

## Plaza S.A

Marzo 2009

| Categoría de Riesgo y Contacto |                              |  |   |
|--------------------------------|------------------------------|--|---|
| Tipo de Instrumento            | Categoría                    | Contactos  |   |
| Bonos<br>Tendencia             | <b>AA-</b><br><i>Estable</i> | Socio Responsable<br>Gerente a Cargo<br>Analista<br>Teléfono | Alejandro Sierra M.<br>Aldo Reyes D.<br>Andrés Silva P.<br>56-2-433 5200  |
| Otros Instrumentos             |                              | Fax<br>Correo Electrónico<br>Sitio Web                       | 56-2-433 5201<br><a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a><br><a href="http://www.humphreys.cl">www.humphreys.cl</a> |
| EEFF base                      | 30 de diciembre de 2008      | Tipo de Reseña   | Nueva Clasificación   |

| Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda |                           |
|---|---------------------------|
| Línea de Bonos a 10 años (03 de marzo de 2009)      | En Proceso de Inscripción |
| Línea de Bonos a 30 años (03 de marzo de 2009)      | En Proceso de Inscripción |

## Opinión

### Fundamento de la Clasificación

**Plaza S.A.** (en adelante Mall Plaza), con 18 años de presencia en el mercado, es un grupo dedicado al desarrollo de Centros Comerciales (*mall*) a través de la construcción y posterior administración de los mismos.

Mall Plaza es actualmente el principal actor a nivel nacional, operando nueve centros en el país, de los cuales cinco se ubican en la Región Metropolitana. Además cuenta con presencia en Perú a través de la operación de un centro comercial en la ciudad de Trujillo. Según datos a diciembre de 2008, la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 213 millones, con una superficie arrendable del orden de los 762 mil metros cuadrados.

Entre las principales fortalezas de **Plaza S.A.**, que sirven de fundamento para la calificación de su solvencia en "Categoría AA-", destacan las características propias del negocio, el cual, una vez que se materializan las inversiones, permite que el flujo de caja operacional de la empresa sea elevado en relación con su nivel de ingresos (durante el año 2008 el Ebitda del emisor representó el 69% de sus ingresos). Junto a ello se debe considerar que la tenencia de diez centros comerciales atenúa los efectos del debilitamiento de un punto de venta en particular, que los arriendos se encuentran mayoritariamente pactados en términos fijo y unidades de fomento(menor sensibilidad a los ciclos económicos) y que, en general, los *mall* presentan una madurez adecuada.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el liderazgo del grupo a nivel nacional en el negocio donde participa, alcanzando a la fecha una cuota de mercado cercana al 32%. Asimismo, se reconoce la experiencia del grupo en el desarrollo de nuevos centros comerciales, en términos de capacidad de análisis de nuevas locaciones, procesos de negociación en compras de terrenos y relación con arrendatarios.

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

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

El proceso de evaluación también incorpora el alto nivel de competencia en el sector en que se desenvuelve la compañía (los tres principales actores poseen el 72% del mercado), lo que puede generar en el mediano-largo plazo, presiones en el precio de arrendamiento de cada local. Tampoco se puede descartar que el crecimiento del sector genere a futuro una disminución en la demanda de los centros ya existentes y/o pueda provocar un exceso de capacidad instalada en zonas geográficas específicas. Asimismo, cambios en los hábitos de consumo en la población podrían influir en una menor afluencia a los centros comerciales.

También es importante destacar que la empresa ha entregado garantías hipotecarias en favor de algunos de sus acreedores (de acuerdo con la información del emisor, los activos entregados en

prenda, medido a valor de mercado, representan del orden del 11% total). Sin embargo, la administración de la empresa ha manifestado que la emisión de títulos de deuda se enmarca en un plan que tiene como objetivo adecuar ésta de mejor manera a los flujos de la compañía y, a su vez, iniciar un proceso de levantamiento de cauciones que se iría materializando en el corto o mediano plazo, dependiendo de las condiciones del mercado.

