



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe Anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

## Plaza S.A.

Febrero 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	<b>AA</b> <b>Estable</b>
Otros Instrumentos	<b>No hay</b>
EEFF base	31 de diciembre de 2010

EERR Consolidado IFRS		
M\$ a Diciembre de 2010	Dic-10	Dic-09
Ingresos de actividades ordinarias	125.794.853	114.242.373
Costo de ventas	-21.019.027	-20.874.770
Otros gastos por función	-1.880.628	-148.824
Costos financieros	-16.449.286	-25.574.351
Ganancia	57.702.114	57.138.169

Balance General Consolidado, IFRS		
M\$ a Diciembre de 2010	Dic-10	Dic-09
Activos Corrientes	90.711.786	60.247.525
Activos No Corrientes	1.666.539.470	1.633.694.488
Total Activos	1.757.251.256	1.693.942.013
Pasivos Corrientes	147.402.005	149.234.139
Pasivos No Corrientes	550.121.558	519.620.290
Patrimonio	1.025.308.240	990.995.697

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Plaza S.A.** (Mall **Plaza**) es un grupo con 20 años de experiencia en el desarrollo de centros comerciales a través de la construcción y posterior administración de los mismos. Dentro de su rubro, 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 mall Aventura Plaza en Trujillo y Callao. Según datos a diciembre de 2010, la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 268 millones, con una superficie arrendable del orden de los 855.000 metros cuadrados. Su deuda financiera asciende a cerca de US\$ 980 millones.

El cambio de clasificación de sus títulos de deuda, desde *Categoría AA-* a *Categoría AA*, de debe fundamentalmente a la estabilidad que han presentando los indicadores financieros y la generación de flujo de la compañía, tomando en consideración la crisis económica ocurrida a nivel mundial y nacional durante el año 2008 y 2009, lo que ha dejado de manifiesto que su estructura de ingresos, es en los hechos relativamente inelástica, producto de su política de fijación de tarifas de arrendamiento. Sumado a lo anterior, y en comparación con la primera clasificación que le fue otorgada (*Categoría AA-*), las nuevas emisiones de bonos le han permitido reducir la importancia relativa de los bancos como acreedores (hoy día en 50%) e incrementar el *duration* de los pasivos a niveles consistente con las características de sus activos (generadores de caja de largo plazo).

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. Junto con lo anterior, se debe considerar que la operación de once centros comerciales atenúa los efectos del debilitamiento de un punto de venta en particular, que los arriendos se encuentran mayoritariamente pactados en términos fijos a plazos mayores a cuatro años y en Unidades de Fomento (menor sensibilidad a los ciclos económicos) y que, en general, los *mall* presentan una madurez adecuada.

Complementariamente, la clasificación se ve favorecida por el liderazgo del grupo a nivel nacional en el negocio donde participa. Asimismo, se reconoce su experiencia 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 ve contraída por el hecho de que la sociedad es intensiva en activo fijo, situación que lleva 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 actual 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, lo que puede generar en el mediano-largo plazo presiones en el precio de arrendamiento de cada local. Tampoco se puede descartar que en el mediano largo plazo existan cambios en los hábitos de compra de los consumidores que generen una disminución en la demanda de los centros ya existentes y/o pueda provocar un exceso de capacidad instalada en zonas geográficas específicas. 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.

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 si el negocio es abordado con una menor relación entre nivel de deuda, por un lado, y flujos ya consolidados y con mayor grado de diversificación.

Asimismo, para la mantención de la clasificación es necesario que la empresa mantenga el perfil de deuda de sus créditos, en particular que los vencimientos anuales con plazos superiores a diez años puedan ser cubiertos con la generación de caja anual, incluso suponiendo fuertes disminuciones en el precio de arrendamiento por metro cuadrado.

## Definición de Categorías 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.

## Oportunidades y Fortalezas

**Líder de mercado:** **Mall Plaza** es el principal operador de centros comerciales dentro de Chile, con más de 2.000 locales en arriendo de distintas dimensiones y una afluencia de más de 191 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 91%), los cuales están establecidos en contratos de arriendo a largo plazo (que varían desde un promedio en torno a los cinco años para las tiendas especializadas y hasta 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. Esta fortaleza quedó efectivamente manifestada en la recesión del año 2009, donde la empresa mantuvo su rendimiento.

