



Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analistas

Macarena Villalobos M.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

macarena.villalobos@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

**Plaza S.A.**

Febrero 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	AA+
Efectos de comercio	Nivel 1+/AA+
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2018 <sup>1</sup>

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

#### Estados de Resultado Consolidado IFRS

MM\$	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de actividades ordinarias	165.430	192.401	226.552	247.774	260.422	280.472	309.370
Costo de ventas	-27.960	-36.208	-44.950	-55.672	-61.864	-61.103	-73.4078
<b>Ganancia bruta</b>	<b>137.470</b>	<b>156.193</b>	<b>181.602</b>	<b>192.102</b>	<b>198.558</b>	<b>219.369</b>	<b>235.962</b>
Gasto de administración	-17.186	-23.211	-24.550	-26.809	-28.672	-35.582	-35.344
Costos financieros	-19.100	-26.524	-27.898	-29.322	-28.923	-27.482	-31.218
<b>Ganancia</b>	<b>49.315</b>	<b>91.381</b>	<b>85.847</b>	<b>95.097</b>	<b>140.405</b>	<b>143.808</b>	<b>151.093</b>
<b>EBITDA</b>	<b>137.721</b>	<b>153.968</b>	<b>184.261</b>	<b>190.126</b>	<b>209.236</b>	<b>222.408</b>	<b>247.276</b>

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2018, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

#### Balance General Consolidado, IFRS

MM\$	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Activos corrientes	131.219	194.586	119.073	135.826	130.189	168.947	215.255
Activos no corrientes	1.946.724	2.151.625	2.296.697	2.384.701	2.957.507	3.053.150	3.114.218
<b>Total activos</b>	<b>2.077.943</b>	<b>2.346.211</b>	<b>2.415.770</b>	<b>2.520.527</b>	<b>3.087.696</b>	<b>3.222.097</b>	<b>3.329.473</b>
Pasivos corrientes	63.501	180.520	153.864	166.479	219.102	176.351	180.324
Pasivos no corrientes	866.261	958.323	1.066.298	1.099.141	1.186.698	1.302.126	1.320.726
Total pasivos	929.762	1.138.843	1.220.163	1.265.620	1.405.800	1.478.478	1.501.050
Patrimonio	1.148.181	1.207.368	1.195.607	1.254.907	1.681.896	1.743.620	1.828.423
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>2.077.943</b>	<b>2.346.211</b>	<b>2.415.770</b>	<b>2.520.527</b>	<b>3.087.696</b>	<b>3.222.097</b>	<b>3.329.473</b>
Deuda financiera	629.861	825.878	834.810	870.376	871.808	938.967	944.752

## 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 17 centros comerciales en el país, de los cuales ocho se ubican en la Región Metropolitana. Además, cuenta con presencia internacional con tres malls en Perú y dos en Colombia.

A septiembre de 2018, la empresa generó ingresos cercanos a UF 11,2 millones, su deuda financiera se ubicó cerca de UF 34,6 millones (un 3,43% más baja que en diciembre de 2017) y operaba una superficie arrendable del orden de los 1.650.000 metros cuadrados (83% en Chile, 12% en Perú y 5% en Colombia). En este contexto y dado el giro del emisor (inmobiliario), la clasificación de riesgo considera que el emisor mantiene una deuda controlada con una relación de deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP<sup>2</sup>) reducida (4,9 a septiembre de 2018).

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 mundial y nacional de 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 también en la sólida demanda

<sup>2</sup> 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.

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 destaca el hecho que una vez que se materializan las inversiones se genera en la empresa un flujo de caja operacional elevado en relación con su nivel de ingresos. Junto con lo anterior, se debe considerar que la administración de 22 centros comerciales atenúa los efectos del debilitamiento de un punto de venta en particular (lo que se ha ido fortaleciendo con el tiempo, ya que a la fecha ningún centro comercial supera el 18% de generación de EBITDA) y que los arriendos se encuentran mayoritariamente pactados a largo plazo con una madurez promedio cercana a los siete años, y expresados en unidades de fomento (UF), lo cual limita los impactos de la inflación sobre los ingresos.

Además, un elemento favorable es la política respecto del *duration* de su deuda, que 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 levemente superior al de los contratos de arriendo. Sin perjuicio de lo anterior, se pondera con mayor fuerza el calce exhibido entre los flujos de ingresos y la amortización de la deuda.