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

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 Plaza S.A. – dado el bajo nivel de riesgo asignado - podría verse favorecida en la medida que en el futuro, el negocio sea abordado con una menor relación entre nivel de deuda y flujos ya consolidados (reducción en la importancia relativa de los nuevos proyectos).

Asimismo, para la mantención de la clasificación, se hace necesario que la empresa no altere significativamente su endeudamiento relativo y, a su vez, inicie el proceso de liberación de garantías hipotecarias.

### Definición Categoría de Riesgo

#### Categoría AA

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

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

### Oportunidades y Fortalezas

**Líder en Participación de Mercado:** Mall Plaza es el principal operador de centros comerciales dentro de Chile con una participación de mercado cercana al 32%, con más de 1.700 locales en arriendo de distintas dimensiones y una afluencia de más de 160 millones de personas al año. Lo anterior, representa una ventaja comparativa para la compañía en diversos ámbitos, entre los que se encuentra la diversificación de ingresos por *mall*. Además, este liderazgo se da dentro de un sector que, comparado con los estándares de países desarrollados, presenta un bajo nivel de penetración. Se estima que en Chile la penetración se sitúa en torno al 21% comparado con 47% y 52% de Canadá y EE.UU.

**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 93%), los cuales están establecidos en contratos de arriendo a largo plazo (éstos varían desde un promedio en torno a los cinco años para las tiendas especializadas y hasta un promedio sobre 20 años para las tiendas departamentales) y valorizados en unidades de fomento (U.F.), lo que permite a la compañía no exponerse a la volatilidad del mercado minorista, sino que mas bien estar ligada al crecimiento del país. Asimismo, se observa estabilidad histórica en los flujos del grupo gracias a una alta tasa de ocupación de sus mall en conjunto con lo expuesto anteriormente.

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

**Know How en el Negocio de Centros Comerciales:** Dentro del negocio de los centros comerciales, un factor de vital importancia dice relación con la operación del mismo, así como también de la ubicación de cada centro. Dado lo anterior, es una fortaleza relevante para Plaza S.A. la extensa trayectoria que poseen desarrollando proyectos de centros comerciales (19 años), alcanzando un conocimiento elevado en cuanto a la operatividad del mismo, ligado a un conocimiento específico en lo que se refiere a negociación de compra de nuevos terrenos, así como la elección de los mismos en base a estudios técnicos enfocados a determinar el flujo que tendrá cada nuevo proyecto a construir. La experiencia de la empresa queda reflejada en el éxito de sus actual *mix* de centros comerciales.

**Solvencia del Grupo Controlador:** Finalmente, se destaca la solvencia del grupo controlador de Plaza S.A., el Grupo Falabella, entidad con capacidad financiera para apoyar futuros requerimientos

---

de capital y con experiencia en el sector comercial (Falabella presenta activos y patrimonios por US\$ 7.366 millones y US\$ 2.922 millones, respectivamente).

---

## 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 diez centros comerciales (baja la importancia relativa de cada nueva inversión) y por la experiencia del emisor (19 años en el mercado y líder de la industria).

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

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

---

## Antecedentes Generales

### Historia

- En 1990 se inaugura Mall Plaza Vespucio, primer centro comercial del grupo, el cual presentó una innovación significativa en cuanto a su formato, el cual se convertiría con los años en un modelo a seguir por el resto de los participes de la industria.
- En 1994 se abre el Mall plaza Oeste, ubicado en la comuna de Maipú.
- En 1995 comienza sus operaciones Mall Plaza El Trébol, ubicado en la ciudad de Concepción.

