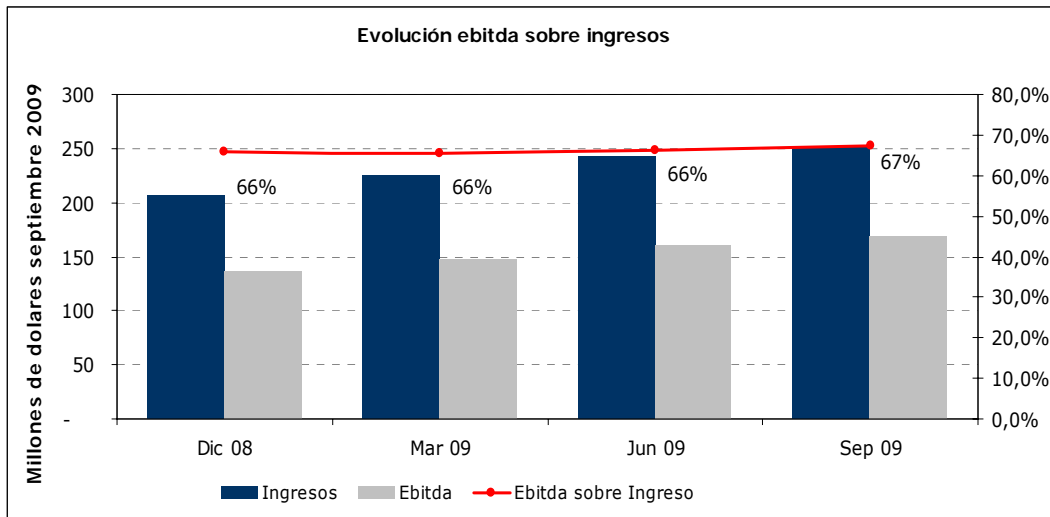
las terrazas)		
Zonas de Juegos	11	2
Centros Médicos	7	
Hipermercados	8	2
Biblioteca Publica	10	
Gimnasios	6	
Centros de Educación Superior	3	
Salas de Exposiciones	3	
Homecenter	4	2

Análisis Financiero

Ingresos, Resultado Operacional y Ebitda

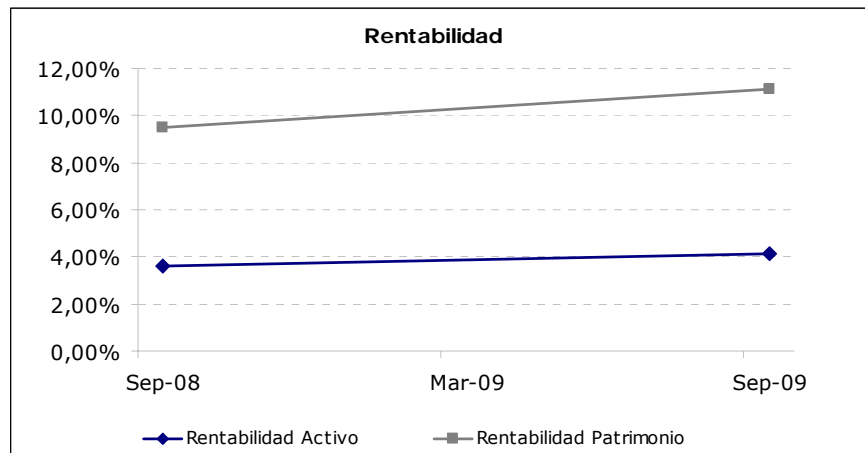
Los ingresos de explotación muestran un crecimiento explicado principalmente por la apertura de nuevos locales y la consolidación de Mall Plaza vespucio. En relación a la relación al Ebitda y resultado operacional, se pueden observar leves cambios, los cuales no son significativamente relevantes en relación a los resultados de diciembre de 2008 fecha en que se dio la primera clasificación). Lo anterior se encuentra plasmado en los gráficos siguientes.