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 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 los riesgos de una baja rentabilidad y 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 los aspectos mencionados reducirían los niveles de "holgura" para el pago de los bonos, pero difícilmente provocarían un incumplimiento de los compromisos financieros adquiridos. Sin embargo, la compañía ha realizado inversiones para mitigar ese riesgo.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la empresa no incremente sus niveles de endeudamiento relativo y que mantenga las holguras en el perfil de pago de su deuda con vencimientos anuales que 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 79%).
- 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 relativo a otras industrias.
- 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 2018

Durante el 2018, la compañía generó ingresos por \$ 309.370 millones, lo que representa un incremento de 10,30% para el cierre del año 2017, producto de las aperturas del Mallplaza Los Dominicos; Mallplaza Arica y Mallplaza Manizales y las ampliaciones a otros malls. Los costos de ventas se incrementaron un 20,14% alcanzando los \$ 73.407 millones, lo que responde al gasto de operaciones y depreciaciones, además de mayores impuestos a los bienes raíces (contribuciones). A su vez, los gastos de administración se redujeron en un 0,67%, debido principalmente a gastos no recurrentes por la apertura del Mall Plaza los Domínicos. De

esta forma, el EBITDA, de 2018 de la compañía, finalizó con un alza de 11,18%, llegando a \$ 247.276 millones. Esta cifra equivale al 79,93% de los ingresos.

La deuda financiera de la empresa finalizó en \$ 944.752 millones, lo que representa un aumento de 0,62% respecto de diciembre de 2017. De esta forma, la deuda financiera de la compañía, en relación con el EBITDA, se ubicó en 3,8 veces.

## 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.

### 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 1.650.000 metros cuadrados arrendables dentro de tres países y una afluencia de 280 millones<sup>3</sup> de personas en el año 2017. 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 (salvo en sectores geográficos muy específicos). **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

<sup>3</sup> Últimos 12 meses al cierre de septiembre de 2018.

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 UF, 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, algunos factores de vital importancia son la operación y la ubicación de cada mall. Dado lo anterior, una fortaleza relevante de **Mall Plaza** es la amplia trayectoria que posee desarrollando proyectos de centros comerciales (más de 25 años) con conocimiento elevado en la operación, experiencia específica en la negociación de compra de nuevos terrenos y la elección de estos últimos en base a estudios técnicos para determinar el flujo que tendrá cada nuevo proyecto a construir. De la misma manera, la empresa posee un fuerte dominio en iniciativas 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, destaca la solvencia del 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\$ 22.910 millones y US\$ 8.331 millones, respectivamente<sup>4</sup>)

## 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 es atenuando por la existencia de 22 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).

<sup>4</sup> Segundo datos al 30 de septiembre de 2018 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 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 el balance y los resultados 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. Posteriormente, en 1994 se abrió Mall Plaza Oeste, ubicado en la comuna de Maipú, en los años siguientes se mantuvo una activa apertura de centros comerciales en Chile los cuales a septiembre de 2018 ya totalizan 22 centros. En los últimos años, la compañía ha incursionado en Colombia con la apertura de dos centros comerciales y tres centros en Perú.

Actualmente, la compañía está enfocada en el desarrollo de tres malls, siendo estos en la ciudad de Cali y Barranquilla en Colombia y en la localidad de Comas en Perú.

### Propiedad

Al 31 de septiembre de 2018, la propiedad de Mall Plaza se compone tal como la ilustra la *Tabla 1*.

**Tabla 1:** Accionistas de la sociedad

Accionistas	Propiedad
Desarrollos Inmobiliarios Spa. (filial de Falabella)	59,28%
Inversiones Avenida Borgoño Ltda.	14,02%
Rentas Tissa Ltda.	11,50%
Inversiones Amal Ltda.	2,43%
Inversiones Cachagua Spa.	1,38%

AFP Habitatrat S.A. Para Fondo pensión C	1,27%
Banco de Chile por Cuenta de terceros no Residentes	0,97%
AFP Habitat S.A. Fondo Tipo A	0,69%
Fondo Mutuo BTG Pactual Chile Acción	0,66%
BTG Pactual Chile S.A. C de B	0,62%
AFP Habitat S.A. Fondo Tipo B	0,61%
Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	0,53%

