



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 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
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 2017 |

| 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 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 | 2016 | III-2017 |
| Ingresos de actividades ordinarias | 146.810 | 165.430 | 192.401 | 226.552 | 247.774 | 260.422 | 202.575 |
| Costo de ventas | -21.502 | -27.960 | -36.208 | -44.950 | -55.672 | -61.864 | -44.385 |
| Ganancia bruta | 125.308 | 137.470 | 156.193 | 181.602 | 192.102 | 198.558 | 158.190 |
| Gasto de administración | -16.827 | -17.186 | -23.211 | -24.550 | -26.809 | -28.672 | -25.209 |
| Costos financieros | -16.883 | -19.100 | -26.524 | -27.898 | -29.322 | -28.923 | -19.819 |
| Ganancia | 68.143 | 49.315 | 91.381 | 85.847 | 95.097 | 140.405 | 83.329 |
| EBITDA | 124.128 | 137.721 | 153.968 | 184.261 | 190.126 | 209.236 | 161.032 |

Balance General Consolidado, IFRS

| MM\$ | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | III-2017 |
|-----------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Activos corrientes | 61.437 | 131.219 | 194.586 | 119.073 | 135.826 | 130.189 | 136.810 |
| Activos no corrientes | 1.778.665 | 1.946.724 | 2.151.625 | 2.296.697 | 2.384.701 | 2.957.507 | 3.040.165 |
| Total activos | 1.840.102 | 2.077.943 | 2.346.211 | 2.415.770 | 2.520.527 | 3.087.696 | 3.176.975 |
| Pasivos corrientes | 54.153 | 63.501 | 180.520 | 153.864 | 166.479 | 219.102 | 152.594 |
| Pasivos no corrientes | 671.711 | 866.261 | 958.323 | 1.066.298 | 1.099.141 | 1.186.698 | 1.267.802 |
| Total pasivos | 725.863 | 929.762 | 1.138.843 | 1.220.163 | 1.265.620 | 1.405.800 | 1.420.397 |
| Patrimonio | 1.114.238 | 1.148.181 | 1.207.368 | 1.195.607 | 1.254.907 | 1.681.896 | 1.756.578 |
| Total pasivos y patrimonio | 1.840.102 | 2.077.943 | 2.346.211 | 2.415.770 | 2.520.527 | 3.087.696 | 3.176.975 |
| Deuda financiera | 469.957 | 629.861 | 825.878 | 834.810 | 870.376 | 871.808 | 924.100 |

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 16 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 uno en Colombia.

A septiembre de 2017, la empresa generó ingresos cercanos a UF 7,6 millones, su deuda financiera se ubicó cerca de UF 34,7 millones (un 4,35% más alta que en diciembre de 2016) y operaba una superficie arrendable del orden de los 1.568.000 metros cuadrados (85% en Chile, 13% en Perú y 3% 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 (FCLP¹) reducida (5,0 a septiembre de 2017).

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

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.

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 20 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 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. De hecho, el FCLP podría experimentar bajas no menores y de igual forma cubrir el pago anual de la deuda, salvo entre 2023 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 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.

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.
- 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 2016

Los ingresos ordinarios a diciembre de 2016 llegaron a los \$ 260.422 millones, lo cual implica un aumento de 5,10% en relación con lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Esto se debió a mayores ingresos, explicados por alzas en las ventas de los operadores y por ampliaciones de la superficie arrendable. Los costos de ventas alcanzaron los \$ 61.864 millones presentando un incremento de 11,12% en relación a diciembre de 2015, lo que responde al aumento en el pago de contribuciones y mayores gastos operacionales asociadas al plan de seguridad y mantenimiento.

Por su parte, los gastos de administración alcanzaron los \$ 28.672 millones, lo que representa un aumento del 6,95% respecto del mismo periodo del año anterior.

Con todo, la compañía alcanzó una utilidad de \$ 140.405, lo que significó un crecimiento de 47,64% respecto del año 2015.

En términos de su deuda financiera, **Mall Plaza** mantenía a diciembre de 2016 obligaciones por \$ 871.808 millones. Por su parte, el EBITDA generado por la compañía en los últimos doce meses a igual fecha correspondía a \$ 209.236 millones. La deuda financiera de la compañía, en relación a su EBITDA, ascendía a 4,1 veces.

