



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Plaza S.A.

Febrero 2017

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	AA+
Efectos de comercio	Nivel 1+/AA+
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	30 de septiembre de 2016

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

Estados de Resultado Consolidado IFRS						
MM\$	2011	2012	2013	2014	2015	III-2016
Ingresos de actividades ordinarias	146.810	165.430	192.401	226.552	247.774	192.013
Costo de ventas	-21.502	-27.960	-36.208	-44.950	-55.672	-42.486
Ganancia bruta	125.308	137.470	156.193	181.602	192.102	149.527
Gasto de administración	-16.827	-17.186	-23.211	-24.550	-26.809	-20.062
Costos financieros	-16.883	-19.100	-26.524	-27.898	-29.322	-21.550
Ganancia	68.143	49.315	91.381	85.847	95.097	119.843
EBITDA	124.128	137.721	153.968	184.261	190.126	155.432

Balance General Consolidado, IFRS						
MM\$	2011	2012	2013	2014	2015	III-2016
Activos corrientes	61.437	131.219	194.586	119.073	135.826	104.282
Activos no corrientes	1.778.665	1.946.724	2.151.625	2.296.697	2.384.701	2.472.636
Total activos	1.840.102	2.077.943	2.346.211	2.415.770	2.520.527	2.576.917
Pasivos corrientes	54.153	63.501	180.520	153.864	166.479	165.370
Pasivos no corrientes	671.711	866.261	958.323	1.066.298	1.099.141	1.051.575
Total pasivos	725.863	929.762	1.138.843	1.220.163	1.265.620	1.216.945
Patrimonio	1.114.238	1.148.181	1.207.368	1.195.607	1.254.907	1.359.973
Total pasivos y patrimonio	1.840.102	2.077.943	2.346.211	2.415.770	2.520.527	2.576.917
Deuda financiera	469.957	629.861	825.878	834.810	870.376	859.159

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Plaza S.A. (Mall Plaza) es un grupo con más de 25 años de experiencia en la industria de centros comerciales del tipo Mall, a través de la construcción, el desarrollo, la operación y la 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 con dos malls en Perú con dos y uno en Colombia.

A septiembre de 2016, la empresa generó ingresos cercanos a UF 7,3 millones, su deuda financiera se ubicó en cerca de UF 34,4 millones (un 4,5% más baja que en diciembre de 2015) y operaba una superficie arrendable del orden de los 1.422.000 metros cuadrados (85% en Chile, 12% en Perú y 3% en Colombia). En este contexto y dado el giro del emisor, la clasificación de riesgo considera que el emisor mantiene una deuda controlada con una relación deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)¹ reducida (6,3 septiembre de 2016).

Uno de los principales fundamentos que sustenta la clasificación en "Categoría AA+" de los títulos de deuda de **Mall Plaza** es la estabilidad que presentan los indicadores financieros y la generación de caja de la compañía, aun considerando la crisis económica ocurrida a nivel mundial y nacional durante los años 2008 y 2009, lo que deja de manifiesto que la estructura de ingresos de la empresa es altamente inelástica con respecto al consumo. Esto radica en su política de tarifas de arrendamiento, esencialmente fijas, como

¹ 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.

también en 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 ingresos. Junto con lo anterior, se debe considerar que la administración de 18 centros comerciales atenúa los efectos del debilitamiento de un punto de venta en particular (lo que se ha ido fortaleciendo con el tiempo), y 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 6,9 años, mientras que el de los contratos es de 7,1 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 entre 2017 y 2020 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 controlador de la entidad. En primer lugar, porque este grupo presenta una elevada solvencia, liderazgo y experiencia en el sector comercial. Pero, además, porque los diferentes segmentos de negocios en los que está presente Falabella 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 financiados 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 a 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 con el *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 2015

Los ingresos ordinarios a diciembre de 2015 llegaron a los \$ 247.774 millones, lo cual implica un aumento de 9% en relación con lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Esto se debió a mayores ingresos, tanto por canon de arriendos (en todos los malls de la cadena) como por el cobro de estacionamientos, junto con la consolidación de Mall Plaza Egaña (diciembre 2013) y la apertura de Mall Plaza Copiapó (noviembre 2014). Los costos de venta alcanzaron los \$ 55.672 millones presentando un incremento de 24% en relación

a diciembre 2014, 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 \$ 26.809 millones, lo que representa un aumento del 9% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Con todo, la compañía alcanzó una utilidad final de \$ 91.122 millones, lo que significó un aumento de 9% respecto del mismo periodo año 2014.