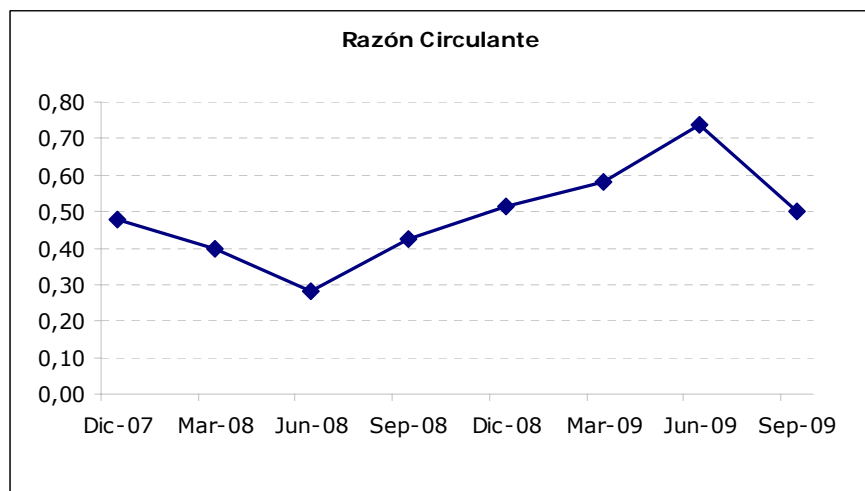
Rentabilidad

Según la información obtenida por la Clasificadora, se pueden observar aumento en la rentabilidad de **Mall Plaza** desde septiembre de 2008 a septiembre de 2009, producto del aumento de la utilidad real de la compañía (23,6%), en mayor relación al aumento en los activos y al patrimonio de la sociedad. El aumento en la rentabilidad se debe principalmente a la entrada de Mall Plaza Sur a los resultados.



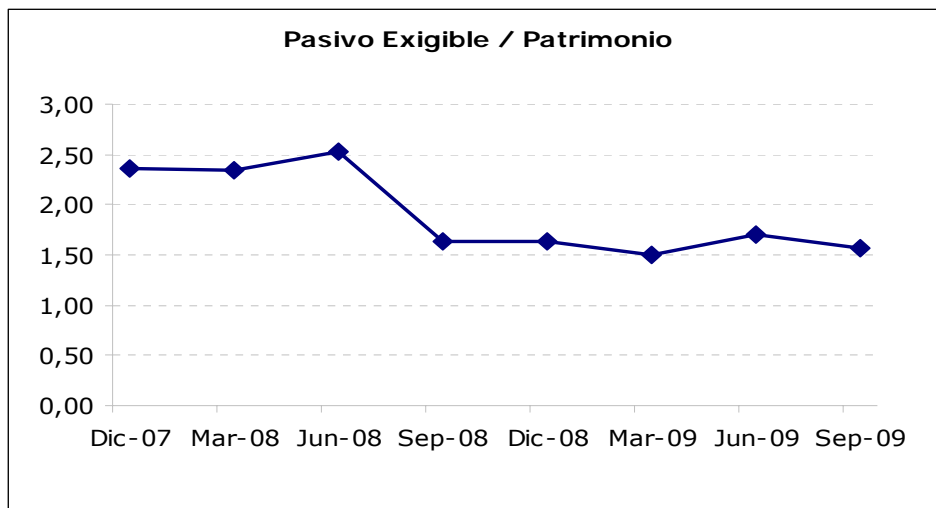
Liquidez

Desde diciembre de 2007, la compañía presenta niveles de liquidez bajo 1, con variaciones importantes en algunos periodos. Esta baja liquidez se da por el modelo de negocios, en el cual las necesidades de recursos líquidos es baja, producto que las necesidades de inversión son principalmente a largo plazo.