Las cifras señaladas, a juicio de **Humphreys**, son consistentes con el modelo de negocios de **Mall Plaza**, ya que 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 2017

Durante los nueve primeros meses de 2017, la compañía generó ingresos por \$ 202.575 millones, lo que representa un incremento de 5,50% para la misma fecha del año 2016, producto del aumento de la superficie arrendable promedio en Mall Plaza Egaña, edificio médico en Mall Plaza Copiapó y Vespucio. Los costos de ventas disminuyeron un 4,47% a \$ 44.385 millones, lo que responde al gasto de operaciones y depreciaciones, parcialmente compensado por mayor gasto en impuestos a los bienes raíces (contribuciones). A su vez, los gastos de administración subieron 25,66%, debido principalmente a gastos no recurrentes por la apertura del Mall Plaza los Domínicos. De esta forma, el EBITDA, de los nueve primeros meses de la compañía, finalizó con un alza de 3,06%, llegando a \$ 161.032 millones. Esta cifra equivale al 79,49% de los ingresos.

La deuda financiera de la empresa finalizó en \$ 924.100 millones, lo que representa un incremento de 3,93% respecto de septiembre de 2016. De esta forma, la deuda financiera de la compañía, en relación al EBITDA, se ubicó en 5,7 veces (12 meses móviles).

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 1.568.000 metros cuadrados arrendables dentro de tres países y una afluencia de 279 millones de personas en el año 2016 y de 263 millones a septiembre de 2017 (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 (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 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 79%), 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\$ 22.093 millones y US\$ 8.366 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 es atenuando por la existencia de 20 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).

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.

² Según datos al 30 de septiembre de 2017 e incluyendo activos bancarios.

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 diciembre de 2017 ya totalizan 16 centros. En los últimos años, la compañía ha incursionado en Colombia con la apertura de Mall Plaza el Castillo y otros centros comerciales en Perú.

Actualmente, la compañía está enfocada en el desarrollo de tres mall, siendo estos: Mall Plaza Manizales, Mall Plaza Barranquilla y Mall Plaza Arica.

Propiedad

Al 31 de septiembre de 2017, 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. | 20,06% |
| Rentas Tissa Ltda. | 16,47% |
| Inversiones Amal Ltda. | 4,12% |
| Inversiones Cachagua Spa. | 0,08% |

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. La *Tabla 2* presenta la distribución de locales por tipo de negocio que posee **Mall Plaza** al 30 de septiembre de 2017.

Tabla 2: Número de tiendas administradas

| Tipo de Negocio ³ | |
|---------------------------------------|-------|
| Tiendas Departamentales | 50 |
| Tiendas Especializadas | 2.190 |
| Supermercado y Mejoramiento del Hogar | 33 |
| Entretención | 658 |
| Automotriz | 173 |
| Edificios y Servicios | 599 |

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 7,15% 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 levemente disminuido para los períodos analizados, es así como para el ciclo 2009 al año móvil finalizado en septiembre de 2017, este ratio ha superado el 79%⁴ de los ingresos, en todo el periodo de evaluación.