En términos de su deuda financiera, **Mall Plaza** mantenía a diciembre de 2015 obligaciones por \$ 870.376 millones. Por su parte, el EBITDA generado por la compañía en los últimos doce meses a igual fecha, correspondía a \$ 204.162 millones. La deuda financiera de la compañía, en relación a su EBITDA, es de 4,4 veces.

Las cifras señaladas, a juicio de **Humphreys**, son consistentes con el modelo de negocio de **Mall Plaza**, ya que en el rubro inmobiliario por lo general el monto de la inversión inicial es elevado, pero reducido en la etapa de operación y con flujos estables en el tiempo. Todo esto, 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 2016

Durante los primeros nueve meses de 2016, la compañía generó ingresos por \$192.013 millones, lo que representa un incremento de 7% respecto del mismo periodo de 2015. Esto se debe a un aumento en la superficie arrendable de Mall Plaza Egaña, tras la entrada en operación del cine y del edificio médico y educacional, y la apertura del Mall Plaza Copiapó. Los costos de ventas crecieron un 10% a \$ 42.486 millones, lo que responde a un alza en los gastos en depreciación por ampliaciones en operación y gastos en contribuciones y los mayores importes por las puestas en marcha de las nuevas aperturas. A su vez, los gastos de administración se redujeron en un 1% a \$ 20.062 millones. De esta forma, el EBITDA de los primeros nueve meses de la compañía finalizó con un alza de 7%, llegando a \$ 155.431 millones. Esta cifra equivale a 81% de los ingresos.

La deuda financiera de la empresa finalizó en \$ 889.159 millones, lo que representa una reducción de 1,3% respecto a diciembre de 2015. De esta forma, la deuda financiera de la compañía, en relación al EBITDA, es de 4,0 veces (12 meses móviles).

Además, el 6 de julio de 2016 se realizó una escisión a la sociedad peruana Aventura Plaza S.A. de un 40% del patrimonio de ésta, lo que generó un efecto contable favorable en resultados (ganancias) por efecto de la valorización de la participación anterior en Aventura Plaza S.A. a su valor razonable.

Definición de categorías de riesgo

Categoría AA

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.

El signo “+” representa a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Nivel 1 (N-1)

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 más de 1.400.000 metros cuadrados arrendables dentro de tres países y una afluencia de 288 millones de personas en el año 2015 y de 287 millones a septiembre de 2016 (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. Este liderazgo se da dentro de un sector que, comparado con los estándares de países desarrollados, presenta un bajo nivel de penetración.

Mall Plaza, 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 una estabilidad histórica en los flujos del grupo, debido a la alta tasa de ocupación de sus malls. Esta fortaleza se evidenció en la crisis del año 2008-2009, período en que la empresa mantuvo su rendimiento.

Asimismo, 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 presente 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 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 (más de 25 años), alcanzando un conocimiento elevado en cuanto a la operación y una experiencia específica en lo que se refiere a la 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 dominio en 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\$ 19.602 millones y US\$ 7.261 millones, respectivamente²).

Factores de riesgo

Riesgo de crecimiento: Como se ha citado anteriormente, el negocio inmobiliario es intensivo en inversión, por lo que realizar 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 18 centros comerciales (baja la importancia relativa de cada nueva inversión) y la experiencia del emisor (más de 25 años en el mercado y líder de la industria).

² Según datos al 30 de septiembre de 2015 e incluyendo activos bancarios.

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 consideran a Cencosud, Ripley 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 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 Plaza Concón, Mall Plaza Arica, Mall Plaza Cayma, Mall Plaza Manizales y Mall Plaza Barranquilla.

Propiedad

Al 31 de diciembre de 2016, la propiedad de **Mall Plaza** se compone tal como lo presenta la Tabla 1.

