



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación y Tendencia**

A n a l i s t a
Luis Felipe Illanes Z.
Tel. (56) 22433 5200
luisfelipe.illanes@humphreys.cl

Plaza S.A.

Febrero 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Efectos de comercio Tendencia	AA+¹ Nivel 1+/AA+² Estable³
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	30 de septiembre de 2015

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos Serie D (BPLZA-D)	Nº 583 de 30.04.09 Segunda emisión
Línea de bonos Serie C (BPLZA-C) Serie E (BPLZA-E)	Nº 584 de 30.04.09 Primera emisión Segunda emisión
Línea de bonos Serie G (BPLZA-G) Serie I (BPLZA-I)	Nº 669 de 30.05.11 Primera emisión Segunda emisión
Línea de bonos Serie H (BPLZA-H) Serie K (BPLZA-K)	Nº 670 de 30.05.11 Primera emisión Segunda emisión
Línea de bonos Serie L (BPLZA-L) Serie M (BPLZA-M)	Nº 766 de 23.09.13 Primera emisión Primera emisión
Línea de bonos Serie N (BPLZA-N)	Nº 767 de 23.09.13 Primera emisión
Línea de efectos de comercio	Nº 094 de 06.12.12

Estados de Resultado Consolidado IFRS

M\$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	Sep-15
Ingresos de actividades ordinarias	126.898.024	146.809.624	165.429.640	192.400.968	226.552.377	178.998.046
Costo de ventas	-19.210.004	-21.501.569	-27.960.001	-36.207.591	-44.950.347	-38.631.853
Ganancia bruta	107.688.020	125.308.055	137.469.639	156.193.377	181.602.030	140.366.193
Gasto de administración	-16.090.986	-16.826.952	-17.185.648	-23.210.957	-24.549.936	-20.243.556
Costos financieros	-16.421.020	-16.883.119	-19.100.174	-26.523.763	-27.898.491	-21.750.730
Ganancia	57.702.114	68.143.315	49.315.332	91.381.224	85.846.522	75.338.346
EBITDA	106.519.451	124.127.684	137.720.916	153.967.852	184.260.630	144.955.594

Balance General Consolidado, IFRS

M\$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	sep-15
Activos corrientes	91.190.053	61.436.583	131.219.006	194.586.093	119.072.941	122.371.637
Activos no corrientes	1.668.443.301	1.778.665.264	1.946.723.873	2.151.625.029	2.296.697.104	2.360.777.547
Total activos	1.759.633.354	1.840.101.847	2.077.942.879	2.346.211.122	2.415.770.045	2.483.149.184
Pasivos corrientes	146.458.683	54.152.790	63.501.037	180.519.607	153.864.473	140.964.237
Pasivos no corrientes	553.446.978	671.710.651	866.261.080	958.323.212	1.066.298.184	1.091.587.485
Total pasivos	699.905.661	725.863.441	929.762.117	1.138.842.819	1.220.162.657	1.232.551.722
Patrimonio	1.059.727.693	1.114.238.406	1.148.180.762	1.207.368.303	1.195.607.388	1.250.597.462
Total pasivos y patrimonio	1.759.633.354	1.840.101.847	2.077.942.879	2.346.211.122	2.415.770.045	2.483.149.184
Deuda financiera	459.579.920	469.957.421	629.861.052	825.877.796	834.809.505	881.407.695

¹ Clasificación anterior: Categoría AA.

² Clasificación anterior: Categoría Nivel 1+/AA.

³ Tendencia anterior: Favorable

Opinión

Fundamento de la clasificación

Plaza S.A. (Mall Plaza) es un grupo con 25 años de experiencia en la industria de centros comerciales del tipo Mall a través de la construcción, desarrollo, operación y administración de los mismos. Dentro de su rubro es actualmente el principal actor a nivel nacional, operando quince centros comerciales en el país, de los cuales siete se ubican en la Región Metropolitana. Además, cuenta con presencia en Perú con cinco *malls*: Mall Aventura Plaza Bellavista (Callao), Mall Aventura Plaza Arequipa (Arequipa), Mall Aventura Plaza Trujillo (Trujillo), Mall Aventura Plaza Santa Anita (Lima) y Mall Aventura Plaza Cayma (Arequipa). También de estar presentes en Colombia con un *mall*: Mall Plaza El Castillo (Cartagena de Indias).