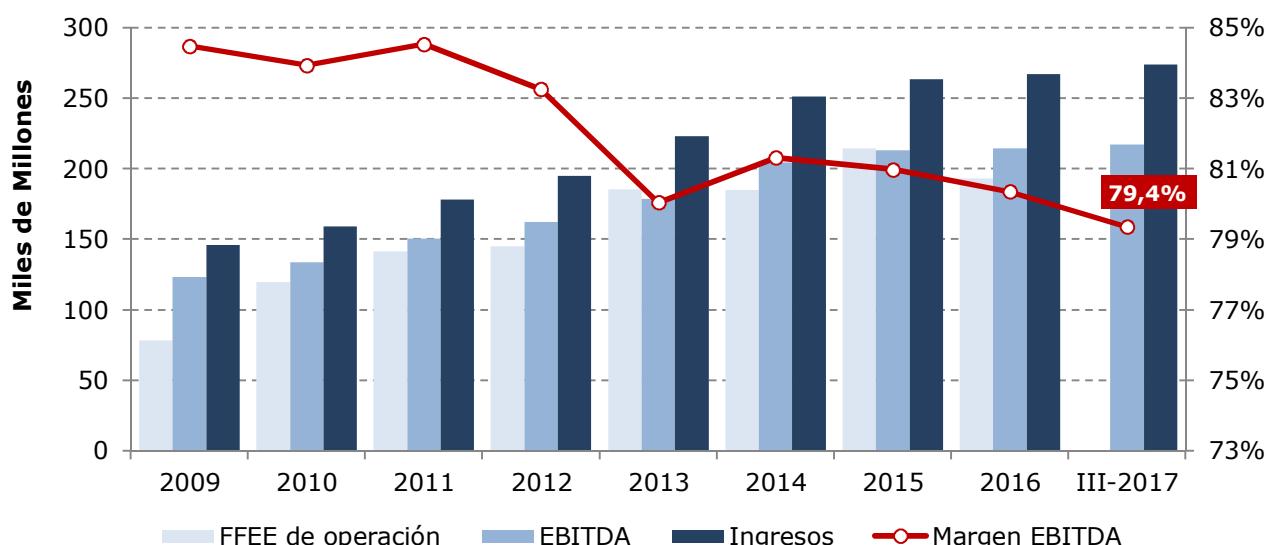


Ilustración 1: Evolución de los ingresos, flujo de efectivo de la operación y EBITDA

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

⁴ 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.

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, 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 al 20% la tasa de impuesto a la renta. Lo anterior, implicó una baja en los resultados, debido a la generación de un mayor pasivo por impuesto diferido producido, principalmente, por el efecto sobre las propiedades de inversión. Esta situación se produjo en forma extraordinaria y por única vez, debido al cambio impositivo. Finalmente, en diciembre de 2013, se observó un evidente aumento en los resultados de la compañía, que alcanzaron 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.

Dadas las razones expuestas, la rentabilidad sobre patrimonio tuvo un menor desempeño pasando desde el 7,8%, alcanzado en diciembre de 2013, al 7,1% a diciembre de 2014.

En el año móvil finalizado en septiembre de 2016, se visualiza un alza en ambas rentabilidades (sobre activos y sobre patrimonio), subiendo la de los activos en 240 pb en comparación con el cierre de 2015 y la del patrimonio a 430 pb. A septiembre de 2017, la rentabilidad del activo se ubicó en 3,7% mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio fue de 6,9%. La disminución de ambas rentabilidades respecto del mismo periodo del año 2016 responde a una menor ganancia en comparación al incremento del activo y patrimonio para esa fecha.

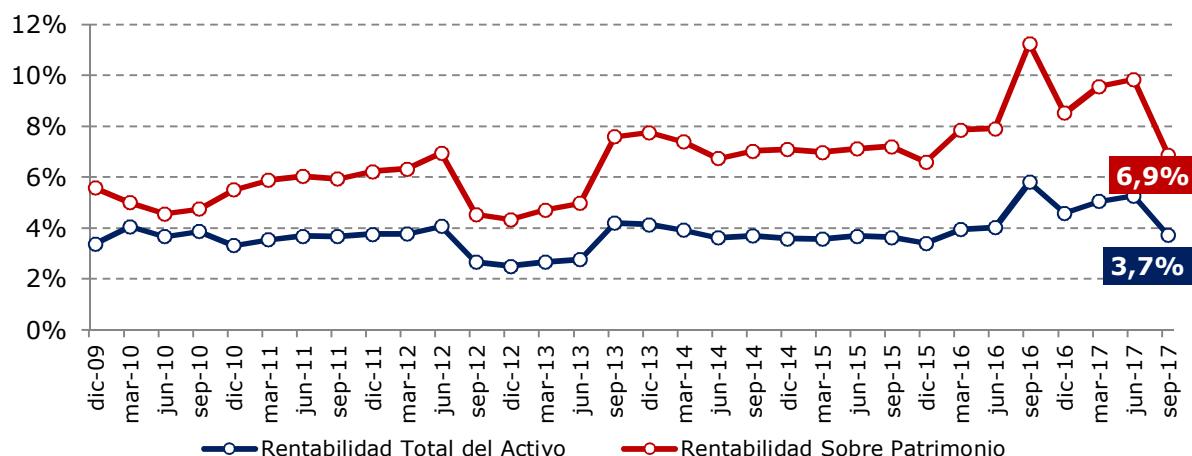


Ilustración 2: Evolución de la rentabilidad de los activos y del patrimonio

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 2017 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.

