



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a

Luis Felipe Illanes Z.

Carlos García B.

Tel. (56-2) 2433 5200

Luisfelipe.illanes@humphreys.cl

Carlos.garcia@humphreys.cl

Plaza S.A.

Febrero 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Efectos de Comercio Tendencia	AA Nivel 1+ / AA Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2013

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de bonos Serie D	Nº 583 de 30.04.09 Segunda emisión
Línea de bonos Serie C Serie E	Nº 584 de 30.04.09 Primera emisión Segunda emisión
Línea de bonos Serie G Serie I Serie J	Nº 669 de 30.05.11 Primera emisión Segunda emisión Segunda emisión
Línea de bonos Serie H Serie K	Nº 670 de 30.05.11 Primera emisión Segunda emisión
Línea de bonos Serie L Serie M	Nº 766 de 23.09.13 Primera emisión Segunda emisión
Línea de bonos Serie N	Nº 767 de 23.09.13 Primera emisión
Línea de efectos de comercio	Nº 094 de 06.12.12

EERR Consolidado IFRS

M\$	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Ingresos de actividades ordinarias	114.242.373	126.898.024	146.661.384	165.429.640	190.400.968
Costo de ventas	-20.874.770	-19.210.004	-20.822.232	-27.960.001	-36.207.591
Gasto de Administración	-11.098.003	-16.090.986	-17.358.049	-17.185.648	-23.210.957
Costos financieros	-25.574.351	-16.421.020	-16.883.119	-19.100.174	-26.523.763
Ganancia	57.138.169	57.702.114	68.143.315	49.315.332	91.381.224

Balance General Consolidado, IFRS

M\$	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Activos Corrientes	60.247.525	91.190.053	61.436.583	131.219.006	194.542.079
Activos No Corrientes	1.633.694.488	1.668.443.301	1.778.665.264	1.946.723.873	2.151.669.043
Total Activos	1.693.942.013	1.759.633.354	1.840.101.847	2.077.942.879	2.346.211.122
Pasivos Corrientes	149.234.139	146.458.683	54.152.790	63.501.037	180.519.607
Pasivos No Corrientes	519.620.290	553.446.978	671.710.651	866.261.080	958.323.212
Total Pasivos	668.854.429	699.905.661	725.863.441	929.762.117	1.125.823.323
Patrimonio	1.025.087.584	1.059.727.693	1.114.238.406	1.081.827.905	1.207.368.303
Total Pasivos y Patrimonio	1.693.942.013	1.759.633.354	1.840.101.847	2.077.942.879	2.346.211.122
Deuda Financiera	438.870.448	459.579.920	469.957.421	629.861.052	825.877.000

Fundamento de la clasificación

Plaza S.A. (Mall Plaza) es un grupo con 23 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 catorce centros comerciales en el país, de los cuales siete se ubican en la Región Metropolitana. Además, cuenta con presencia en Perú con cuatro *malls*: Aventura Plaza en Callao (Lima), Arequipa, Trujillo y Santa Anita, además de estar presentes en Colombia con un *mall*: Mall Plaza El Castillo.

Según datos a diciembre de 2013, la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 366,7 millones, con una superficie arrendable del orden de los 1.358 mil metros cuadrados (1.093 mil en Chile, 239 mil en Perú y 26 mil en Colombia). Su deuda financiera asciende a cerca de US\$ 1.574 millones.

Los principales fundamentos que sustentan la clasificación en "*Categoría AA*" de los títulos de deuda de **Mall Plaza** son, principalmente, la estabilidad que presentan los indicadores financieros y la generación de caja de la compañía, aun tomando en consideración la crisis económica ocurrida a nivel mundial y nacional durante el año 2008 y 2009, lo que deja de manifiesto que su estructura de ingresos es en los hechos relativamente inelástica, tanto por su política de tarifas de arrendamiento, esencialmente fijas, como por la sólida demanda que presentan sus centros comerciales. También se destacan las características propias del negocio, las cuales, una vez que se materializan las inversiones, permiten 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 19 centros comerciales atenúa los efectos del debilitamiento de un punto de venta en particular, que los arriendos se encuentran mayoritariamente pactados a plazos mayores a cuatro años y en unidades de fomento (menor sensibilidad a los ciclos económicos) y que, en general, los *malls* presentan una madurez adecuada.

Además, un elemento favorable dice relación con la política respecto al *duration* de su deuda, el cual se ha alineado en relación con lo exhibida por sus contratos de arriendos (fuente generadora de ingresos).

