



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:

Clasificación de un nuevo Instrumento

Analista

Gonzalo Neculmán G

Tel. (56-2) 433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Plaza S.A.

Julio 2013

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		Categoría
Tipo de instrumento		
Líneas de bonos		AA
Tendencia		Estable
Otros Instrumentos:		Nivel 1+/AA
Efectos de Comercio		Estable
Tendencia		
EEFF base		31 de marzo de 2013

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción

	Línea a 10 años	Línea a 30 años
Monto máximo de la línea	UF 6.000.000	UF 10.000.000
Monto máximo en la primera emisión	UF 4.500.000 como suma de ambas líneas	
Moneda de emisión	UF, pesos nominales, dólares	
Representante de los tenedores de bonos	Banco de Chile	
Uso de fondos	Pago y prepago de pasivos y financiamiento de inversiones	
<i>Covenants</i> financieros:	<ul style="list-style-type: none"> Mantener al cierre de cada trimestre de los estados financieros del Emisor, un nivel de endeudamiento, definido como la suma de las cuentas otros pasivos financieros corrientes y otros pasivos financieros no corrientes, dividido por el valor de la UF a la fecha de cierre del estado de situación financiera consolidada del emisor, inferior o igual al valor establecido por la fórmula definida en el Anexo Uno de los contratos de emisión. 	
Prepago	Según lo estipulado contratos complementarios	
Garantías	No hay	

EERR Consolidado IFRS					
M\$	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Mar-13
Ingresos de actividades ordinarias	114.242.373	126.898.024	146.661.384	165.429.640	43.782.726
Costo de ventas	-20.874.770	-19.210.004	-20.822.232	-27.960.011	-8.332.520
Gasto de Administración	-11.098.003	-16.090.986	-17.358.049	-17.185.648	-5.010.347
Costos financieros	-25.574.351	-16.421.020	-16.883.119	-19.100.174	-5.736.778
Ganancia	57.138.169	57.702.114	68.143.315	49.315.332	21.426.267

Balance General Consolidado, IFRS					
M\$	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	mar-13
Activos Corrientes	60.247.525	91.190.053	61.436.583	130.388.841	154.109.806
Activos No Corrientes	1.633.694.488	1.668.443.301	1.778.665.264	1.946.723.873	2.010.931.273
Total Activos	1.693.942.013	1.759.633.354	1.840.101.847	2.077.112.714	2.169.903.633
Pasivos Corrientes	149.234.139	146.458.683	54.152.790	62.670.872	70.859.084
Pasivos No Corrientes	519.620.290	553.446.978	671.710.651	866.261.080	926.246.983
Total Pasivos	668.854.429	699.905.661	725.863.441	928.931.952	997.106.067
Patrimonio	1.025.087.584	1.059.727.693	1.114.238.406	1.081.827.905	1.172.797.566
Total Pasivos y Patrimonio	1.693.942.013	1.759.633.354	1.840.101.847	2.077.112.714	2.169.903.633

Opinión

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 trece centros comerciales en el país, de los cuales seis se ubican en la Región Metropolitana. Además, cuenta con presencia en Perú, con cuatro *malls*, y en Colombia con un centro comercial.

La presente clasificación se enmarca en la inscripción por parte de **Mall Plaza** de dos líneas de bonos por 10 y 30 años por un monto máximo de UF 6.000.000 y UF 10.000.000, respectivamente, las cuales en su primera emisión no podrán sobrepasar el monto de UF 4.500.000 como suma de ambas líneas. Los títulos que se emitan con cargo a estas líneas podrán efectuarse en pesos nominales, unidades de fomento o dólares. Al respecto, la compañía ha señalado que el objetivo de estas líneas de bonos es el refinanciamiento de pasivos y el financiamiento de nuevos proyectos.

Según datos a marzo de 2013, la empresa generó ingresos móviles¹ por aproximadamente US\$ 367 millones, con una superficie arrendable del orden de los 1.281.000 metros cuadrados (1.027 mil en Chile, 229 mil en Perú y 25 mil en Colombia). Su deuda financiera asciende a cerca de US\$ 1.464 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 18 centros

¹ doce meses

comerciales atenúa los efectos del debilitamiento de un punto de venta en particular, que los arriendos se encuentran mayoritariamente pactados a largo plazo 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 permitiría afrontar una baja significativa en su capacidad de generación de flujos, la cual podría ocurrir 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 cambios en los hábitos de compra de los consumidores (menor concurrencia a centros comerciales) y por consiguiente, atenúa el riesgo.

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 considera como elemento de riesgo 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 según los últimos estados financieros, la compañía muestra un aumento en sus niveles relativos y absolutos de deuda, el indicador deuda financiera neta a EBITDA fue de 4,0 veces en diciembre de 2010, 3,7 veces en diciembre de 2011 y 4,3 veces en marzo de 2013. Lo anterior es consistente con un plan de inversiones que involucra tanto la construcción de nuevos centros comerciales y ampliaciones de centros comerciales en operación, conformando activos que se espera permitan una mayor generación de niveles de caja futura y que hoy no están siendo consideradas por el indicador de marzo de 2013.

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.

No obstante que el máximo a emitir por la líneas de bonos, en su primera emisión, representan el 10% del pasivo exigible del emisor y el 15% de su pasivo financiero, la clasificadora asume, dado el conocimiento que se

tiene de la compañía, que el uso de los recursos se enmarcará dentro de las políticas de apalancamiento financiero observados para **Mall Plaza** en los últimos años.

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.

Hechos recientes

Los ingresos ordinarios a marzo de 2013 llegaron a los \$ 43.782 millones, lo cual implica un aumento de 19,4% en relación a lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior, los costos de venta alcanzaron los \$ 8.332 millones presentando un incremento de 37,6% en relación a 2012. Por su parte Los gastos de administración alcanzaron los \$ 5.010 millones, lo que representa un aumento del 25,8% con respecto al mismo periodo del año anterior. Los mayores ingresos se generan principalmente por mayores arriendos y una mayor superficie arrendable por la entrada de tres centros comerciales, por su parte el aumento de los costos se debe a mayores gastos asociados a ampliaciones y la apertura de los centros comerciales antes mencionados.

Con todo, la compañía alcanzó un EBITDA y una utilidad final de \$ 35.439 millones y \$ 21.426 millones respectivamente, lo que significó un aumento de 15,4% y de 32,3% respectivamente en relación a marzo de 2012.

En términos de su deuda financiera, **Mall Plaza** mantenía a marzo de 2013 obligaciones por \$ 691.323 millones. Por su parte, el EBITDA móvil a igual fecha, correspondía a \$ 142.996 millones. La deuda financiera de la compañía, en relación a su EBITDA es de 4,8 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.

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

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

Para mayor información de la clasificación ver reseña anual de febrero de 2013, disponible en www.humphreys.cl.

"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."