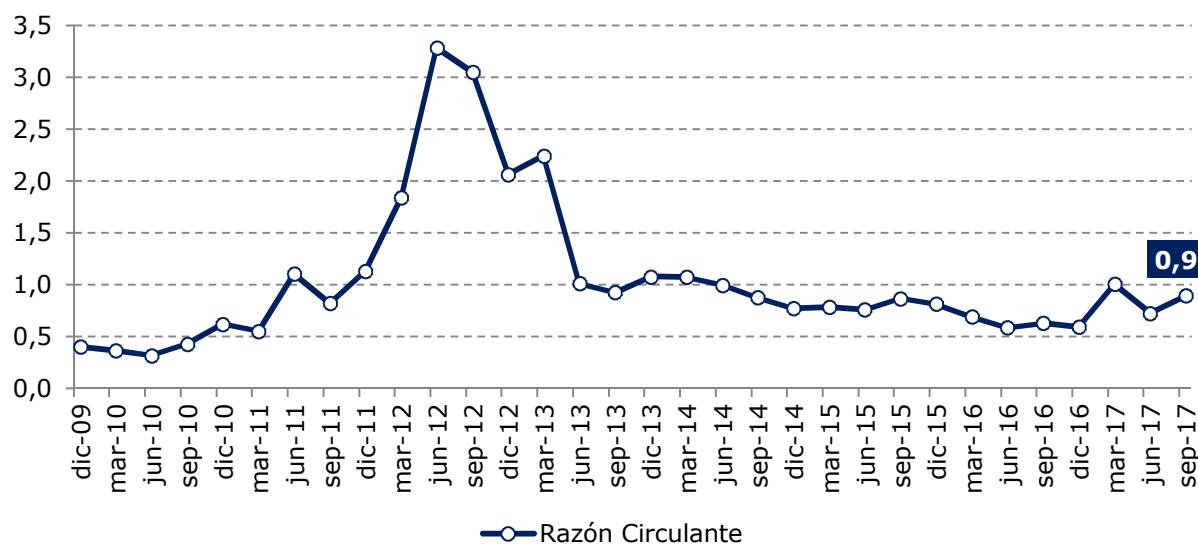


Ilustración 3: Evolución de la razón circulante

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). Sin perjuicio de lo anterior, durante el periodo 2011 a 2013, **Mall Plaza** mostró 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 el 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 2017, se puede apreciar que el nivel de endeudamiento se redujo levemente llegando a las 0,8 veces.

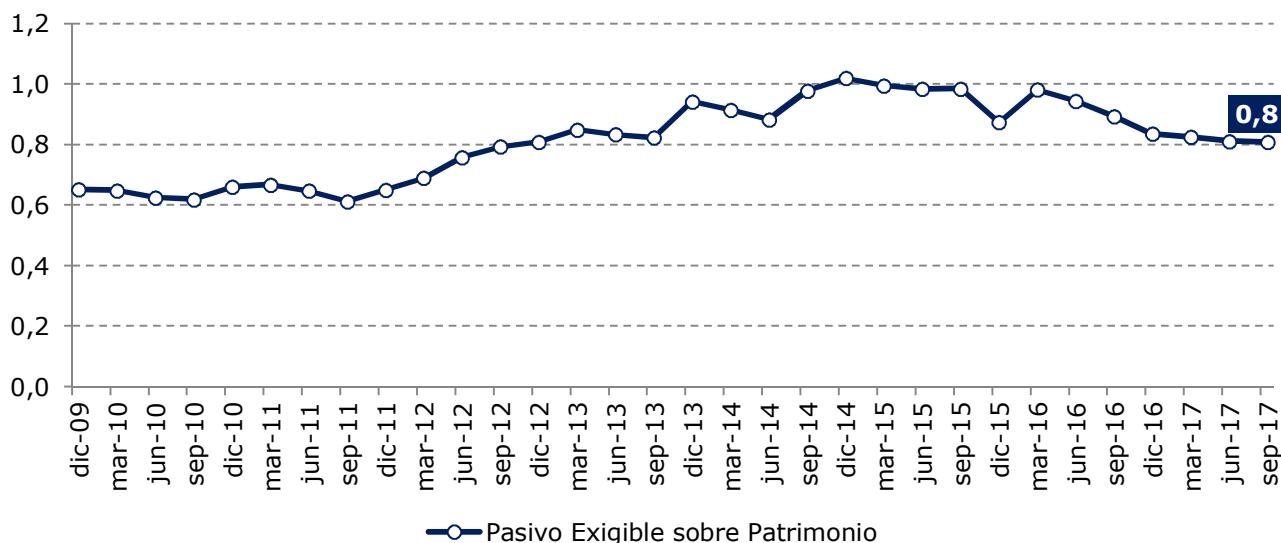


Ilustración 4: Evolución del pasivo exigible

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 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.

