



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista

Gonzalo Neculmán G

Tel. (56-2) 433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

**Plaza S.A.**

Febrero 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Efectos de Comercio Tendencia	<b>AA</b> <b>Nivel 1+/AA</b> <b>Estable</b>
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2012

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 583 de 30.04.09
Serie A	Primera emisión
Serie D	Segunda emisión
Línea de bonos	Nº 584 de 30.04.09
Serie C	Primera emisión
Serie E	Segunda emisión
Serie F	Segunda emisión
Línea de bonos	Nº 669 de 30.05.11
Serie G	Primera emisión
Serie I	Segunda emisión
Serie J	Segunda emisión
Línea de bonos	Nº 670 de 30.05.11
Serie H	Primera emisión
Serie K	Segunda emisión
Línea de efectos de comercio	Nº 094 de 06.12.12

EERR Consolidado IFRS				
M\$	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Ingresos de actividades ordinarias	114.242.373	126.898.024	146.661.384	165.429.640
Costo de ventas	-20.874.770	-19.210.004	-20.822.232	-27.960.011
Gasto de Administración	-11.098.003	-16.090.986	-17.358.049	-17.185.648
Costos financieros	-25.574.351	-16.421.020	-16.883.119	-19.100.174
Ganancia	57.138.169	57.702.114	68.143.315	49.315.332

Balance General Consolidado, IFRS				
M\$	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Activos Corrientes	60.247.525	91.190.053	61.436.583	130.388.841
Activos No Corrientes	1.633.694.488	1.668.443.301	1.778.665.264	1.946.723.873
<b>Total Activos</b>	<b>1.693.942.013</b>	<b>1.759.633.354</b>	<b>1.840.101.847</b>	2.077.112.714
Pasivos Corrientes	149.234.139	146.458.683	54.152.790	62.670.872
Pasivos No Corrientes	519.620.290	553.446.978	671.710.651	866.261.080
Total Pasivos	668.854.429	699.905.661	725.863.441	928.931.952
Patrimonio	1.025.087.584	1.059.727.693	1.114.238.406	1.081.827.905
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>1.693.942.013</b>	<b>1.759.633.354</b>	<b>1.840.101.847</b>	2.077.112.714
Deuda Financiera	438.870.448	459.579.920	469.957.421	629.861.052



### Fundamento de la clasificación

**Plaza S.A. (Mall Plaza)** es un grupo con 22 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 doce centros comerciales en el país, de los cuales seis se ubican en la Región Metropolitana. Además, cuenta con presencia en Perú con cuatro *malls*: Aventura Plaza en Callao (Lima), Arequipa, Trujillo y Santa Anita y con presencia en Colombia con un *mall*: Mall Plaza El Castillo.

Según datos a diciembre de 2012, la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 346 millones, con una superficie arrendable del orden de los 1.216.935 metros cuadrados (954 mil en Chile, 236 mil en Perú y 26 mil en Colombia). Su deuda financiera asciende a cerca de US\$ 1.312 millones.

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 el año 2008 y 2009, lo que deja de manifiesto que su estructura de ingresos es en los hechos relativamente inelástica, tanto por su política de tarifas de arrendamiento, esencialmente fijas, como por la sólida demanda que presentan sus centros comerciales. También se destaca 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 17 centros comerciales atenúa los efectos del debilitamiento de un punto de venta en particular, que los arriendos se encuentran mayoritariamente pactados a plazos mayores a cuatro años y en unidades de fomento (menor sensibilidad a los ciclos económicos) y que, en general, los *malls* presentan una madurez adecuada.

Además, un elemento favorable dice relación con la política respecto al *duration* de su deuda, la cual se ha alineado en relación con la exhibida por sus contratos de arriendos (fuente generadora de ingresos).

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 en el largo plazo da 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 ancla” 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.