## Líneas de negocio

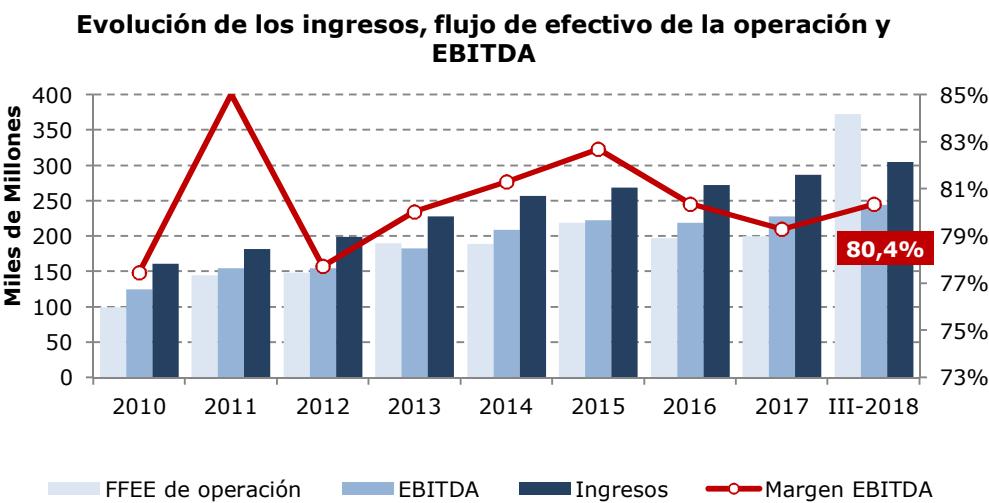
El negocio de **Mall Plaza** está, fundamentalmente, enfocado en la construcción y posterior arriendo de centros comerciales. Para lo anterior, el grupo ha desarrollado una amplia gama de tipos de locales, que ayudan a cubrir las necesidades tanto del público que acude a los centros comerciales como los requerimientos específicos de espacio de sus arrendatarios. Además, la estrategia de desarrollo logra diversificar los ingresos por distintos rubros, así como también atomizar el número de arrendatarios. A la fecha, cuenta con más de 3.900 locales distribuidos entre 22 malls.

## Análisis financiero

### Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos muestran un comportamiento con baja volatilidad y un crecimiento constante. En los últimos cinco años, los ingresos han crecido en promedio un 6,02% 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, es así como para el ciclo 2010 al año móvil finalizado en septiembre de 2018, este ratio ha superado el 80,4%<sup>5</sup> de los ingresos, en todo el periodo de evaluación.

<sup>5</sup> Cabe señalar que las nuevas aperturas, hasta no consolidarse, tienden a disminuir el ratio, sin embargo, su impacto definitivo depende de la importancia relativa de los nuevos centros.