Líneas de negocio

El negocio de **Mall Plaza** está, fundamentalmente, enfocado en 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. La Tabla 2 presenta la distribución de locales por tipo de negocio que posee Mall Plaza al 30 de septiembre de 2016.

Tabla 1: Accionistas de la sociedad

Accionista	Propiedad
Desarrollos Inmobiliarios SpA (filial de Falabella)	59,28%
Inversiones Avenida Borgoño Ltda	20,06%
Rentas Tissa Ltda.	13,71%
Inversiones Amal Ltda	4,12%
Rentas Los Maitenes Limitada	2,76%
Inversiones Cachagua SpA	0,08%
Donoso Pinto Pedro	0,00%
Inversiones Parmin SpA	0,00%
Furst Freiwirth Thomas	0,00%
Total	100,00%

Tabla 2: Número de tiendas administradas

Tipo de Negocio³	
Tiendas Departamentales	47
Tiendas Especializadas	2038
Supermercado y Mejoramiento de Hogar	30
Entretención	579
Automotriz	179
Edificios y Servicios	574

Análisis financiero

Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos de explotación muestran un comportamiento con baja volatilidad y un crecimiento constante. En los últimos cinco años, los ingresos han crecido en promedio un 10,9% anual, de la mano de la entrada en operación de nuevos centros comerciales. En cuanto a la relación EBITDA sobre ingresos, descontada la recuperación 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 2016 este ratio ha superado el 80% de los ingresos, en todo el periodo de evaluación.

³ Las cifras incorporan los malls administrados en Chile, Perú y Colombia.

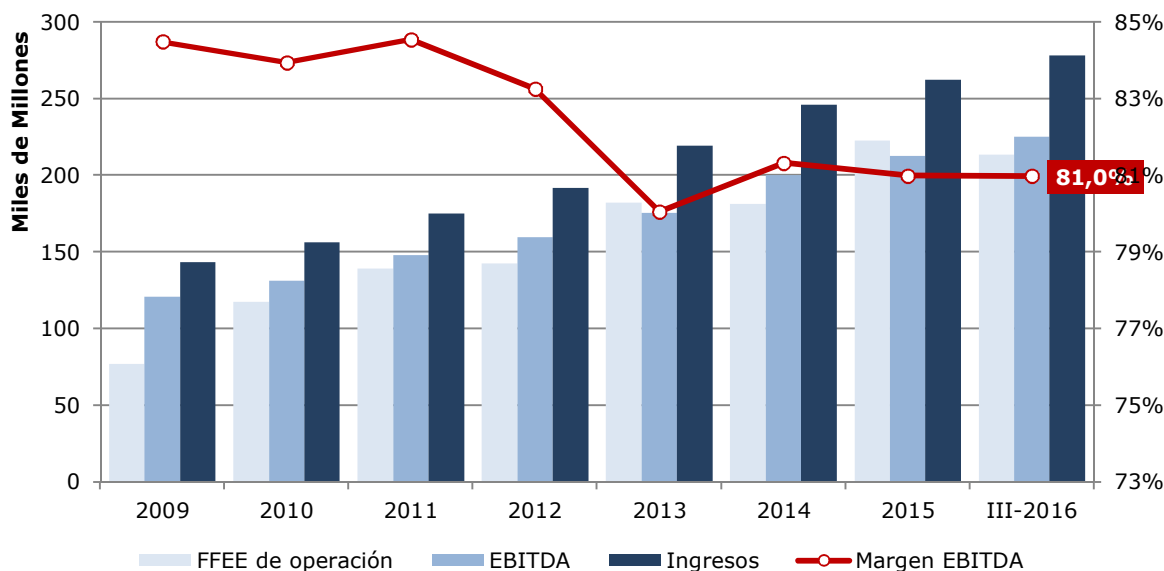


Ilustración 1: Evolución de los ingresos, flujo de efectivo de la operación y EBITDA

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 el hecho de que 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, producto del 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 (cifra que representó un alza anormal de 85% en las ganancias, en comparación a diciembre 2012, por efecto exclusivo de la Ley N° 20.630). 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 razón anterior, la rentabilidad sobre patrimonio tuvo un menor desempeño bajando desde el 7,8%, alcanzado en diciembre de 2013, al 7,1% a diciembre de 2014. Al año móvil finalizado en septiembre de 2016, se visualiza un alza de ambas rentabilidades, subiendo la de los activos en 240 pb en comparación con el cierre de 2015 y la del patrimonio subiendo 430 pb.