Además, puesto 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 presente una reducida capacidad de retribuir a su capital

**Alto know how en su mercado:** 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 posee desarrollando proyectos de centros comerciales (20 años), alcanzando un conocimiento elevado en cuanto a la operatividad del mismo, ligado a una experiencia específica 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 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 cerca US\$ 14.066 millones y US\$ 6.200 millones, respectivamente<sup>1</sup>).

<sup>1</sup> Según datos al 31 de diciembre de 2010

## 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, 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 considera que un atenuante es 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 absolutos mantiene aún tres centros comerciales que representan cerca del 50% de su EBITDA.

## Hechos Recientes

Los ingresos ordinarios a diciembre de 2010 alcanzaron los \$ 125.794 millones, lo cual implica un aumento de 10,1% en relación a lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Esto se explica por la incorporación de Plaza Calama y la maduración de los centros comerciales Plaza Sur y Alameda. Los costos de venta alcanzaron los \$ 21.019 millones presentando un aumento de 0,7%, en relación al mismo periodo del año anterior.

Por su parte, los gastos de administración alcanzaron a diciembre de 2010 los \$ 13.150 millones, lo que representa un aumento del 18,5% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Con todo, la compañía alcanzó una ganancia final de \$ 57.702 millones, que se compara positivamente con la ganancia de \$ 57.138 a diciembre de 2009.

En términos de su deuda financiera, Mall **Plaza** mantenía a diciembre de 2010 obligaciones por \$ 459.794. Por su parte, el EBITDA móvil generado por la compañía a la misma fecha correspondía a \$ 122.432 millones. La deuda financiera de la compañía, en relación a su EBITDA móvil es de 3,7 veces. Lo anterior, a juicio de **Humphreys**, es consistente con el modelo de negocio de Mall **Plaza**, rubro inmobiliario, donde el monto de la inversión inicial es elevado, pero reducido en la etapa de operación con flujos 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 26 de octubre de 2010, Mall **Plaza** realizó una segunda colocación con cargo a sus líneas de bonos. Así, se emitieron UF 3 millones con cargo a la línea N° 583 con vencimiento en octubre de 2031, por las que se obtuvo una tasa de colocación de 3,99%, y UF 2 millones con cargo a la línea N° 584 con vencimiento en octubre de 2031, por las que se obtuvo una tasa de colocación de 3,98%. Estos instrumentos fueron colocados con objeto de pagar o prepagar pasivos existentes de la empresa o sus filiales.

## Antecedentes Generales

### Historia

- En 1990 se inauguró Mall Plaza Vespucio, primer centro comercial del grupo, el que presentó una innovación significativa en cuanto a su formato. Este *mall* se convertiría con los años en un modelo a seguir por el resto de los participantes de la industria.
- En 1994 se abrió el Mall Plaza Oeste, ubicado en la comuna de Maipú.
- En 1995 Mall Plaza El Trébol, ubicado en la ciudad de Concepción, comenzó sus operaciones.
- En 1998 se inauguraron dos nuevos centros comerciales: Mall Plaza Tobalaba (ubicado en Puente Alto) y Mall Plaza La Serena.
- En 2003 se inauguró Mall Plaza Norte, ubicado en Huechuraba, correspondiente al séptimo centro comercial de la cadena.
- Durante 2006 entró en funcionamiento Mall Plaza Antofagasta.
- En el 2007 se inauguró el primer proyecto fuera de Chile, correspondiente a Mall Plaza Aventura, en la ciudad de Trujillo, Perú.
- Durante 2008 se inauguran Mall Plaza Alameda y Mall Plaza Sur (San Bernardo).
- En abril de 2009 se efectuó la compra de Inmobiliaria Mall Calama S.A.

### Propiedad

Al 31 de diciembre de 2010 la propiedad de **Mall Plaza** se componía de la siguiente manera:

<b>Accionista</b>	<b>% Propiedad</b>
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.	2,76%
Otros	0,08%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

## Líneas de negocio

El negocio de **Mall Plaza** está 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 la estrategia de desarrollo logra 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** al 2010:

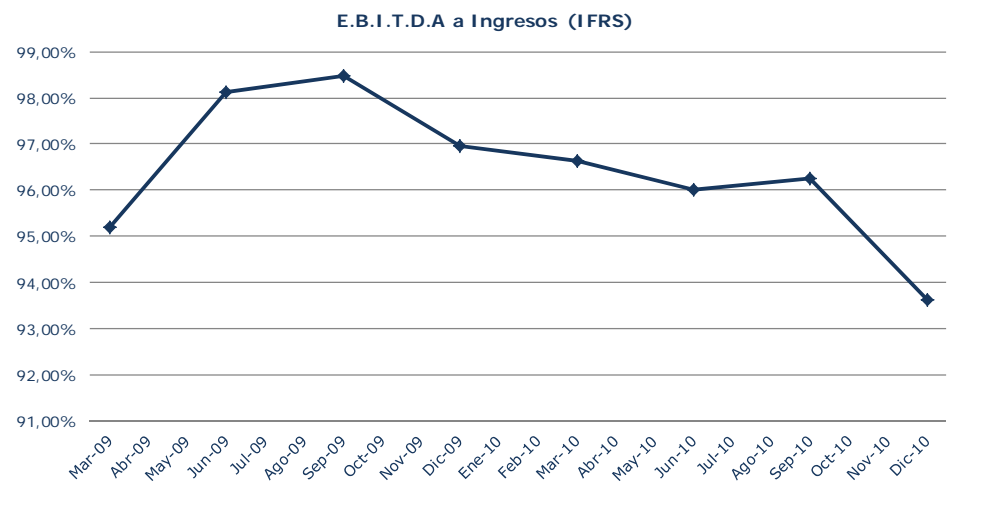
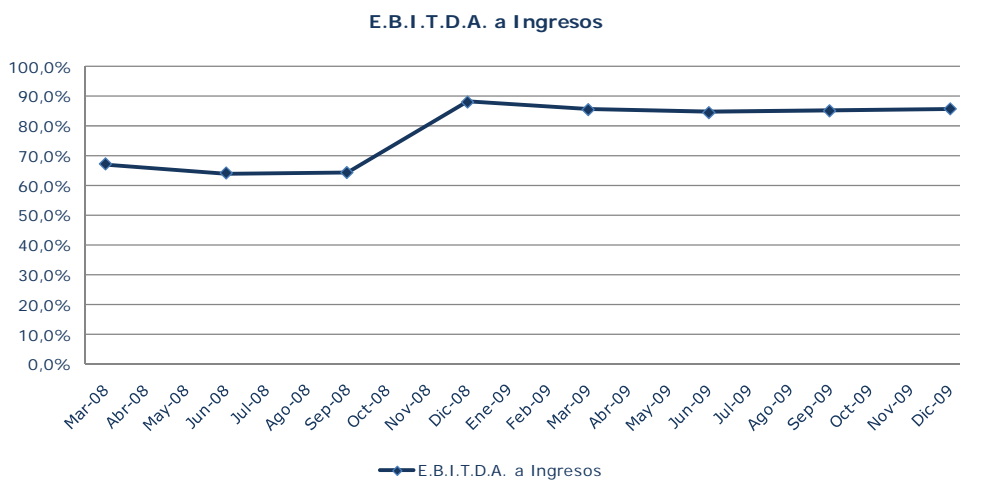
<b>Tipo de Negocio</b>	
Tiendas Departamentales	29
Tiendas Especializadas	1.152
Bulevares de Servicios y Financieros	351
Restaurantes Patios de Comida	171
Autoplaza (7 centros)	130
Salas de Cine	76
Restaurantes	96
Zonas de Juegos	13
Centros Médicos	11
Hipermercados	8
Biblioteca Publica	10
Gimnasios	8
Centros de Educación Superior	6
Salas de Exposiciones	3
Homecenter	6