A septiembre de 2015, la empresa generó ingresos por aproximadamente UF 7,1 millones. Su deuda financiera asciende a cerca de UF 34 millones, un 5,6% más elevada que en diciembre de 2014. A septiembre, opera una superficie arrendable del orden de los 1.521.000 metros cuadrados (1.195.000 m² en Chile, 286.000 m² en Perú y 40.000 m² en Colombia).

La clasificación de los títulos de deuda de oferta pública emitidos por **Mall Plaza**, se modifican, desde "Categoría AA" a "Categoría AA+", atendiendo a que la empresa ha ido disminuyendo la concentración de su Ebitda por centro comercial y, por ende, reduciendo su exposición a eventos que puedan afectar a un *mall* en particular, En efecto, el IHH⁴, calculado en relación con la importancia relativa del Ebitda para cada centro comercial, disminuyó desde 1.209 a 902 entre los años 2010 y 2015; por su parte, la contribución del punto de venta más relevante ha bajado en los últimos cinco años⁵. Se espera que la diversificación siga aumentando en la medida que se consoliden los centros Plaza Egaña y Copiapó y cuando a futuro se dé la apertura de nuevas ubicaciones, posiblemente en el exterior. Esta situación se da en un marco de deuda controlada y con una relación deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁶ actual más reducida que la observada en 2014 y 2013 (7,4 veces en 2013 y a 6,7 septiembre de 2015). Cabe considerar, además, que para el corto plazo no existen planes de inversión de relevancia que pudieren presionar la caja de la compañía.

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 los años 2008 y 2009, lo que deja de manifiesto que su estructura de ingresos es en los hechos altamente inelástica con respecto al consumo, tanto por su política de tarifas de arrendamiento, esencialmente fijas, como por la sólida demanda que presentan sus centros comerciales. De esta forma, el potencial de crecimiento de los ingresos del emisor va de la mano, esencialmente, del aumento de la superficie arrendable.

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

⁴ Índice utilizado para medir la concentración de los mercados

⁵ La mayor diversificación se da también si la concentración se mide para los tres, cinco o diez centros comerciales más relevantes.

⁶ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

ingresos. Junto con lo anterior, se debe considerar que la administración de 21 centros comerciales atenúa los efectos del debilitamiento de un punto de venta en particular (lo que se ha ido fortaleciendo con el tiempo), que los arriendos se encuentran mayoritariamente pactados a largo plazo, teniendo en la actualidad una madurez promedio cercana a los ocho años, y en unidades de fomento, lo cual limita los impactos de la inflación sobre los ingresos.

Además, un elemento favorable dice relación con la política respecto al *duration* de su deuda, el cual se ha alineado en relación con lo exhibido por sus contratos de arriendos (fuente generadora de ingresos). Actualmente, el *duration* de la deuda financiera es de 7,1 años, mientras que el de los contratos es de 8 años. Sin perjuicio de lo anterior, se pondera con mayor fuerza el calce exhibido entre los flujos de ingresos y la amortización de la deuda; de hecho el FCLP podría experimentar bajas no menores y de igual forma cubrir el pago anual de la deuda (salvo en 2017 donde existe menos holgura).

Complementariamente, la clasificación se ve favorecida por el liderazgo del grupo a nivel nacional en el negocio inmobiliario orientado a la industria *retail*. 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 incorpora como elemento positivo la presencia del Grupo Falabella como el controlador de la entidad. Por un lado, este grupo presenta una elevada solvencia, liderazgo y experiencia en el sector comercial. Por otra parte, los diferentes segmentos de negocios en los que está presente el grupo controlador han actuado como tiendas anclas de los proyectos desarrollados por Plaza.