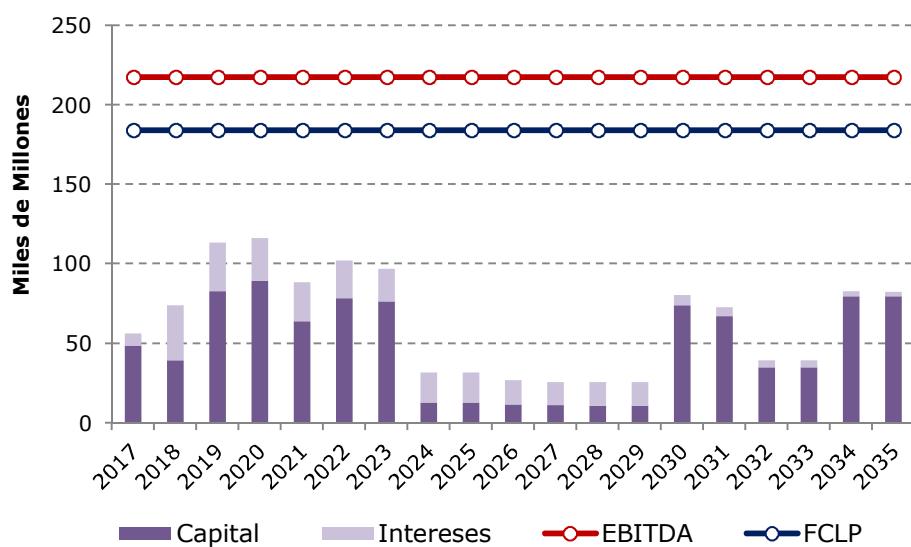


Ilustración 5: Evolución del perfil de vencimientos frente al FCLP y EBITDA

Covenants financieros

| Covenants financieros | | |
|------------------------|--------|--------|
| Miles de UF | Límite | sep-17 |
| Deuda máxima permitida | 90.481 | 34.667 |

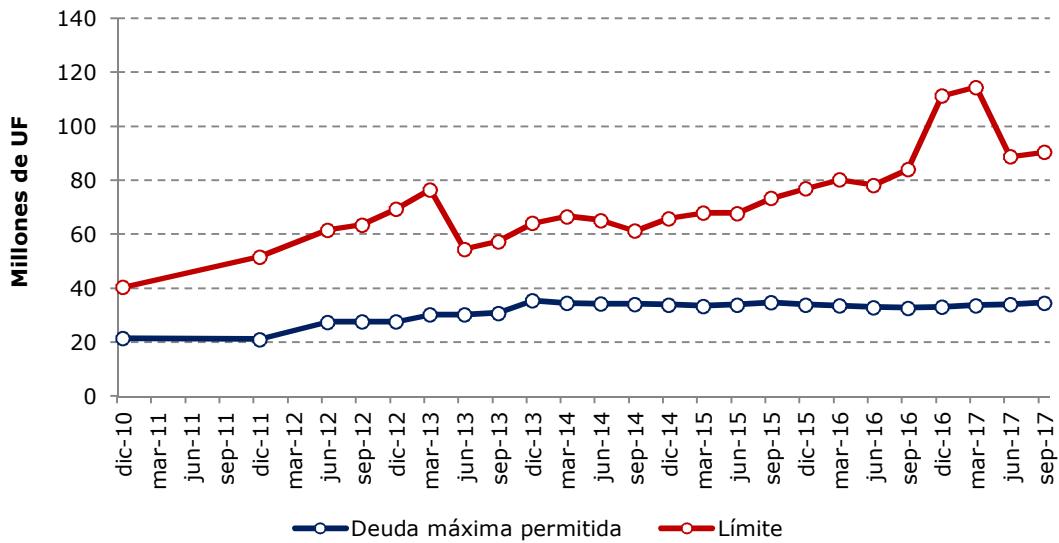


Ilustración 6: Evolución del covenant

"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."