## Antecedentes Generales

### Ingresos, resultado operacional y EBITDA

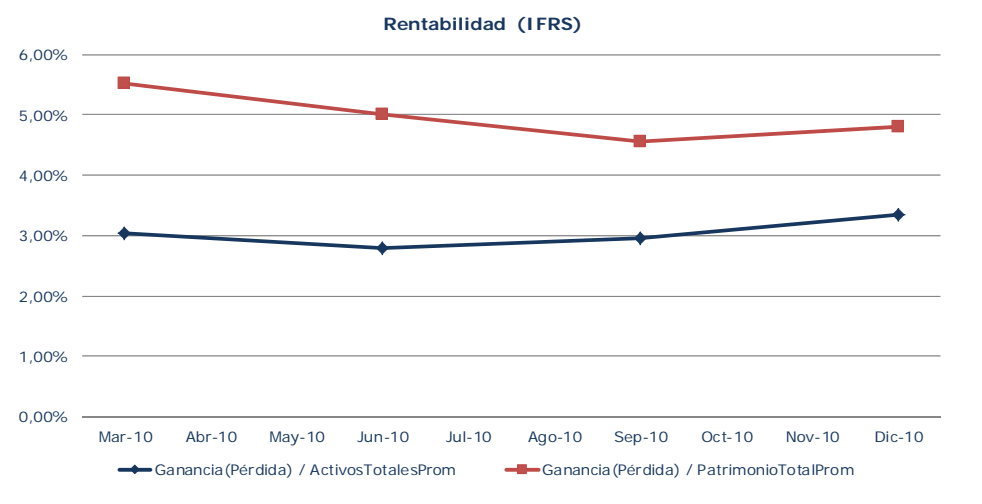
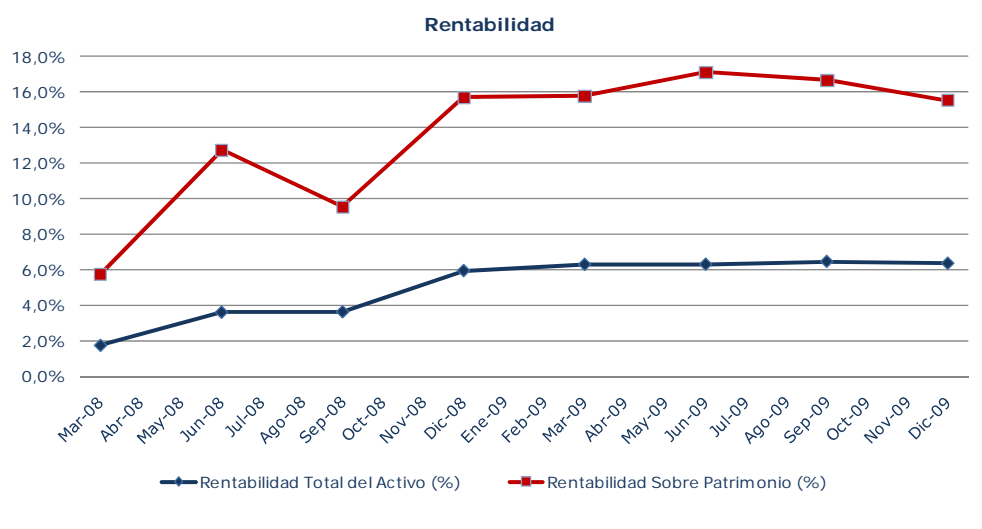
Los ingresos de explotación muestran un crecimiento explicado principalmente por la apertura de nuevos locales y la consolidación de Mall Plaza Vespucio. En cuanto a la relación EBITDA sobre ingresos, se observa de manera persistente una elevada generación de caja de la empresa por unidad de ingreso la cual, según las normas IFRS, se ha situado en torno al 96%.