Cabe señalar que a diciembre de 2012 la compañía muestra un aumento en sus niveles relativos y absolutos de deuda, situación que responde tanto al financiamiento de varios proyectos de relevancia que están en su etapa de ejecución como a la ampliación de centros comerciales en operación. Dado ello el indicador deuda financiera neta a EBITDA ha pasado de 3,6 veces a diciembre de 2011 a 4,2 veces a diciembre de 2012. En opinión de la clasificadora, en períodos de fuerte inversión es esperable un incremento en el endeudamiento relativo del emisor lo cual debiera revertirse en el mediano plazo al incorporarse la generación de caja esperada para los nuevos proyectos; por tal razón, **Humphreys** monitoreará con particular atención la evolución y desarrollo de los centros comerciales que aún no inician sus operación o no alcanzan su madurez.

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

### 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 cerca a 954.000 metros cuadrados arrendables dentro del país y una afluencia de más de 240 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 (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 (22 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 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\$ 17.500 millones y US\$ 7.400 millones, respectivamente<sup>1</sup>).

## Factores de Riesgo

**Riesgo de crecimiento:** Como ya se ha dicho, el negocio inmobiliario es intensivo en inversión, pudiendo un proyecto superar, incluso, los UF 4 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

<sup>1</sup> Según datos al 30 de septiembre de 2012.

de la empresa. En todo caso se reconoce que este elemento está atenuando por la existencia de 17 centros comerciales (baja la importancia relativa de cada nueva inversión) y por la experiencia del emisor (22 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 diciembre de 2012 llegaron a los \$ 165.429 millones, lo cual implica un aumento de 12,7% en relación a lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Los costos de venta alcanzaron los \$ 27.960 millones presentando un incremento de 30,0% en relación a 2011.

Por su parte, los gastos de administración alcanzaron los \$ 17.185 millones, lo que representa un aumento del 2,1% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Con todo, la compañía alcanzó una utilidad final de \$ 49.315 millones, lo que significó una contracción de 27,6% respecto de 2011, producto principalmente del aumento en el gasto por impuesto a las ganancias, generado por el cambio en la normativa tributaria que lo elevó a 20%.

En términos de su deuda financiera, **Mall Plaza** mantenía a diciembre de 2012 obligaciones por \$ 629.861 millones. Por su parte, el EBITDA generado por la compañía en los últimos doce meses a igual fecha, correspondía a \$ 138.575 millones. La deuda financiera de la compañía, en relación a su EBITDA es de 4,5 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.

## 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. En los años noventa se siguieron abriendo centros comerciales, tales como Mall Plaza Trébol, Mall Plaza Tobalaba 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 la construcción de dos centros comerciales en Chile: Mall Plaza Egaña y Mall Plaza Copiapó.

## Propiedad

Al 31 de diciembre de 2012 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%
FIP Tissa S.A.	13,71%
Inversiones Amal Ltda.	4,12%
Inversiones Prima Ltda.	2,76%
FIP IMT Cachagua	0,08%
<b>Total</b>	<b>100,00%</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, 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 año 2011 y la superficie arrendable de los centros comerciales en Chile:

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 Publica	10
Gimnasios	8
Centros de Educación Superior	6
Salas de Exposiciones	3
Homecenter	6