Desde otra perspectiva, la clasificación de los títulos de deuda se ve contraída por el hecho de que la sociedad –inserta en el rubro inmobiliario-*retail*– requiere hacer inversiones relevantes en activos fijos para llevar a cabo sus planes de crecimiento, las cuales son financiadas con un *mix* de aportes de los accionistas, flujos de efectivo generados por la operación de otros centros comerciales y deuda con terceros. 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. Con todo, la compañía cuenta con políticas que mitigan el riesgo de una baja rentabilidad y el riesgo de viabilidad de los proyectos, entre las que se encuentran el disponer de contratos de arriendo y/o cartas de compromiso firmadas con locatarios previo al inicio de las obras de construcción y que el financiamiento de las obras se encuentre asegurado antes de ejecutar las mismas.

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 futuro 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 los niveles de “holgura” para el pago de los bonos, pero difícilmente provocarían un incumplimiento de los compromisos financieros adquiridos.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la empresa no incremente sus niveles de endeudamiento relativo, así como que mantenga las holguras en el perfil de pago de su deuda, donde los vencimientos anuales

pueden ser cubiertos con la generación de caja propia del negocio, incluso suponiendo disminuciones relevantes en el precio de arrendamiento por metro cuadrado.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Estabilidad de sus indicadores y alta generación de caja (el margen EBITDA alcanza ratios superiores al 80%).
- Amplia cartera de centros comerciales con contratos de arrendamientos mayoritariamente a tarifas fijas y de largo plazo.

Fortalezas complementarias

- *Duration* de la deuda que se ha tendido a igualar al *duration* de sus contratos.
- Liderazgo de mercado, sumado a la experiencia en el desarrollo de nuevos centros comerciales
- Apoyo de su grupo controlador (Falabella).

Riesgos considerados

- Endeudamiento comparativamente elevado, producto de elevados niveles de inversión por proyecto.
- Reducción de precios de arrendamiento por mayor competencia o cambio de hábito de consumidores (de baja probabilidad de darse en forma abrupta en períodos reducidos de tiempo).
- Realización de proyectos que no sean lo suficientemente exitosos como se habían proyectado en un inicio.

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2014

Los ingresos ordinarios a diciembre de 2014 llegaron a los \$ 226.552 millones, lo cual implica un aumento de 17,7% en relación a lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Esto se debió a mayores arriendos en todos los malls de la cadena, mayores ingresos en el cobro de estacionamientos, junto con la apertura de Mall Plaza Egaña (diciembre 2013) y Mall Plaza Copiapó (noviembre 2014). Los costos de venta alcanzaron los \$ 44.950 millones presentando un incremento de 24,1% en relación a diciembre 2013, lo que responde a mayores gastos operacionales asociados a la puesta en marcha de nuevas ampliaciones y la apertura de centros comerciales.

Por su parte, los gastos de administración alcanzaron los \$ 24.550 millones, lo que representa un aumento del 5,8% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Con todo, la compañía alcanzó una utilidad final de \$ 85.846 millones, lo que significó una disminución de 6,1% respecto de mismo periodo año 2013, Esto se produce en gran medida debido al menor resultado obtenido por unidades de reajuste que afectaron negativamente en una magnitud de \$ 21.019 millones en comparación con diciembre de 2013.

En términos de su deuda financiera, **Mall Plaza** mantenía a diciembre de 2014 obligaciones por \$ 834.810 millones. Por su parte, el EBITDA generado por la compañía en los últimos doce meses a igual fecha, correspondía a \$ 184.261 millones. La deuda financiera de la compañía, en relación a su EBITDA es de 4,5⁷ veces. Lo anterior, a juicio de **Humphreys**, es consistente con el modelo de negocio de **Mall Plaza**, rubro

⁷ 4,5 veces considerando deuda financiera neta sobre EBITDA.

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.

