



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s
Ximena Oyarce L.
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
ximena.oyarce@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

Plaza S.A.

Febrero 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200
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 2020

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 P (BPLZA-P)	Tercera 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 767 de 23.09.13
Serie N (BPLZA-N)	Primera emisión
Serie U (BPLZA-U)	Segunda emisión
Línea de bonos	Nº 979 de 15.11.19
Línea de bonos	Nº 980 de 15.11.19
Serie R (BPLZA-R)	Primera emisión
Serie S (BPLZA-S)	Primera emisión
Serie T (BPLZA-T)	Primera emisión
Línea de efectos de comercio	Nº 094 de 06.12.12

Estados de Resultados Consolidado IFRS					
MM\$	2016	2017	2018	2019	Sept-2020
Ingresos de actividades ordinarias	260.422	280.472	309.370	309.598	126.609
Costo de ventas	-61.864	-61.103	-73.407	-81.086	-60.263
Ganancia bruta	198.558	219.369	235.962	228.512	66.346
Gasto de administración	-28.672	-35.582	-35.344	-40.290	-31.322
Costos financieros	-28.923	-27.482	-31.218	-32.332	-25.531
Ganancia	140.405	143.808	151.093	137.618	3.212
EBITDA	209.236	222.408	247.276	238.308	75.078

Balance General Consolidado, IFRS					
MM\$	2016	2017	2018	2019	Sept-2020
Activos corrientes	130.189	168.947	215.255	154.870	326.159
Activos no corrientes	2.957.507	3.053.150	3.114.218	3.229.045	3.345.385
Total activos	3.087.696	3.222.097	3.329.473	3.383.915	3.671.544
Pasivos corrientes	219.102	176.351	180.324	202.438	258.239
Pasivos no corrientes	1.186.698	1.302.126	1.320.726	1.268.906	1.501.773
Total pasivos	1.405.800	1.478.478	1.501.050	1.471.344	1.760.012
Patrimonio	1.681.896	1.743.620	1.828.423	1.912.571	1.911.532
Total pasivos y patrimonio	3.087.696	3.222.097	3.329.473	3.383.915	3.671.544
Deuda financiera	871.808	938.967	944.752	893.753	1.240.757

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Plaza S.A. (Mall Plaza) es un grupo con 30 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 cuatro *malls* en Perú y cuatro en Colombia.

A septiembre de 2020, la compañía generó ingresos por aproximadamente US\$ 160,6 millones, presentó una deuda financiera de US\$ 1.574,3 millones y su patrimonio alcanzó un nivel de US\$ 2.425,3 millones. A la misma fecha, **Mall Plaza** operaba con una superficie arrendable de 1.766.000 m² distribuidos en los tres países en que opera.

En relación con la contingencia, asociada a la crisis producto del COVID-19, la compañía ha visto afectado su nivel de ingresos (62,9% menos al cierre de septiembre de 2020 con respecto al mismo periodo en 2019) debido a los meses que sus centros comerciales se encontraron parcialmente cerrados y al plan de descuentos ofrecidos a los arrendatarios. Sin embargo, los ingresos en el último trimestre han mostrado un aumento en relación con los obtenidos al cierre del segundo trimestre, dado la reapertura parcial de los *malls* según el "Plan Paso a Paso" de la Autoridad Sanitaria. No obstante, a la fecha de clasificación **Mall Plaza** presenta un elevado nivel de caja, por lo que no se verían afectadas sus obligaciones de corto plazo. De todas formas, la clasificadora

seguirá monitoreando el comportamiento de la pandemia y los eventuales efectos que ésta tendría en la capacidad de pago de la compañía.

Dentro de los principales fundamentos que sustenta la clasificación en “*Categoría AA+*” de los títulos de deuda de **Mall Plaza** es la capacidad de generación de flujo que presentaría la compañía, considerando la buena calidad de los activos inmobiliarios que se entregan en arriendo y, además, a que su estructura de ingresos es altamente inelástica con respecto al consumo. Esto radica en su política de tarifas de arrendamiento, esencialmente fijas, como también en la sólida demanda 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 25 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 seis años, y expresados en unidades indexadas a la inflación en los países en los que opera¹, lo cual limita los impactos de la inflación sobre los ingresos.

Además, un elemento favorable es el posicionamiento que tienen los activos de **Mall Plaza**, destacándola y convirtiéndola en uno de los principales operadores del negocio inmobiliario orientado a la industria del *retail*. Asimismo, se reconoce la experiencia que posee 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 (“*Categoría AA*” en escala local), 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 **Mall 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

¹ Unidades de fomento en Chile, y en unidades indexadas a la inflación en Perú y Colombia.

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.