En la práctica, la estructura de deuda del emisor es compatible con una baja significativa en su capacidad de generación de flujos, ya sea por reducciones importantes en las tarifas de arriendo y/o por disminuciones en los niveles de ocupación, situación que en el largo plazo da un margen adecuado de seguridad a los bonistas ante posibles cambio en los hábitos de compra de los consumidores (menor concurrencia a centros comerciales).

Complementariamente, la clasificación se ve favorecida por el liderazgo del grupo a nivel nacional en el negocio inmobiliario. Asimismo, se reconoce su experiencia en el desarrollo de nuevos centros comerciales, en términos de su 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 una elevada solvencia, liderazgo y experiencia en el sector comercial, ha actuado como una de las "tiendas ancla" 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 importante 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.

Cabe señalar que a septiembre de 2013 la compañía muestra un aumento en sus niveles relativos y absolutos de deuda, situación que responde tanto al financiamiento de varios proyectos de relevancia que están en su etapa de ejecución y también a la ampliación de algunos centros comerciales en operación. Dado ello el indicador deuda financiera neta a EBITDA ha pasado de 4,2 veces a diciembre de 2012 a 4,7 veces a diciembre de 2013. En opinión de la clasificadora, en períodos de fuerte inversión es esperable un incremento en el endeudamiento relativo del emisor, lo cual debiera revertirse en el mediano plazo al incorporarse la generación de caja esperada para los nuevos proyectos; por tal razón, **Humphreys** monitoreará con particular atención la evolución y desarrollo de los centros comerciales que aún no inician sus operaciones o no alcanzan su madurez. El retraso a su vez en la entrega del centro comercial “Mall Plaza Copiapó” va a significar un menor ingreso operativo al estimado para el primer trimestre de este año.

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. Todos estos aspectos reducirían en los niveles de “holgura” para el pago de los bonos, pero difícilmente provocarían un incumplimiento de los compromisos financieros adquiridos.

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.

Hechos recientes

Los ingresos ordinarios a diciembre de 2013 llegaron a los \$ 192.400 millones, lo cual implica un aumento de 16,3% en relación a lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Los costos de venta alcanzaron los \$ 36.207 millones presentando un incremento de 29,4% en relación a diciembre 2012.

Por su parte, los gastos de administración alcanzaron los \$ 23.210 millones, lo que representa un aumento del 35,0% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Con todo, la compañía alcanzó una utilidad final de \$ 91.381 millones, lo que significó un aumento de 85% respecto de mismo periodo año 2012, Esto se produce por la baja en las ganancias sucedidas a diciembre de 2012 producto principalmente del aumento en el gasto por impuesto a las ganancias, generado por el cambio en la normativa tributaria que lo elevó a 20%.

En términos de su deuda financiera, **Mall Plaza** mantenía a diciembre de 2013 obligaciones por \$ 825.877 millones. Por su parte, el EBITDA generado por la compañía en los últimos doce meses a igual fecha, correspondía a \$ 153.969 millones. La deuda financiera de la compañía, en relación a su EBITDA es de 5,2 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.

Definición de categorías de riesgo

Definición Categoría AA (títulos de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos 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.

Definición Nivel 1 (N-1) (títulos de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.

(+): El signo "+" representa a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Líder de mercado: **Mall Plaza** es el principal operador de centros comerciales en Chile, con cerca de 1.093.000 metros cuadrados arrendables dentro del país y una afluencia de más de 211 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. Además cuenta con diversificación geográfica que le permite tener una mayor estabilidad en los flujos y no ser mono dependiente de las fluctuaciones económicas de las regiones o de los países.

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 más del 90%), 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 *malls*. Esta fortaleza quedó efectivamente manifestada en la crisis del año 2008-2009, período en que 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 (la compañía posee un margen EBITDA mayor al 80%), independiente que en el futuro presentara una reducida capacidad de retribuir a su capital.

Elevado know how en su mercado: Dentro del negocio de los centros comerciales, un factor de vital importancia dice relación con la operación, así como también de la ubicación de cada *mall*. Dado lo anterior, una fortaleza relevante para **Mall Plaza** es la amplia trayectoria que posee desarrollando proyectos de centros comerciales (23 años), alcanzando un conocimiento elevado en cuanto a la operación, unido a una experiencia específica en lo que se refiere a negociación de compra de nuevos terrenos, así como la elección de ellos en base a estudios técnicos enfocados a determinar el flujo que tendrá cada nuevo proyecto a construir. De la misma manera, la empresa posee un fuerte conocimiento en relación a proyectos de remodelación y ampliación de sus centros comerciales ya existentes, lo cual significa una intervención no menor en su operación. Todo lo anterior queda reflejado en el éxito de su 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 patrimonio por cerca US\$ 18.100 millones y US\$ 7.500 millones, respectivamente¹).