Resultados a septiembre de 2015

Durante los primeros nueve meses de 2015 la compañía generó ingresos por \$178.998 millones, lo que representa un incremento igual a 10,6% respecto del mismo periodo de 2014. Esto se debe a mayores arriendos en todos los malls de la cadena. Los costos de ventas crecieron un 22,7% a \$ 38.632 millones, lo que responde a mayores gastos operacionales asociados a la puesta en marcha de nuevas ampliaciones y Mall Plaza Copiapó y a aumentos en las contribuciones y en el precio de la energía, y aumento de la depreciación producto de las inversiones de la compañía. A su vez, los gastos de administración crecieron un 4,6% a \$ 20.244 millones. De esta forma, el Ebitda de los primeros nueve meses de la compañía finalizó con un alza de 10,6%, llegando a \$ 144.956 millones. Esta cifra equivale a 81% de los ingresos.

La deuda financiera de la empresa finalizó en \$ 881.408 millones, lo que representa un incremento de 1,6% respecto a septiembre de 2014. De esta forma, la deuda financiera de la compañía, en relación al EBITDA, es de 4,4⁸ veces (12 meses móviles).

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 1.195.000 metros cuadrados arrendables dentro del país y una afluencia de 218 millones de personas en el año 2014 y de 222 millones a septiembre de 2015 (últimos 12 meses). 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

⁸ 4,2 veces considerando deuda financiera neta sobre EBITDA.

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 (25 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\$ 17.615 millones y US\$ 6.309 millones, respectivamente⁹).

Factores de riesgo

Riesgo de crecimiento: Como y se ha citado anteriormente, el negocio inmobiliario es intensivo en inversión, con lo cual 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 21 centros comerciales (baja la importancia relativa de cada nueva inversión) y por la experiencia del emisor (25 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, Walmart y Parque Arauco.

⁹ Según datos al 30 de septiembre 2015.

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 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.

Exposición al tipo de cambio: Por sus inversiones y actividades en Colombia y Perú las fluctuaciones en la paridad del tipo cambio afectan tanto el balance de la compañía como sus resultados

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 partícipes 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, Mall Plaza Los Ángeles 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 el desarrollo de Mall Plaza Los Dominicos, Mall Plaza Barón, Mall Aventura Plaza Cayma, Mall Plaza Manizales y Mall Plaza Barranquilla.

Propiedad

Al 30 de septiembre de 2015 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%
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 de locales por tipo de negocio que posee **Mall Plaza** al 30 de septiembre de 2015:

Tipo de Negocio¹⁰	
Tiendas Departamentales	51
Tiendas Especializadas	2.202
Supermercado y Mejoramiento de Hogar	34
Entretención	605
Automotriz	183
Edificios y Servicios	623