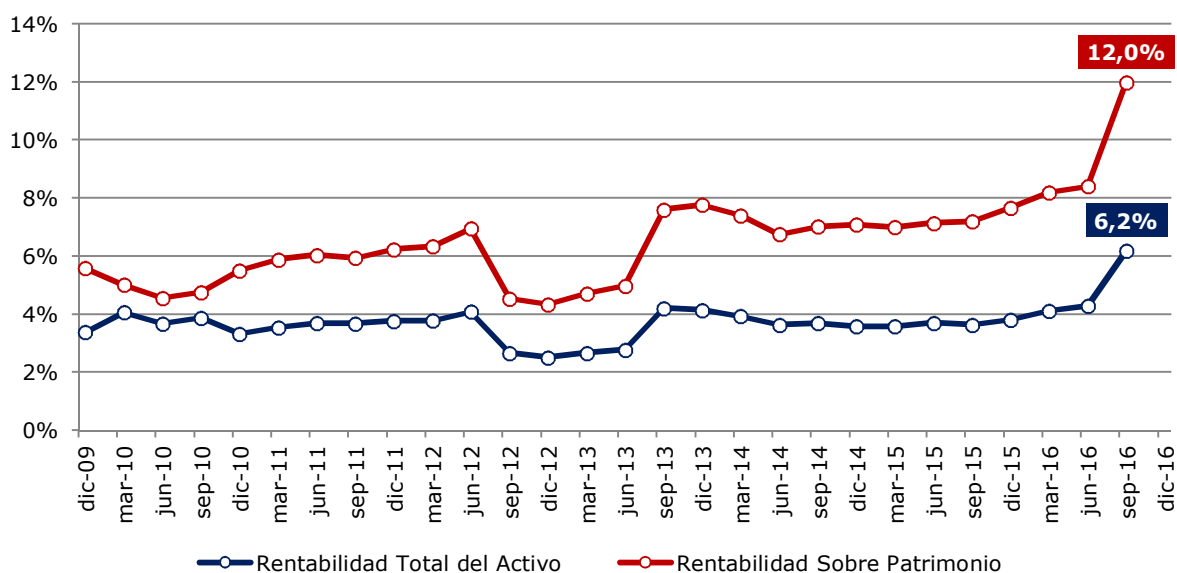


Ilustración 2: Evolución de la rentabilidad de los activos y del patrimonio

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, debido al 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. Luego, se han mantenido los niveles de liquidez elevados, producto de una alta posición de caja. La liquidez ha tenido un sucesivo debilitamiento llegando a septiembre de 2016 a niveles menores a 1, tras la disminución del efectivo y sus equivalentes generado con el pago de deudas financieras e inversiones en propiedades de inversión.

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 2016, se puede apreciar que el nivel de endeudamiento se redujo levemente llegando a las 0,9 veces.