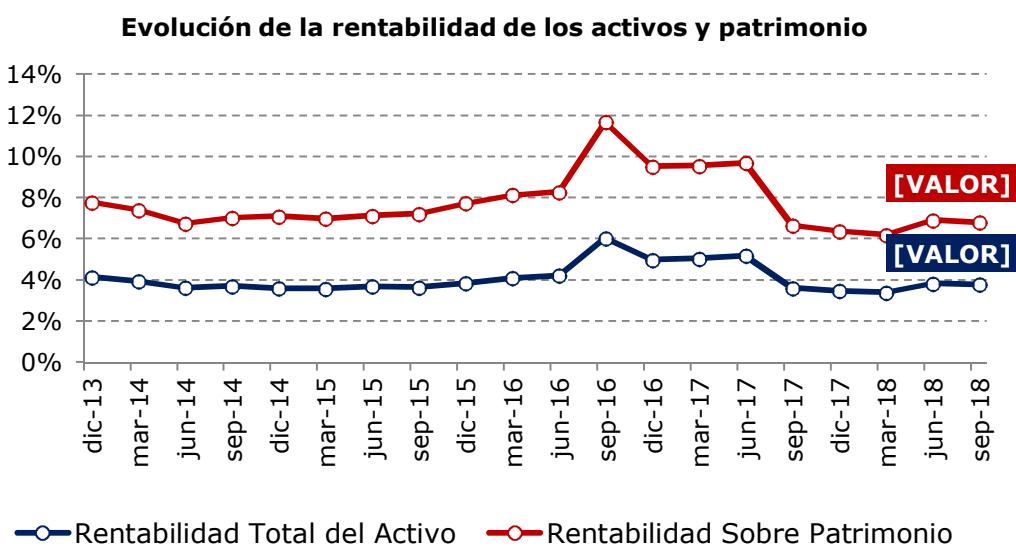


**Ilustración 1:** Evolución de los ingresos flujo de efectivo de la operación y EBITDA

## Rentabilidad

En el año móvil finalizado en septiembre de 2018, la rentabilidad sobre el patrimonio alcanzó un 6,8% (superior al 6,4% alcanzado al cierre de 2017), mientras que la rentabilidad del activo fue de 3,8% (superior al 3,5% obtenido al cierre de 2017). Ambos incrementos se deben a una mayor ganancia obtenidas en los últimos doce meses, además de un alza en el patrimonio y activos de la empresa.

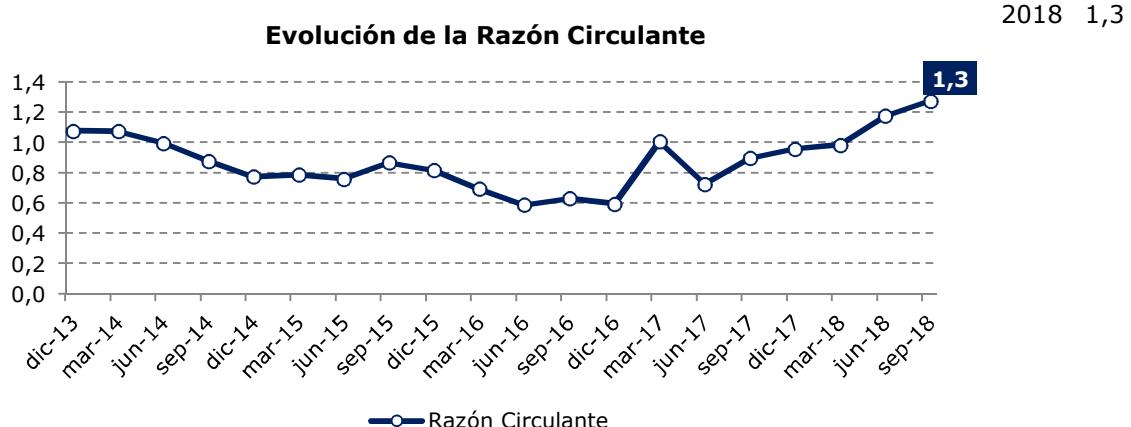
A continuación, se aprecia la evolución de la rentabilidad del patrimonio y de los activos de Mall Plaza.



**Ilustración 2:** Rentabilidad del activo y patrimonio

## Liquidez

La liquidez de la compañía, medida como la razón circulante, presentó niveles inferiores a uno entre junio de 2014 y diciembre de 2016. Posteriormente, mostró un aumento importante, llegando a superar la unidad, debido al incremento del activo corriente, específicamente de la cuenta "Efectivo y equivalente al efectivo". Posteriormente, se han mantenido niveles de liquidez crecientes, producto de una alta posición de caja, alcanzando en septiembre de 2018 1,3 veces.