Análisis financiero

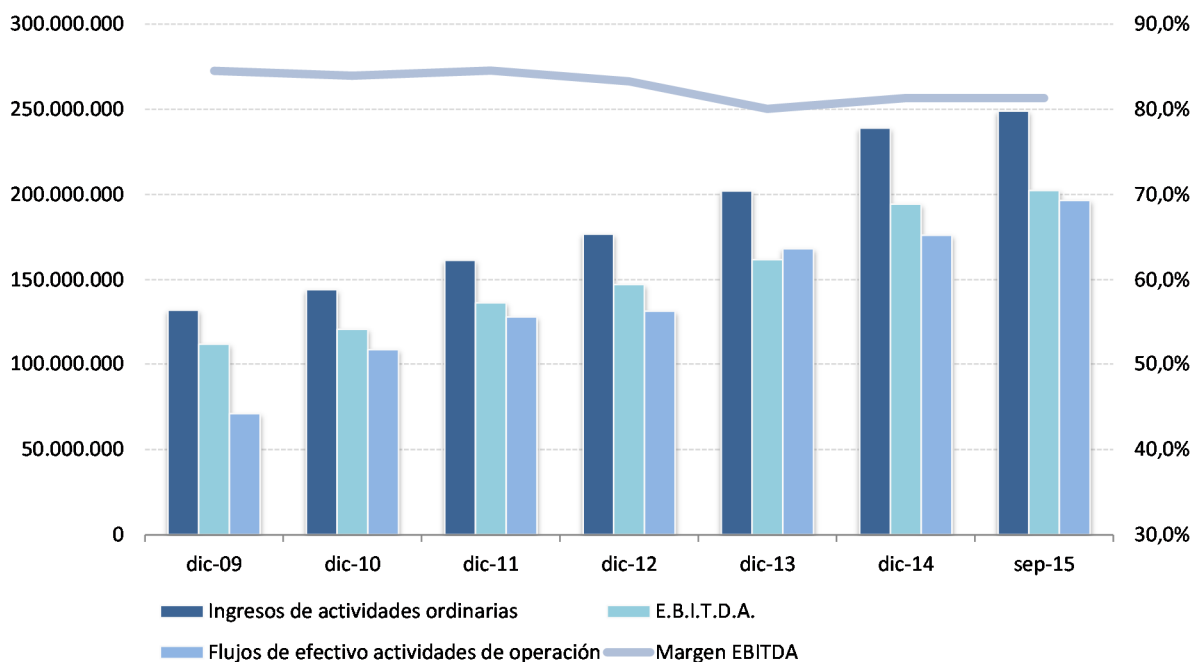
Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos de explotación muestran un comportamiento con baja volatilidad y con un crecimiento constante. En los últimos cinco años, los ingresos han crecido en promedio un 10,6% anual, de la mano de la entrada de nuevos centros comerciales en operación. 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 al año móvil finalizado en septiembre de 2015 este ratio ha superado el 80% de los ingresos, en todo el periodo de evaluación.

Con lo anterior, queda en evidencia la alta capacidad de generación de caja, los flujos de efectivos netos procedentes de la operación han representado sobre el 70% de los ingresos en los últimos cinco años.

¹⁰ Las cifras incorporan los *malls* administrados en Chile, Perú y Colombia.

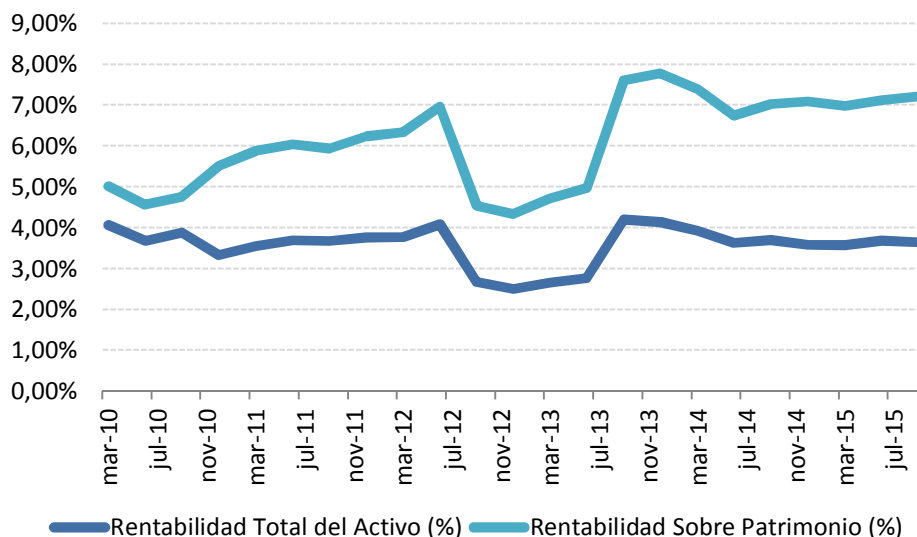
Ilustración 1
Evolución de los ingresos, flujo de efectivo de la operación y EBITDA
 (Miles de pesos)



