



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 - 2 - 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Plaza S.A.

Febrero 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	AA Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 de septiembre de 2011

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de bonos Serie A	Nº 583 de 30.04.09 Primera emisión
Serie B	Primera emisión
Serie D	Segunda emisión
Línea de bonos Serie C	Nº 584 de 30.04.09 Primera emisión
Serie E	Segunda emisión
Serie F	Segunda emisión
Línea de bonos Serie G	Nº 669 de 30.05.11 Primera emisión
Línea de bonos Serie H	Nº 670 de 30.05.11 Primera emisión

EERR Consolidado IFRS

M\$	Sept-2011	Sept-2010
Ingresos de actividades ordinarias	98.935.658	85.680.559
Costo de ventas	-15.406.271	-13.734.990
Otros gastos por función	-544.401	-1.723.468
Costos financieros	-13.133.932	-12.912.486
Ganancia	42.678.699	36.310.966

Balance General Consolidado, IFRS

M\$	Sept-2011	Dic-2010
Activos Corrientes	52.406.555	90.711.786
Activos No Corrientes	1.727.774.905	1.668.394.248
Total Activos	1.780.181.460	1.759.106.034
Pasivos Corrientes	63.654.006	147.402.005
Pasivos No Corrientes	612.790.447	551.976.336
Patrimonio	1.056.091.159	1.025.308.240

Opinión

Fundamento de la clasificación

Plaza S.A. (Mall Plaza) es un grupo con 21 años de experiencia en el desarrollo de centros comerciales a través de la construcción y posterior administración de los mismos. Dentro de su rubro, es actualmente el principal actor a nivel nacional, operando once centros comerciales en el país, de los cuales seis se ubican en la Región Metropolitana. Además, cuenta con presencia en Perú a través de la operación de tres *malls* Aventura Plaza en Callao (Lima), Arequipa y Trujillo. Según datos a septiembre de 2011, la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 190 millones, con una superficie arrendable del orden de los 900.000 metros cuadrados. Su deuda financiera asciende a cerca de US\$ 863 millones.

Los principales fundamentos que sustentan su clasificación en "Categoría AA", son fundamentalmente la estabilidad que presentan los indicadores financieros y la generación de caja de la compañía, aun tomando en consideración la crisis económica ocurrida a nivel mundial y nacional durante el año 2008 y 2009, lo que deja de manifiesto que su estructura de ingresos, es en los hechos relativamente inelástica, producto de su política de fijación de tarifas de arrendamiento. También se 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. Junto con lo anterior, se debe considerar que la operación de once centros comerciales atenúa los efectos del debilitamiento de un punto de venta en particular, que los arriendos se encuentran mayoritariamente pactados en términos fijos a plazos mayores a cuatro años y en Unidades de Fomento (menor sensibilidad a los ciclos económicos) y que, en general, los *mall* presentan una madurez adecuada.

Además, un elemento favorable dice relación con las nuevas emisiones de bonos, que le han permitido reducir la importancia relativa de los bancos como acreedores (hoy día en 36%), en esta misma línea es importante la política de ajuste en el *duration* de su deuda la cual se ha alineado en relación con la exhibida por sus contratos de arriendos (fuente generadora de ingresos), de tal forma que según la última información recopilada, ambos se encuentran en torno a los 8 años.

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

Complementariamente, la clasificación se ve favorecida por el liderazgo del grupo a nivel nacional en el negocio donde participa. Asimismo, se reconoce su experiencia 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 ve contraída por el hecho de que la sociedad es intensiva en activo fijo, situación que lleva a que el crecimiento implique elevados niveles de inversión que, usualmente, son financiados en un porcentaje no menor con endeudamiento. En este sentido, la ejecución de proyectos no exitosos o menos rentables que los existentes podría deteriorar la relación actual entre la capacidad de generación de flujos del emisor y sus obligaciones financieras.

El proceso de evaluación también incorpora el alto nivel de competencia en el sector en que se desenvuelve la compañía, lo que puede generar en el mediano-largo plazo presiones en el precio de arrendamiento de cada local. Tampoco se puede descartar que en el mediano largo plazo existan cambios en los hábitos de compra de los consumidores que generen una disminución en la demanda de los centros ya existentes y/o pueda provocar un exceso de capacidad instalada en zonas geográficas específicas. Todos estos aspectos reducirían en los niveles de "holgura" para el pago de los bonos, pero difícilmente provocarían un incumplimiento de los compromisos financieros adquiridos.