## Rentabilidad

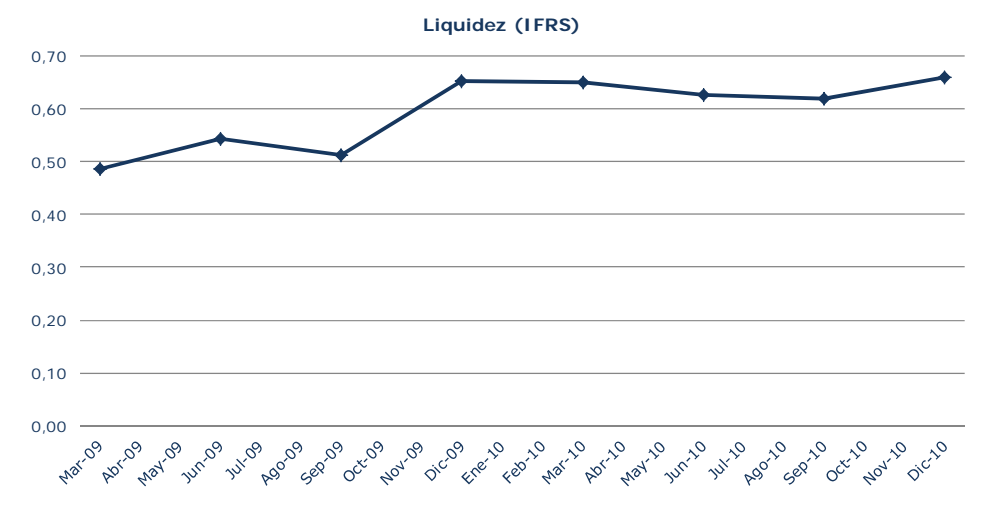
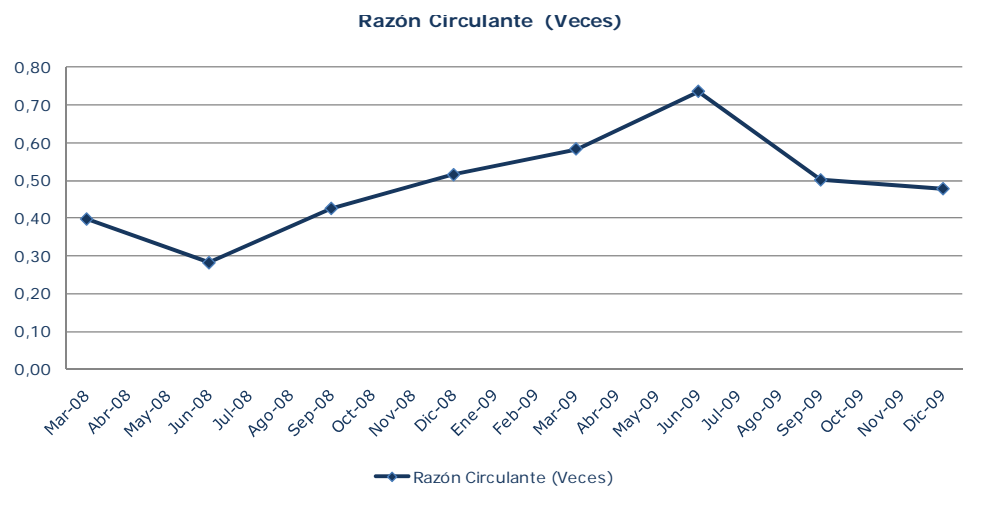
Entre los años 2008 y 2009 (antes de la entrada de IFRS), se observa un aumento en la rentabilidad de **Mall Plaza**, tanto a nivel de activos como de patrimonio, producto de un incremento de la utilidad real de la compañía (23,6%) superior al aumento experimentado por los activos y el patrimonio de la sociedad. El aumento en la rentabilidad también se debe a la entrada de Calama y de la maduración de los Mall Plaza Sur y Mall Plaza Alameda.

Sin perjuicio de lo anterior, al analizar el período 2010 y 2009, bajo la norma IFRS, la rentabilidad de la compañía ha disminuido, producto principalmente de dos efectos: la entrada de nuevos *malls* al activo de la compañía y la valorización a valor justo de los activos que ésta poseía. Lo anterior hizo aumentar el activo y el patrimonio de la sociedad, impactando negativamente en los indicadores de rentabilidad.



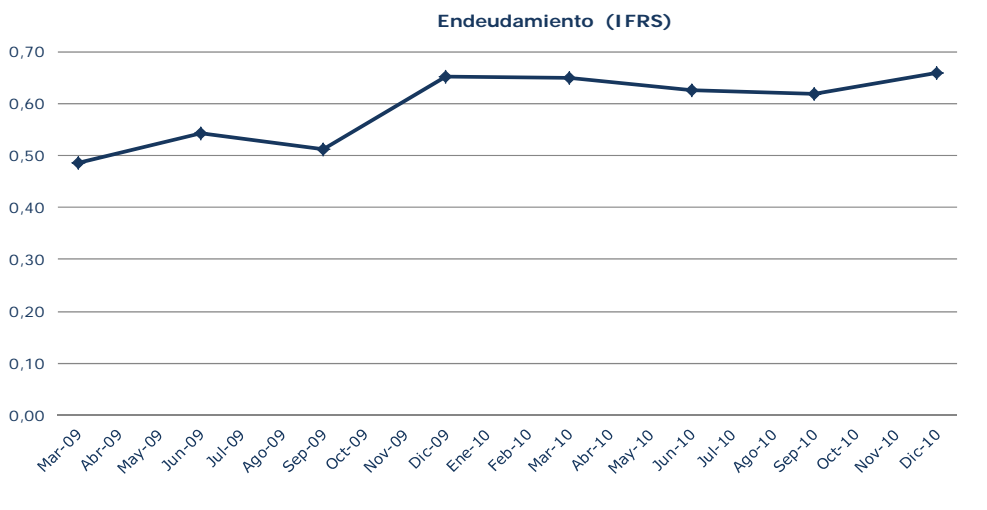
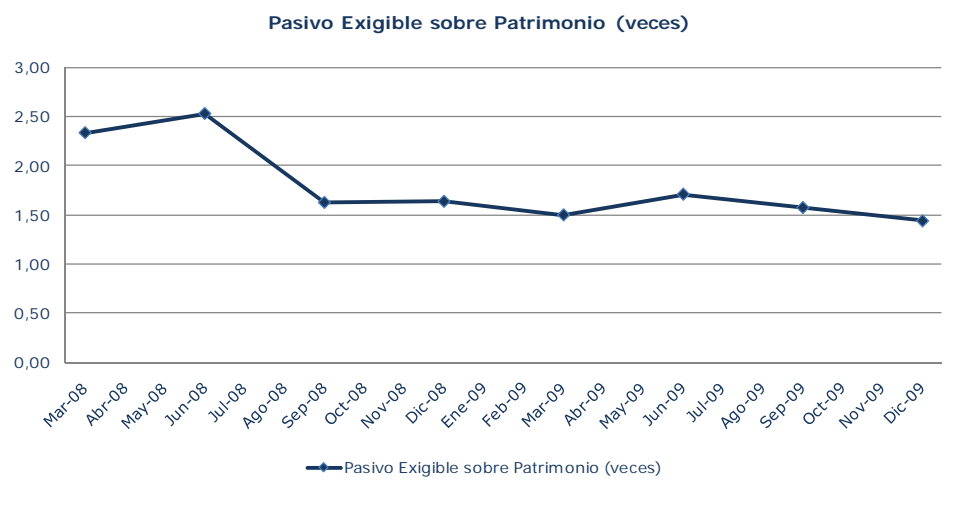
## Liquidez