Factores de riesgo

Riesgo de crecimiento: Como y se ha citado anteriormente, el negocio inmobiliario es intensivo en inversión, pudiendo un proyecto superar, incluso, los UF 4 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 20 centros comerciales (baja la importancia relativa de cada nueva inversión) y por la experiencia del emisor (23 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 cuenta 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

¹ Según datos al 31 de diciembre de 2013

consumidores, privilegiando locaciones 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 a la de su competencia específica, en términos relativos mantiene aún centros comerciales específicos que representan una porción importante del EBITDA de la compañía.

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. Posteriormente, en 1994 se abrió Mall Plaza Oeste, ubicado en la comuna de Maipú. Hacia fines de los años noventa se siguieron abriendo centros comerciales, tales como Mall Plaza Trébol, Mall Plaza Tobalaba y Mall Plaza La Serena. En la década de 2000 se inauguraron Mall Plaza norte, Mall Plaza Antofagasta, Plaza Aventura (en Perú), Mall Plaza Alameda y Mall Plaza Sur, también se efectuó la compra de Mall Calama S.A. En los últimos años la compañía ha incursionado en Colombia con la apertura de Mall Plaza el Castillo y ha seguido con la apertura de centros comerciales en Perú.

Actualmente la compañía está enfocada en la finalización de un centro comercial en Chile: Mall Plaza Copiapó, además del desarrollo de Mall Plaza Los Dominicos y de Mall Plaza Barón.

Propiedad

Al 31 de diciembre de 2013 la propiedad de **Mall Plaza** se componía de la siguiente manera:

Accionista	% Propiedad
Desarrollos Inmobiliarios S.A. (filial Falabella)	59,28%
Inversiones Avda Borgoño Ltda.	20,06%
FIP Tissa S.A.	13,71%
Inversiones Amal Ltda.	4,12%
Inversiones Prima Ltda.	2,76%
FIP IMT Cachagua	0,08%
Total	100,00%

Líneas de negocio

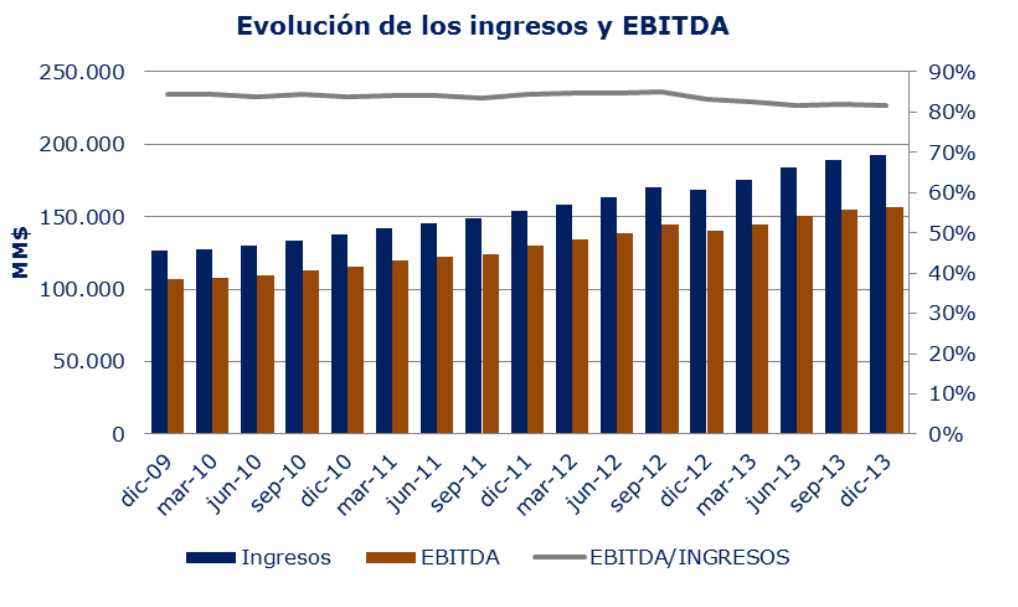
El negocio de **Mall Plaza** está fundamentalmente enfocado a la construcción y posterior arriendo de centros comerciales. Para lo anterior, el grupo ha desarrollado una amplia gama de tipos de locales, que ayudan a cubrir las necesidades tanto del público que acude a los centros comerciales, como las 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 **Mall Plaza** al 30 de diciembre de 2013:

Tipo de Negocio	
Tiendas Departamentales	46
Tiendas Especializadas	2.001
Supermercado y Mejoramiento de Hogar	31
Entretención	507
Automotriz	162
Edificios y Servicios	563

Análisis financiero

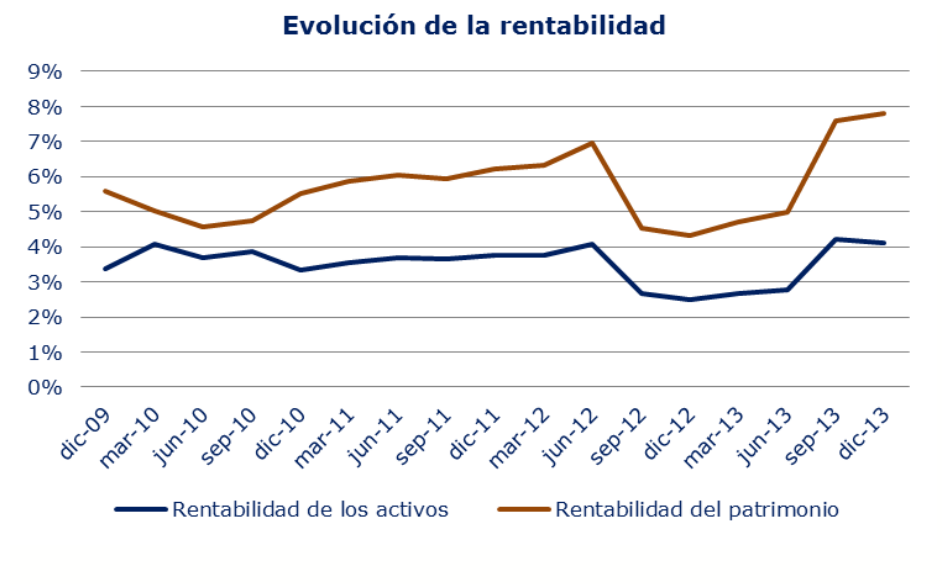
Ingresos, resultados y EBITDA

Dado los resultados móviles de la compañía, los ingresos de explotación muestran un comportamiento con baja volatilidad y con un crecimiento constante. En cuanto a la relación EBITDA sobre ingresos, descontado el recupero del gasto común, se observa un ratio elevado y relativamente constante para los periodos analizados, es así como para el ciclo 2009 a 2013 este ratio fluctúa entre 82% y 85%.



Rentabilidad

A partir del año 2009, se aprecia una disminución en la rentabilidad de la compañía producto principalmente de dos efectos: la entrada de nuevos *malls* al activo de la compañía (que requieren de un período de maduración para alcanzar su nivel de generación de flujos de largo plazo) y la valorización a valor justo de los activos como consecuencia de la aplicación de la norma IFRS, lo cual hizo aumentar el activo y el patrimonio de la sociedad. Sin embargo, ya desde el tercer trimestre del año 2010, los indicadores tomaron sendas de crecimiento constantes, hasta septiembre de 2012, cuando se produce una baja en los resultados de la compañía, producto de la entrada en vigencia de la Ley N°20.630 que aumenta la tasa de impuesto a la renta al 20%. Lo anterior, implicó una baja en los resultados debido a la generación de un mayor pasivo por impuesto diferido, que se produce principalmente por el efecto sobre las propiedades de inversión. Este efecto se aplicará en forma extraordinaria y por única vez debido al cambio en la tasa de impuesto a la renta. Finalmente en diciembre de 2013 se observa un evidente aumento del resultado de la compañía, el que alcanza los \$ 91.381 millones (un 85% de aumento en las ganancias en comparación a diciembre 2012 por efecto exclusivo de la Ley N°20.630, un aumento anormal dado la base de comparación del año 2012).



Liquidez

La liquidez de la compañía, medida como la razón circulante, presenta niveles inferiores a uno hasta el primer semestre de 2011, posteriormente mostró un aumento importante, llegando a superar las tres veces, esto producto del incremento del activo corriente, específicamente de la cuenta "Efectivo y equivalente al efectivo" como resultado de la emisión de bonos realizada en junio de 2011. Posteriormente se han mantenido niveles de liquidez elevados producto de una elevada posición de caja. La liquidez ha tenido un sucesivo debilitamiento llegando a diciembre de 2013 a niveles cercanos a 1 debido a las inversiones realizadas en los nuevos proyectos y también al aumento de la cuenta "otros pasivos financieros corrientes".