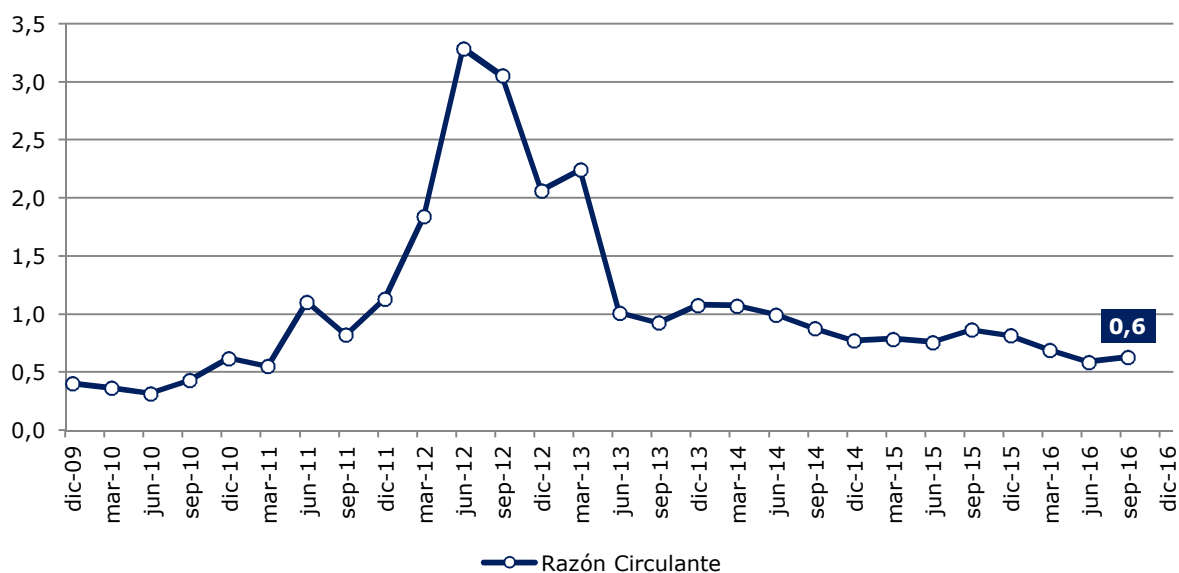


Ilustración 3: Evolución de la razón circulante

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 es necesario mencionar 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.

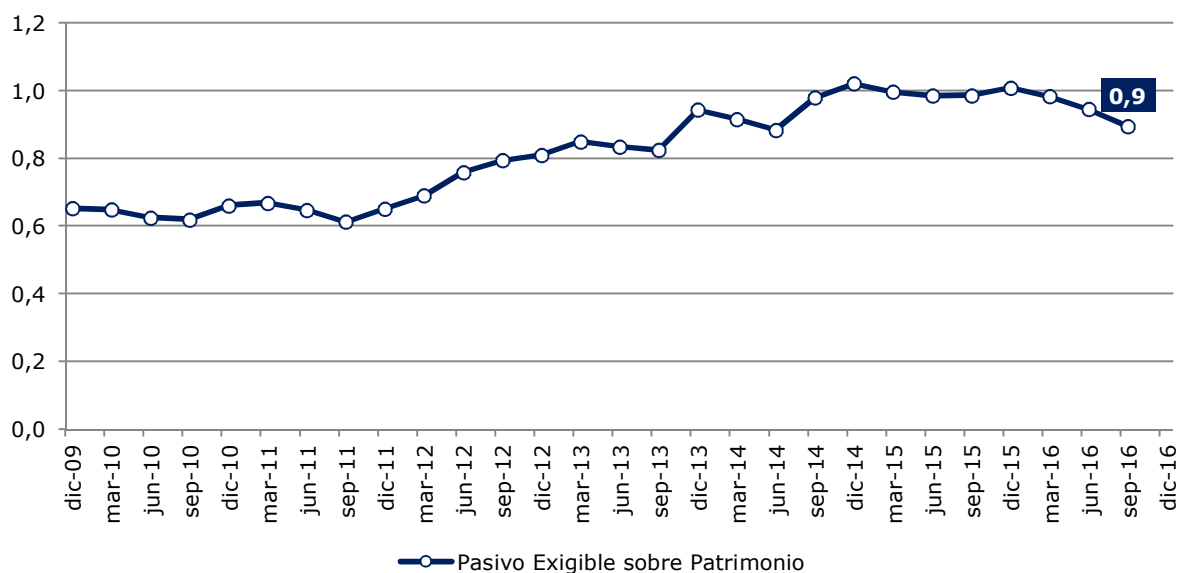


Ilustración 4: Evolución del pasivo exigible

En relación al perfil de 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). Es posible concluir que con el FCLP es posible pagar el servicio de la deuda en todo momento del tiempo con una menor holgura entre el año 2017 y 2020.