La perspectiva de la clasificación se califica "*Estable*", por cuanto en el mediano plazo, en nuestra opinión, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

A futuro, la clasificación de solvencia de **Mall Plaza** –dado el bajo nivel de riesgo asignado- podría verse favorecida si el negocio es abordado con una menor relación entre nivel de deuda, por un lado, y flujos ya consolidados y con mayor grado de diversificación.

Asimismo, para la mantención de la clasificación es necesario que la empresa mantenga el perfil de deuda de sus créditos, en particular que los vencimientos anuales con plazos superiores a diez años puedan ser cubiertos con la generación de caja anual, incluso suponiendo fuertes disminuciones en el precio de arrendamiento por metro cuadrado.

Definición de Categorías 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.

Oportunidades y Fortalezas

Líder de mercado: **Mall Plaza** es el principal operador de centros comerciales en Chile, con cerca a 900.000 metros cuadrados arrendables y una afluencia de más de 207 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.

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 alrededor del 93%), 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 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*s. 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, 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 (21 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. La experiencia de la empresa queda reflejada en el éxito de sus 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 patrimonios por cerca US\$ 14.000 millones y US\$ 6.200 millones, respectivamente¹).

¹ Según datos al 30 de septiembre de 2011

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\$ 100 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 once centros comerciales (baja la importancia relativa de cada nueva inversión) y por la experiencia del emisor (21 años en el mercado y líder de la industria).

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

Hábitos de compra de la población: El éxito de los centros comerciales está dado por la afluencia de público; sin embargo, a futuro, en el mediano o largo plazo, podría haber cambios en las costumbres de los consumidores, privilegiando locaciones menos concurridas o incrementándose las compras vía internet. En todo caso, se considera que un atenuante es que en los últimos años las compras en centros comerciales han ido consistentemente en aumento.

Concentración en la generación de caja: No obstante que **Mall Plaza** presenta una diversificación superior al de su competencia específica, en términos absolutos mantiene aún tres centros comerciales que representan cerca del 50% de su EBITDA.

Hechos Recientes

Los ingresos ordinarios a septiembre de 2011 alcanzaron los \$ 98.935 millones, lo cual implica un aumento de 15,47% en relación a lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Los costos de venta alcanzaron los \$ 15.406 millones presentando un aumento de 12,17% en relación al mismo periodo del año anterior.

Por su parte, los gastos de administración alcanzaron a septiembre de 2011 \$ 11.953 millones, lo que representa un aumento del 17,99% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Con todo, la compañía alcanzó una ganancia final de \$ 42.679 millones, que se compara positivamente con la ganancia de \$ 36.311 a septiembre de 2010.

En términos de su deuda financiera, **Mall Plaza** mantenía a septiembre de 2010 obligaciones por \$ 450.021 millones. Por su parte, el EBITDA móvil generado por la compañía a la misma fecha correspondía a \$ 188.533 millones. La deuda financiera de la compañía, en relación a su EBITDA móvil es de 3,8 veces. Lo anterior, a juicio de **Humphreys**, es consistente con el modelo de negocio de **Mall Plaza**, rubro inmobiliario, donde el monto de la inversión inicial es elevado, pero reducido en la etapa de operación con flujos estables en el tiempo, lo que sumado a un perfil de pago adecuado, permite a la compañía hacer frente de manera holgada a sus obligaciones, incluso en escenarios de alto *stress* económico.

Con fecha 7 de junio de 2011, **Mall Plaza** realizó una tercera colocación con cargo a sus líneas de bonos. De esta forma se emitió la serie G por UF 1.000.000 a una tasa de 3% de interés anual a un plazo de 5 años, con una única amortización de capital al vencimiento del plazo y la serie H por UF 2.500.000 a una tasa de 3,5% de interés anual y a un plazo de 22 años, con amortizaciones de capital a partir del año 2032.

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 participes de la industria.
- En 1994 se abrió Mall Plaza Oeste, ubicado en la comuna de Maipú.
- En 1995 Mall Plaza El Trébol, ubicado en la ciudad de Concepción, comenzó sus operaciones.
- En 1998 se inauguraron dos nuevos centros comerciales: Mall Plaza Tobalaba (ubicado en Puente Alto) y Mall Plaza La Serena.
- En 2003 se inauguró Mall Plaza Norte, ubicado en Huechuraba, correspondiente al séptimo centro comercial de la cadena.
- Durante 2006 entró en funcionamiento Mall Plaza Antofagasta.