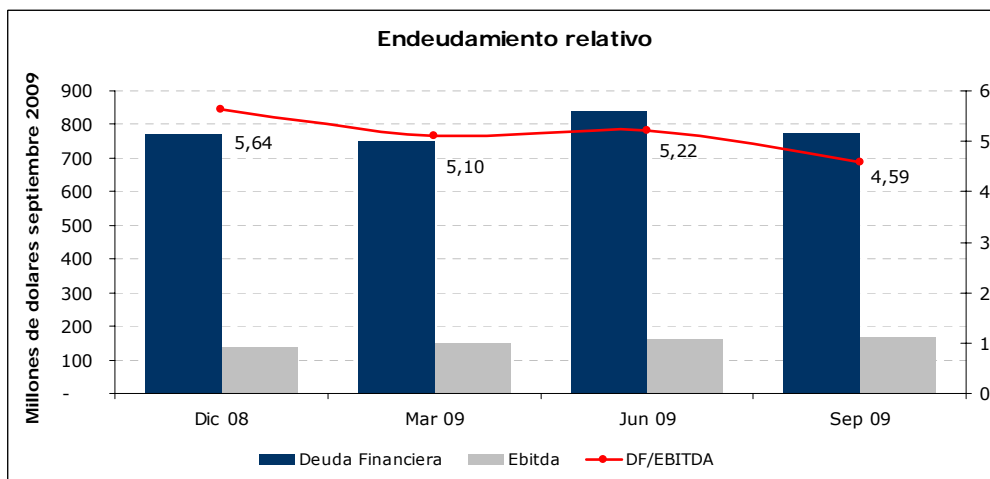


Endeudamiento

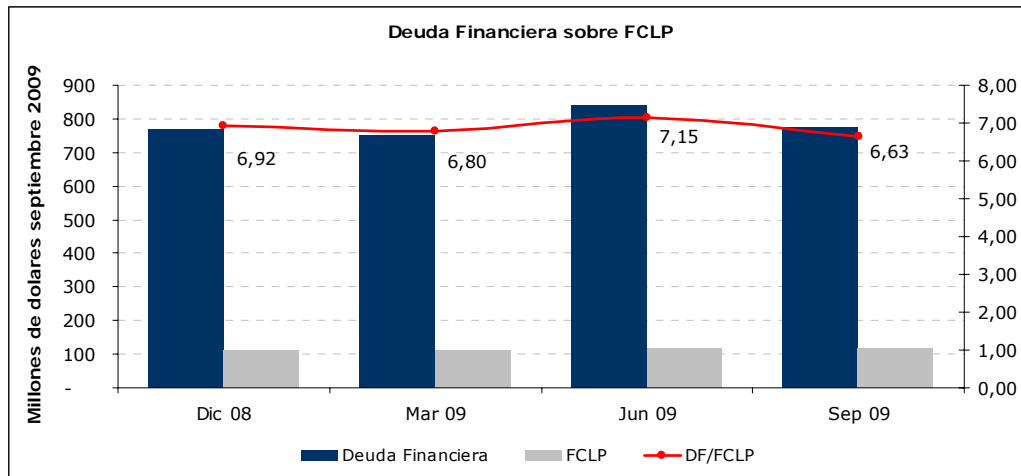
Respecto a los niveles de endeudamiento, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio (endeudamiento total) evidencia una caída importante en septiembre de 2008, explicado principalmente el aumento de patrimonio que presenta la compañía por la consolidación de Mall Plaza Vespucio.



Si observamos los niveles de endeudamiento en relación al *ebitda* y a la deuda financiera de la compañía es posible observar una baja desde diciembre de 2008 de un aproximadamente un 18%, producto por una parte por una baja en la deuda financiera y por otro lado por un aumento real del *ebitda* de la compañía.



Respecto al endeudamiento en relación al flujo de caja de largo plazo se observa una leve mejoría desde diciembre de 2008 a septiembre de 2009, producto principalmente de una baja en la deuda financiera de **Mall Plaza**.



“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”