Evolución de la liquidez

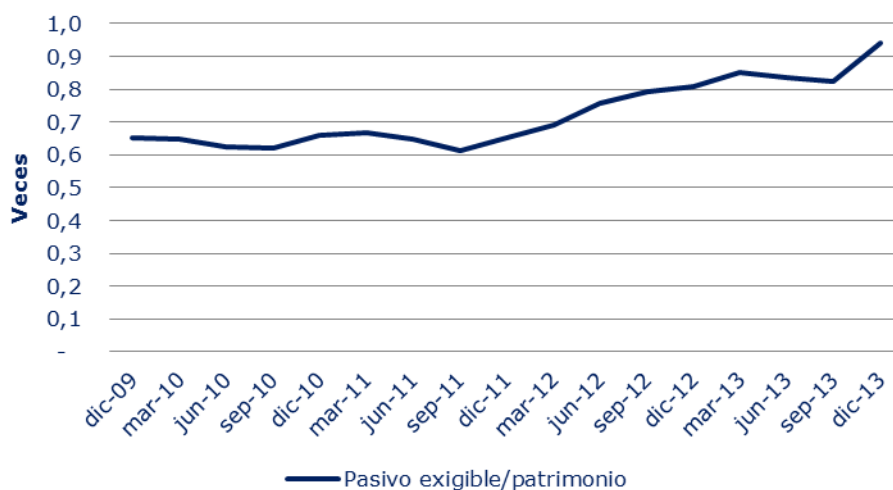


Endeudamiento

En general, el endeudamiento de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha presentado niveles estables, y no muy elevados (sobre todo si se considera que se trata de un negocio inmobiliario). Sin perjuicio de lo anterior, durante el periodo 2011 a 2013 la compañía ha mostrado un aumento en su endeudamiento, principalmente por el financiamiento, en parte vía deuda, de algunos proyectos como Plaza Egaña y Plaza Copiapó.

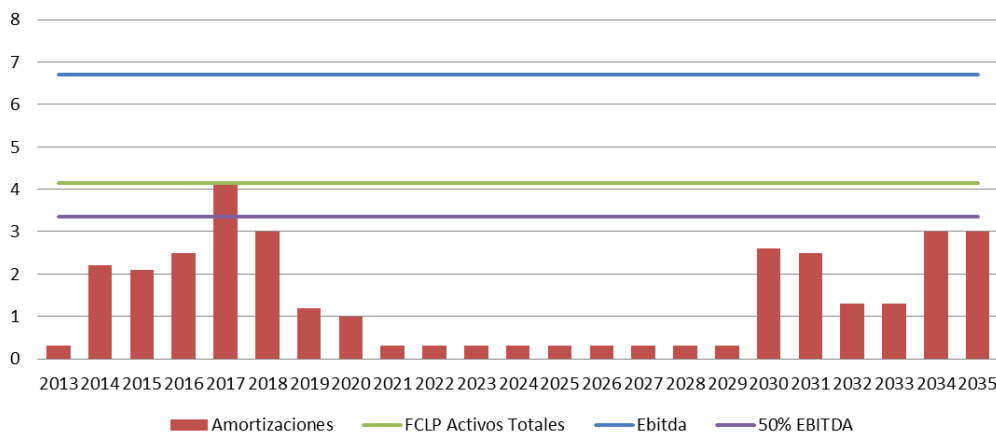
Cabe destacar que la política de Mall Plaza ha sido la diversificación de sus fuentes de financiamiento y la de calce a la duration de los flujos de la deuda con los de los arriendos. También se debe destacar que entre 2009 y 2010 se produjo una baja en el indicador del endeudamiento contable, producto del aumento del patrimonio de la compañía por la valorización de los activos de la compañía a valor justo.

Evolución del endeudamiento



En relación al perfil amortizaciones, se observa que éste posee una estructura acorde con el perfil del negocio (de largo plazo), con reducidos montos a pagar comparado con su generación de EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP), se puede concluir que con el FCLP se alcanza a pagar el servicio de la deuda en todo momento del tiempo con una menor holgura el año 2017 y los seis últimos años.

Perfil de Pago (Millones de UF) a Dic-13



"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."