- En 1998 se inauguran dos nuevos centros comerciales: Mall Plaza Tobalaba (ubicado en Puente Alto) y Mall Plaza La Serena.
  - En el año 2003 se inaugura Mall Plaza Norte, ubicado en Huechuraba, correspondiente al séptimo centro comercial de la cadena.
  - Durante el año 2006 entra en funcionamiento Mall Plaza Antofagasta.
- En el 2007 se inaugura el primer proyecto fuera de Chile, correspondiente a Mall Plaza Aventura, en la ciudad de Trujillo, Perú.
- Finalmente, durante el año 2008, se inauguran Mall Plaza Alameda y Mall Plaza Sur (San Bernardo).

## Propiedad

---

Al 31 de diciembre de 2008, la propiedad de Mall Plaza S.A. se compone de la siguiente manera:

| Accionista  | % Propiedad   |
|---|---------------|
| Desarrollos Inmobiliarios S.A. (filial Falabella) | 59,28%        |
| Inversiones Avda Borgoño Ltda.                    | 20,06%        |
| Inversiones Prima Ltda.                           | 16,47%        |
| Inversiones Amal Ltda.                            | 4,12%         |
| 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 con el desarrollo de locales innovadores, logran diversificar los ingresos por distintos rubros así como también atomizar

el número de arrendatarios. A continuación se presenta la distribución por tipo de local que posee Plaza S.A. a septiembre de 2008 (no incluye los locales de Mall Plaza Sur):

| Tipo de Negocio                      | Chile | Perú |
|--------------------------------------|-------|------|
| Tiendas Departamentales              | 24    | 2    |
| Tiendas Especializadas               | 1.154 | 67   |
| Bulevares de Servicios y Financieros | 196   | 15   |
| Restaurantes Patios de Comida        | 115   | 8    |
| Autoplaza (7 centros)                | 130   |      |
| Salas de Cine                        | 62    | 6    |
| Restaurantes Patios de Comida        | 64    | 4    |
| Zonas de Juegos                      | 11    | 1    |
| Centros Médicos                      | 6     |      |
| Hipermercados                        | 6     | 1    |
| Biblioteca Pública                   | 5     |      |
| Gimnasios                            | 5     |      |
| Centros de Educación Superior        | 4     |      |
| Salas de Exposiciones                | 3     |      |
| Homecenter                           | 4     | 1    |

### Cifras Relevantes

A continuación se detallan las principales partidas del desempeño financiero de la compañía, con información entregada por la compañía a Septiembre de 2008 (Estados Financieros consolidados).

El Resultado Operacional a septiembre de 2008 alcanza los \$43.559 millones, lo cual significa un aumento de 26% en relación a lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Esto se explica por una mejora en los ingresos de explotación del orden del 30%; sin embargo, la relación entre los costos de explotación y los ingresos pasó de ser un 24% a septiembre de 2007 a un 25% a septiembre de 2008. Lo anterior generó a su vez que el margen de explotación se elevara en un 28%.

Por su parte los Gastos de Administración y Ventas alcanzaron a septiembre de 2008 los \$12.925 millones, lo que representa un aumento del 12% con respecto al mismo periodo del año anterior. Asimismo, al analizar la relación de los Gastos con respecto a los ingresos generados en cada

periodo, se observa una menor eficiencia de en torno a un punto porcentual, pasando de ser 16% en septiembre de 2007 a 17% en septiembre del año siguiente.

En términos de su Deuda Financiera, Mall Plaza mantiene a septiembre de 2008 obligaciones por \$429.724 millones, lo que corresponde a un 82% más que en el mismo periodo del año anterior. Por su parte, el Ebitda generado por la compañía a septiembre de 2008 corresponde a \$48.478 millones, lo que significa un aumento de 27% en relación a septiembre de 2007. Al anualizar el Ebitda de la compañía, este alcanza los \$64.638 millones, por lo que su relación Deuda Financiera sobre Ebitda es de 6,6 veces, mientras que a septiembre de 2007 esta alcanzaba las 4,6 veces. Lo anterior, a juicio de **Humphreys**, es consistente con el modelo de negocio de Mall Plaza, donde el monto de la inversión inicial es alto, pero sus flujos son moderadamente 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.

*"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"*