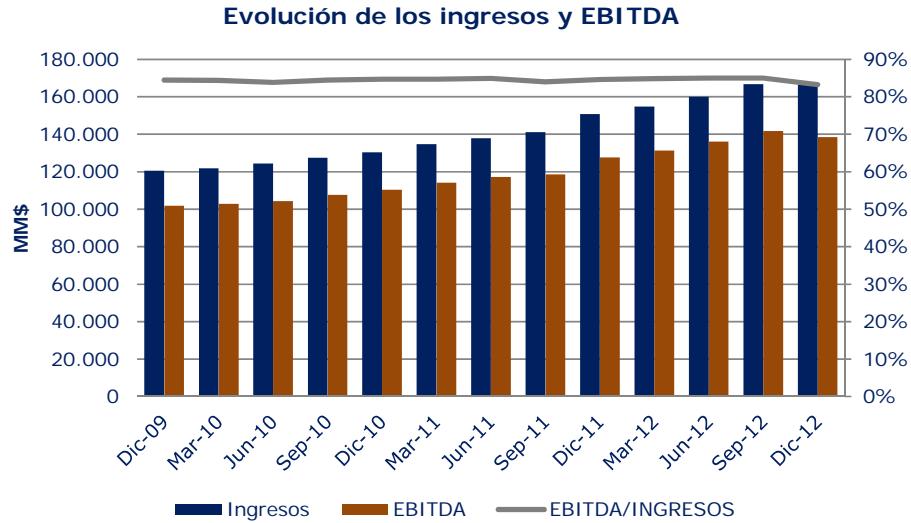
Centro Comercial	Superficie Arrendable (M2)
Mall Plaza Calama	74.000
Mall Plaza Antofagasta	77.000
Mall Plaza La Serena	39.000
Mall Plaza Norte	99.000
Mall Plaza Alameda	60.000
Mall Plaza Oeste	141.000
Mall Plaza Vespucio	135.000
Mall Plaza Tobalaba	53.000
Mall Plaza Sur	71.000
Mall Plaza Trébol	110.000
Mall Plaza Los Ángeles	26.000

Fuente: Memoria 2011

## Análisis Financiero

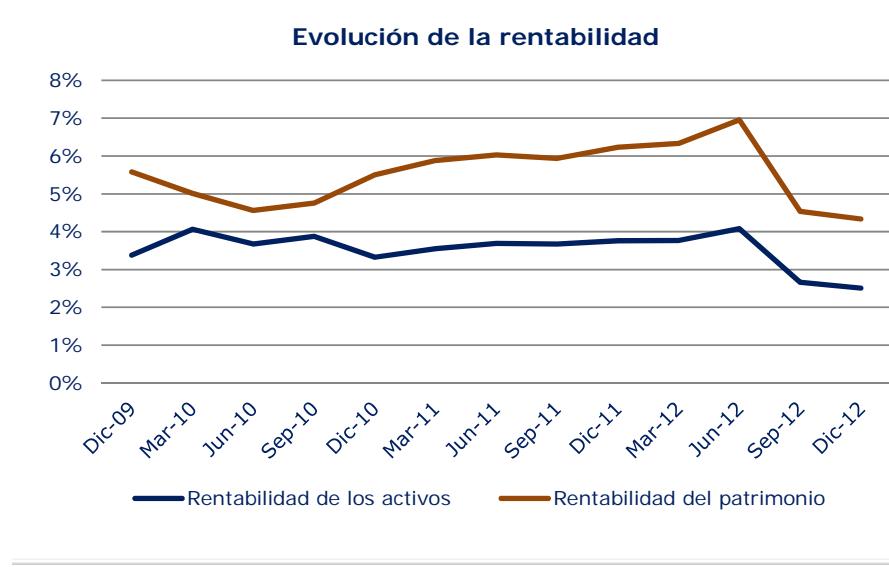
### Ingresos, resultados y EBITDA

Dado los resultados móviles de la compañía, los ingresos de explotación muestran un comportamiento con baja volatilidad y con un crecimiento constante. 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 2009 a 2012 este ratio fluctúa entre 83% y 85%