Rentabilidad

A partir del año 2009, se aprecia una disminución en la rentabilidad de la compañía producto principalmente de dos efectos: la valorización a valor justo de los activos como consecuencia de la aplicación inicial de la norma IFRS, lo cual hizo aumentar el activo y el patrimonio de la sociedad y al hecho de que en la nueva norma contable no corrige monetariamente las propiedades de inversión, optando la compañía además por el método de costo histórico para valorizar las mismas período a período. 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 aplicó 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). Al año siguiente, se constata una rentabilidad sobre activos de 3,6%, inferior al 4,1% alcanzado en 2013, producto de la menor ganancia por el aumento de la cuenta de resultados por unidades de reajuste. Por la misma razón anterior, la rentabilidad sobre patrimonio tuvo un menor desempeño bajando desde el 7,8% alcanzado en diciembre de 2013, al 7,1% de diciembre de 2014. Al año móvil finalizado en septiembre de 2015, se visualiza una leve alza de ambas rentabilidades, subiendo la de los activos en 6pb en comparación al 2014 y la del patrimonio subiendo 12 pb (subida mínima, que se considera una mantención con respecto al año anterior).

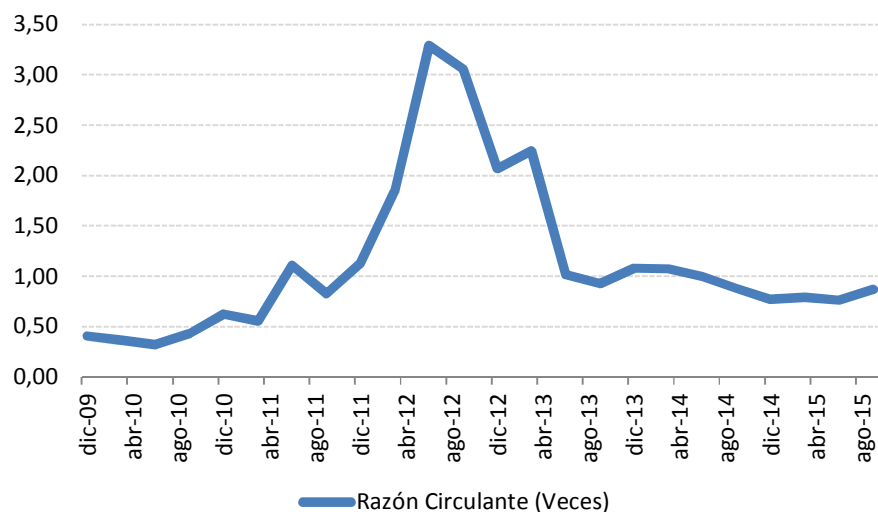
Ilustración 2
Evolución de la rentabilidad de los activos y del patrimonio
(%)



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 por el incremento del activo corriente, específicamente de la cuenta "Efectivo y equivalente al efectivo" como resultado de la emisión de bonos realizada en junio de 2012. Posteriormente se han mantenido niveles de liquidez elevados producto de una elevada posición de caja. La liquidez ha tenido un sucesivo debilitamiento llegando a septiembre de 2015 a niveles menores a 1 debido a la disminución del efectivo y sus equivalentes producto del pago de deudas financieras e inversiones en propiedades de inversión.

Ilustración 3
Evolución de la razón circulante
(Veces)