Desde marzo de 2008 la compañía presenta niveles de liquidez bajo 1, con variaciones importantes en algunos periodos. No obstante, en opinión de la clasificadora, esta situación no reviste un evento adverso de relevancia considerando que mensualmente la empresa recauda ingresos estables y con bajo nivel de riesgo, además de tener un elevado acceso al crédito para capital de trabajo.

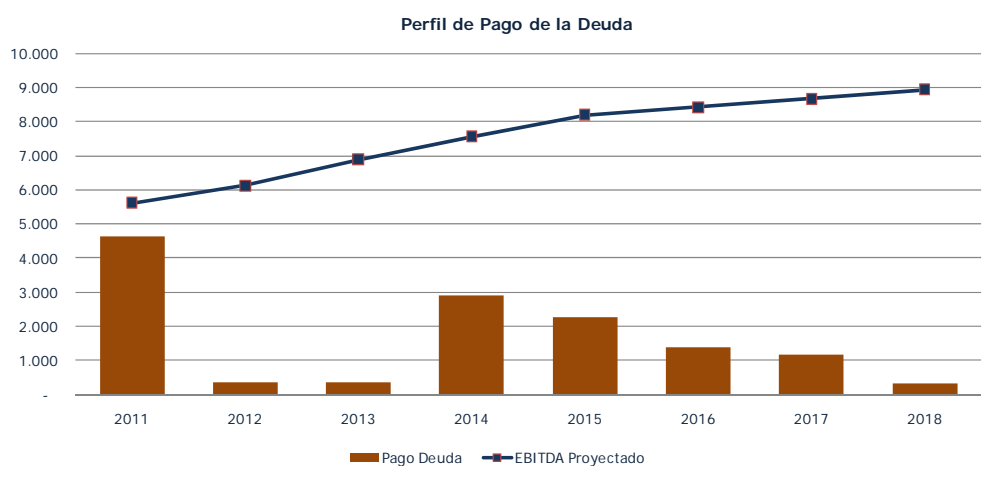


## Endeudamiento

Respecto al nivel de endeudamiento, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio (endeudamiento total), se 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. En general, el endeudamiento absoluto de la compañía ha presentado niveles estables, aunque cabe destacar que éste se ha diversificado en relación a sus fuentes. En tanto, entre 2009 y 2010 se produjo una baja en el indicador del endeudamiento contable, producto del aumento del patrimonio de la compañía por la valorización de los activos de la compañía a valor justo.



En relación al perfil de pago de la deuda, se observa que en relación a las proyecciones hechas por la clasificadora, el perfil de pago presenta una adecuada cobertura en relación al EBITDA. Sin perjuicio de lo anterior, hay que señalar que parte de ese EBITDA va a financiar nuevos *malls*, los cuales no necesariamente tendrán el mismo rendimiento que los actuales.



*“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”*