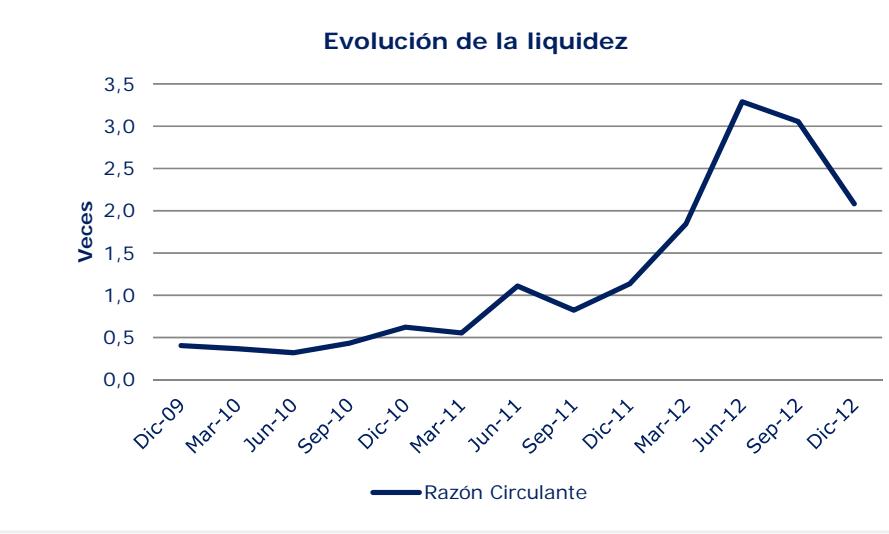
## Rentabilidad

A partir del año 2009, se aprecia una disminución en la rentabilidad de la compañía 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 como consecuencia de la aplicación de la norma IFRS lo cual hizo aumentar el activo y el patrimonio de la sociedad. Sin embargo ya desde el tercer trimestre del año 2010, los indicadores tomaron sendas de crecimiento contantes, hasta septiembre de 2012, en donde 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 aplicará en forma extraordinaria y por única vez debido al cambio en la tasa de impuesto a la renta.



## 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 producto del incremento del activo corriente, específicamente de la cuenta "Efectivo y equivalente al efectivo" como resultado de la emisión de bonos hecha en el mes de junio de 2011. Posteriormente se han mantenido niveles de liquidez elevados producto de una elevada posición de caja.



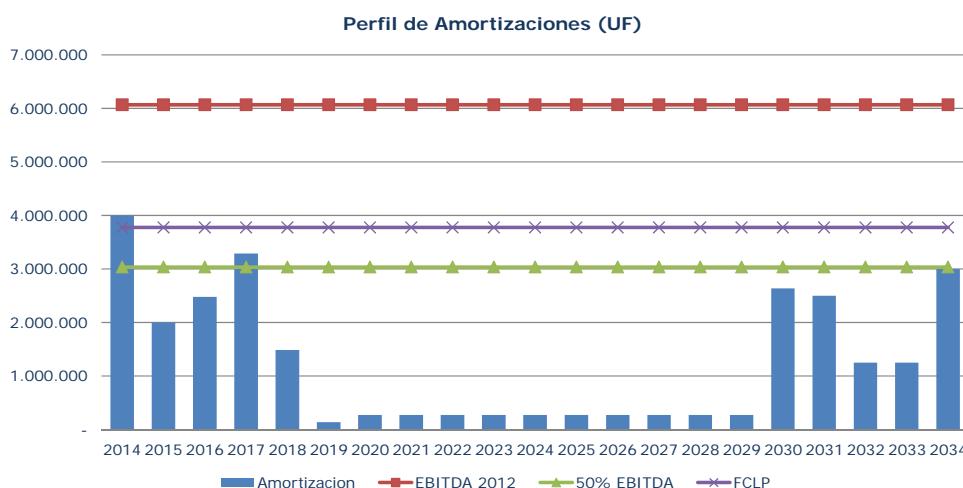
## Endeudamiento

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 año 2011 y 2012 la compañía ha mostrado un aumento en su endeudamiento, principalmente por el financiamiento, en parte vía deuda, de algunos proyectos como Plaza Egaña.

Cabe destacar que la empresa se ha diversificado en relación a sus fuentes de financiamiento y ha aumentado el *duration* de la deuda, acercándolo al promedio de los contratos de arriendo. 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.



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).



*"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".*