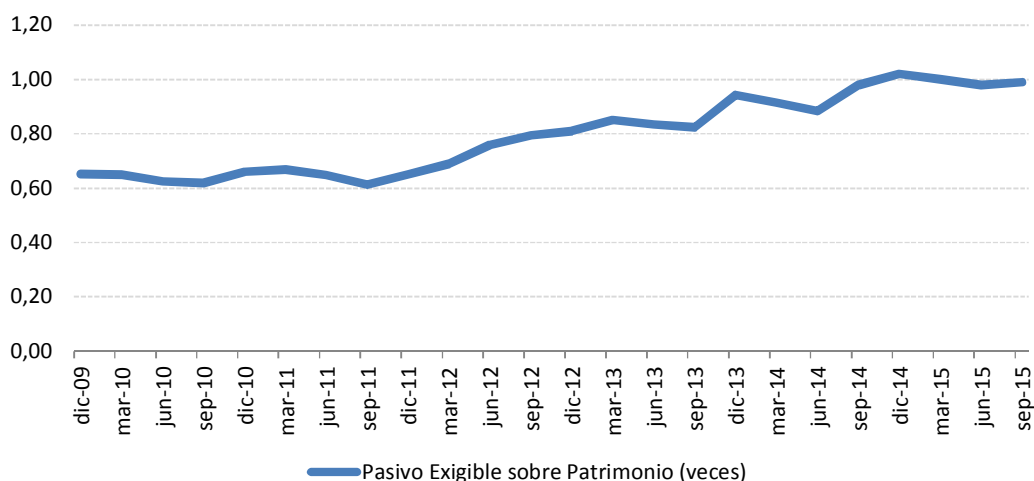


Endeudamiento

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. A septiembre de 2014, y producto de la reforma tributaria al contabilizar el efecto en impuesto diferido dentro del patrimonio, la razón de endeudamiento subió desde 0,94 veces, en diciembre de 2013, a 0,98 veces, a septiembre de 2014. A septiembre de 2015 se puede apreciar que el nivel de endeudamiento aumentó muy levemente llegando a las 0,99 veces.

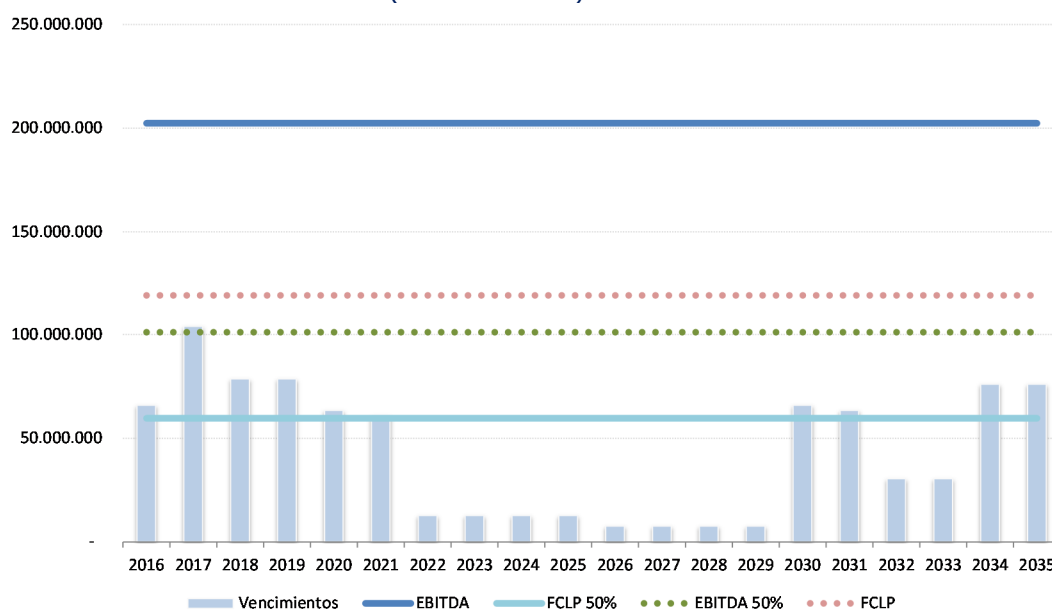
Cabe destacar que la política de Mall Plaza ha sido la diversificación de sus fuentes de financiamiento y la de calce a la *duration* de los flujos de la deuda con los de los arriendos. También se debe destacar que entre 2009 y 2010 se produjo una baja en el indicador del endeudamiento contable, producto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

Ilustración 4
Evolución del pasivo exigible
(Veces)



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.

Ilustración 5
Evolución del perfil de vencimientos frente al FCLP y EBITDA
 (Millones de UF)



Covenants financieros

Covenant financiero		
Miles de UF	Límite	sep-15
Deuda máxima permitida	73.410	34.774

"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."