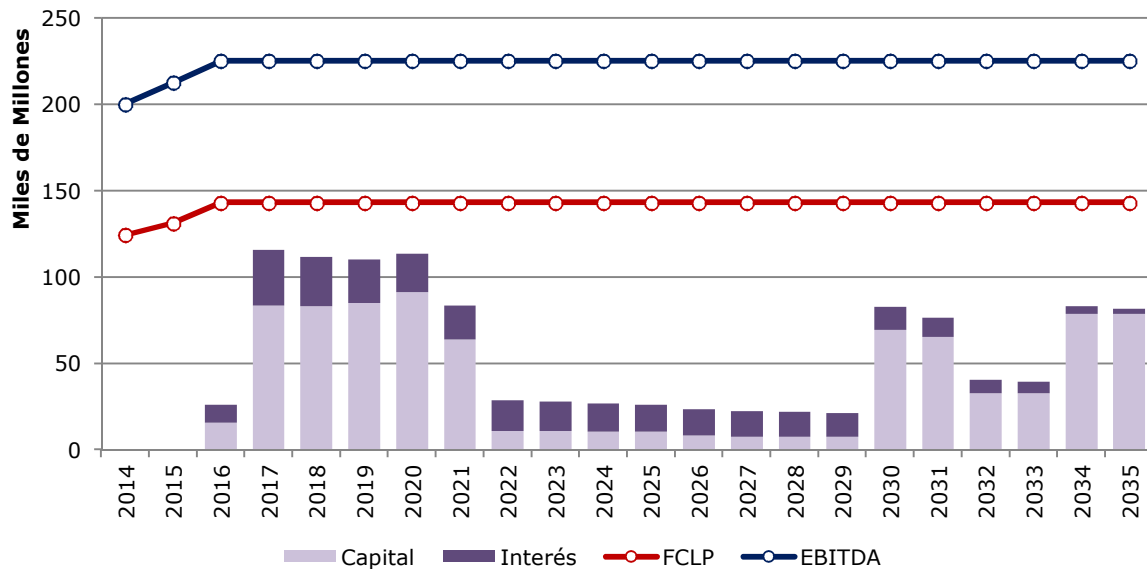


Ilustración 5: Evolución del perfil de vencimientos frente al FCLP y EBITDA

Covenants financieros

Covenant financiero		
Miles de UF	Límite	sep-16
Deuda máxima permitida	84.096	32.762

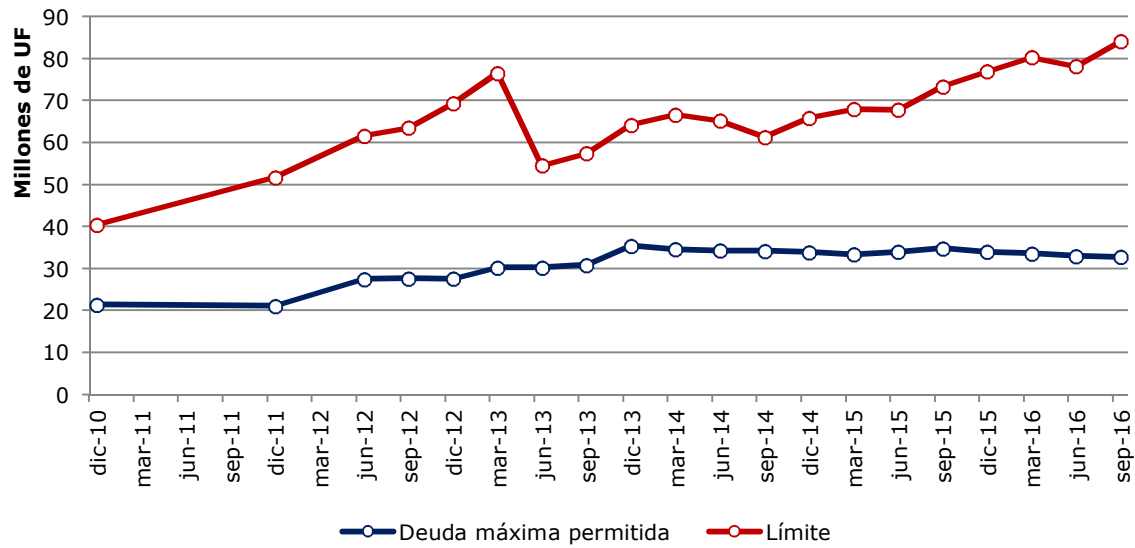


Ilustración 6: Evolución del *covenant*

"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."