En el 2007 se inauguró el primer proyecto fuera de Chile, correspondiente a Mall Plaza Aventura, en la ciudad de Trujillo, Perú.

- Durante 2008 se inauguran Mall Plaza Alameda y Mall Plaza Sur (San Bernardo).
- En abril de 2009 se efectuó la compra de Inmobiliaria Mall Calama S.A.
- El año 2012 la compañía se encuentra en la construcción de dos centros comerciales en Chile: Mall Plaza Egaña y Mall Plaza Bio Bio, además se construye un cuarto *mall* en Perú (Aventura Plaza Santa Anita en Lima) y el primero en Colombia (Mall Plaza El Castillo en Cartagena de Indias).

Propiedad

Al 31 de diciembre de 2011 la propiedad de **Mall Plaza** se componía de la siguiente manera:

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

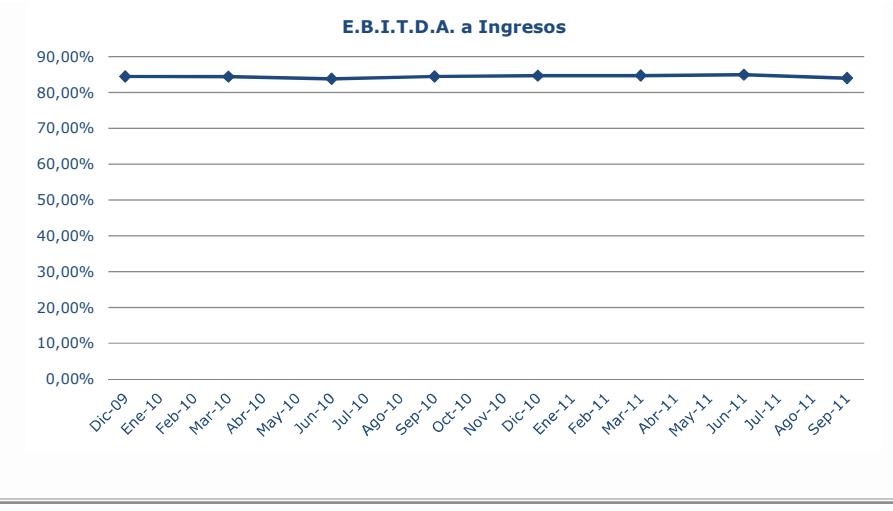
Líneas de negocio

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, la estrategia de desarrollo logra diversificar los ingresos por distintos rubros así, como también atomizar el número de arrendatarios. A continuación se presenta la distribución por tipo de local que posee **Mall Plaza** al 2011:

Tipo de Negocio	
Tiendas Departamentales	29
Tiendas Especializadas	1.152
Bulevares de Servicios y Financieros	351
Restaurantes Patios de Comida	171
Autoplaza (7 centros)	130
Salas de Cine	76
Restaurantes	96
Zonas de Juegos	13
Centros Médicos	11
Hipermercados	8
Biblioteca Pública	10
Gimnasios	8
Centros de Educación Superior	6
Salas de Exposiciones	3
Homecenter	6

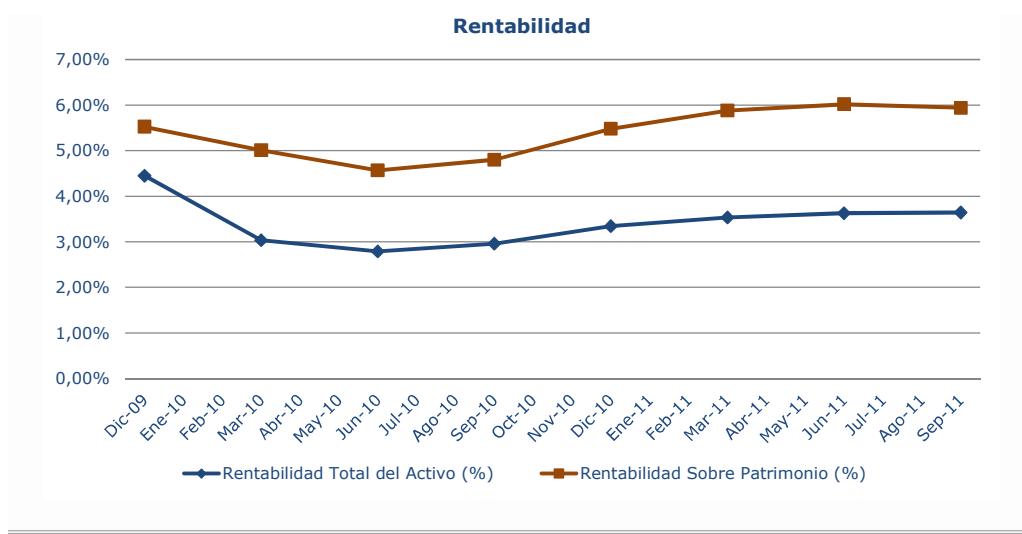
Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos de explotación muestran un comportamiento con baja volatilidad y con un crecimiento constante, observando los resultados móviles. 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 periodo 2001 a 2011 este ratio fluctúa entre 82% y 87%.