**Ilustración 3:** Evolución razón circulante

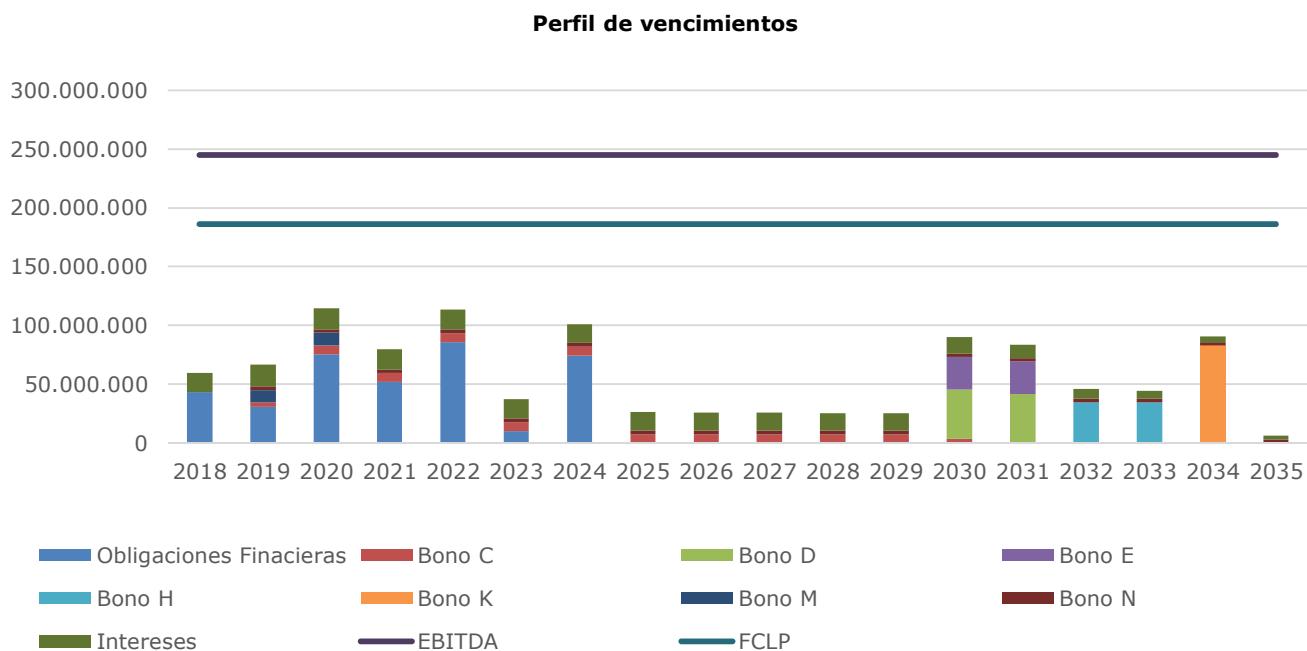
## Endeudamiento

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). A septiembre de 2018, se puede apreciar que el nivel de endeudamiento se redujo levemente llegando a las 0,8 veces.



**Ilustración 4:** Evolución del patrimonio

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 comparados 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.

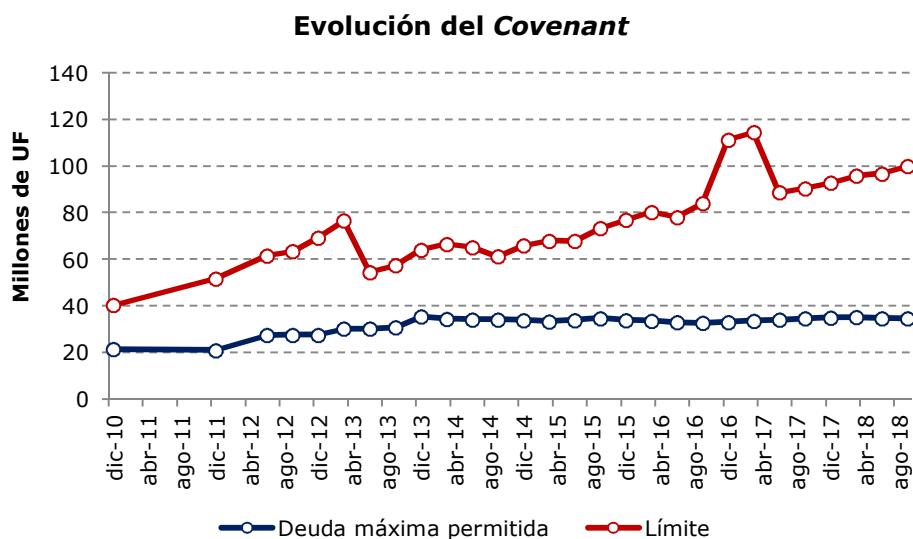


**Ilustración 5:** Evolución del perfil de vencimientos<sup>6</sup> frente al FCLP y EBITDA

## Covenants financieros

Covenants financieros		
Miles de UF	Límite	sep-18
Deuda máxima permitida	99.921	34.613

<sup>6</sup> Para la confección del perfil de vencimiento se realizó una estimación de obligaciones financieras de acuerdo a información proporcionada por la Comisión para el Mercado financiero, mientras que las amortizaciones e interés de los bonos se obtuvo de LVA Indices.



"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."