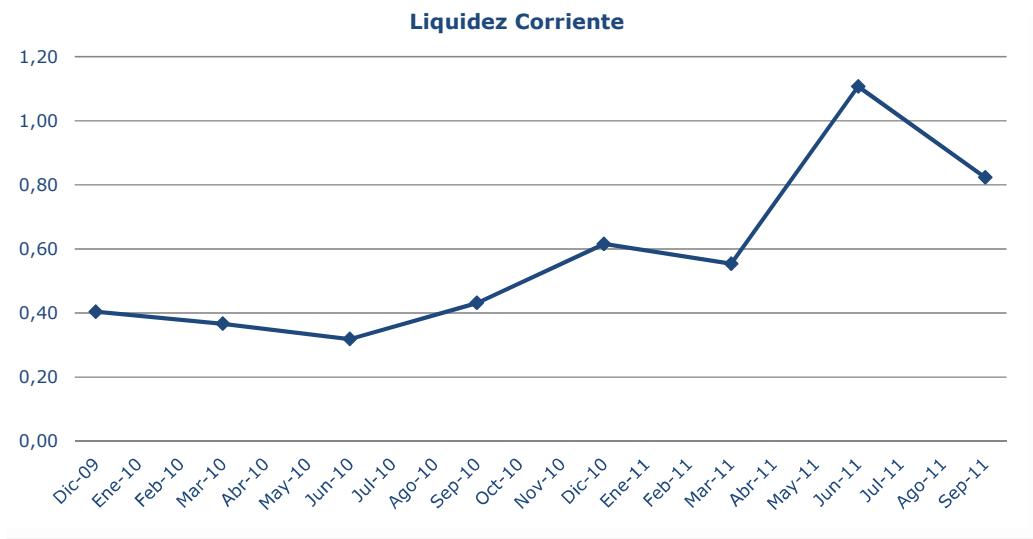
Rentabilidad

Al analizar entre el período 2009 y 2011, bajo la norma IFRS, la rentabilidad de la compañía presentó una disminución producto principalmente de dos efectos: la entrada de nuevos *malls* al activo de la compañía (que requieren de un período de maduración para alcanzar su nivel de generación de flujos de largo plazo) y la valorización a valor justo de los activos que ésta poseía al inicio de la aplicación de IFRS en 2009 y su posterior mantención a costo histórico que se deprecia, en vez de la revalorización periódica a valor justo. Lo anterior hizo aumentar el activo y el patrimonio de la sociedad, impactando negativamente en los indicadores de rentabilidad. Sin embargo ya desde el tercer trimestre del año 2010, los indicadores tomaron sendas de crecimiento.



Liquidez

La compañía presenta niveles de liquidez bajo 1, con variaciones importantes en algunos periodos. No obstante, en opinión de la clasificadora, esta situación no reviste un evento adverso de relevancia considerando que mensualmente la empresa recauda ingresos estables y con bajo nivel de riesgo, además de tener un elevado acceso al crédito para capital de trabajo.



Endeudamiento

En general, el endeudamiento absoluto de la compañía ha presentado niveles estables, aunque cabe destacar que la empresa se ha diversificado en relación a sus fuentes y ha aumentado el *duration* de la deuda, acercándolo al promedio de los contratos de arriendo (ambos cercanos a los 8 años). Cabe señalar 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.



En relación al perfil de pago de la deuda, se observa que éste posee una estructura acorde con el perfil del negocio (de largo plazo), es así como existen una serie importante de periodos en los cuales el pago es bajo, comparado con su generación de EBITDA. Además suponiendo una baja del 50% del EBITDA, escenario más que catastrófico para este tipo de industria, basada en bienes de capital con una alta inversión inicial y bajos costos de operación, la deuda podría ser servida de forma adecuada.

"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"