El proceso de evaluación no desconoce que post-pandemia podría observarse cambios en los hábitos de la población en el sentido, por ejemplo, de disminuir las compras presenciales y, por ende, por ese efecto, presionar a la baja el precio de arriendo de los locales comerciales. Sin embargo, el sector inmobiliario, específicamente, de centro comerciales ha mostrado que ha sido capaz de adaptarse a los cambios. En todo caso, en opinión de la clasificadora, se trata de un tema que deberá ir dilucidándose con el tiempo, siendo prematura cualquier conjetura taxativa a la fecha.

La perspectiva de la clasificación se califica en “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia ni en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

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 bordea ratios en torno al 80%, salvo excepciones por contingencia sanitaria).
- Amplia cartera de centros comerciales con contratos de arrendamientos mayoritariamente a tarifas fijas y de largo plazo.

Fortalezas complementarias

- *Duration* de los contratos.
- Liderazgo de mercado, sumado a la experiencia en el desarrollo de nuevos centros comerciales.
- Apoyo de su grupo controlador (Falabella).

Riesgos considerados

- Aumento significativo en el endeudamiento del grupo controlador (baja probabilidad de ocurrencia).
- Reducción de precios de arrendamiento por mayor competencia o cambio de hábito de consumidores (de baja probabilidad de darse en forma abrupta en periodos reducidos de tiempo).
- Cambio de hábito de consumidores (con todo, a lo largo del tiempo la industria ha sido capaz de ir adaptándose a cambios de preferencias de la población).

Hechos recientes

Resultados a septiembre de 2020

Entre enero y septiembre de 2020, la compañía generó ingresos por \$ 126.609 millones, lo que representa una disminución de 62,9% respecto al mismo periodo del año 2019. Lo anterior se explica, principalmente, por menores ingresos por arriendo, los que se vieron afectados dado el cierre parcial de los centros comerciales debido a la contingencia sanitaria.

Por su parte, los costos de ventas mostraron un aumento de 5% respecto al mismo periodo del año anterior, dado el incremento en los costos por aumento de impuestos a bienes raíces y gastos en seguros. A su vez, los costos de administración también presentaron un alza de 6%, esto debido, principalmente, a una mayor provisión de incobrables, dado la flexibilización de cobranza en periodo de pandemia.

En tanto, el EBITDA de la compañía presentó un descenso de 77% en relación con el mismo periodo del año 2019, alcanzando un monto de \$ 75.078 millones, cifra que equivale al 51% de los ingresos.

En términos de deuda financiera, **Mall Plaza** presentó un aumento de 34,3% respecto al mismo periodo del año anterior, lo cual se debe, principalmente, a la emisión de las series S y P, y, además, de la adquisición de préstamos bancarios. De esta forma, la deuda financiera de la compañía, respecto al EBITDA, se ubicó en 16,5 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.

Categoría 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 1.766.000 metros cuadrados arrendables en Chile, Perú y Colombia y una afluencia superior a 166 millones² de personas. 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 monodependiente 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 (91,9%³ a septiembre de 2020), los cuales están establecidos en contratos de arriendo a largo plazo (que varían desde un promedio en torno a los seis 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

² Últimos 12 meses al cierre de septiembre de 2020.

³ Monto del total de ingresos.

la alta tasa de ocupación de sus *malls*. Esta fortaleza se evidenció en la crisis del año 2008-2009, periodo en que la empresa mantuvo su rendimiento. Cabe agregar que, a juicio de la clasificadora, la crisis de 2020 es particularmente excepcional y la disminución de los ingresos fue el resultado de la decisión de la autoridad de prohibir la apertura de los centros comerciales.

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 (a septiembre de 2020, dada la contingencia sanitaria su margen EBITDA se vio reducido 60,5%⁴, sin embargo, a lo largo de la historia ha presentado un indicador de aproximadamente 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 (30 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: **Mall Plaza** es controlada, en un 59,28%, por el Grupo Falabella, entidad clasificada en "Categoría AA", con capacidad financiera para apoyar futuros requerimientos de capital y con experiencia en el sector comercial. A septiembre de 2020, Falabella S.A. presenta un patrimonio de \$6.016 miles de millones.

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 atenuado por la existencia de 25 centros comerciales (baja la importancia relativa de cada nueva inversión) y la experiencia del emisor (30 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 y Parque Arauco.

⁴ Indicador en base a año móvil.

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. Este riesgo se podría acentuar post-pandemia

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

La compañía

Mall Plaza inició sus operaciones en el año 1990 con Mall Plaza Vespucio, primer centro comercial del grupo, el que presentó una innovación significativa en cuanto a su formato. Posteriormente, la compañía mantuvo una activa apertura de centros comerciales en distintas regiones del país, y, más adelante, decide incursionar en Perú y Colombia, totalizando a la fecha 1.766.000 metros cuadrados de superficie arrendable. Actualmente, **Mall Plaza** cuenta con 25 *malls*, de los cuales 17 se ubican en Chile, cuatro en Perú y cuatro en Colombia. La compañía es controlada en un 59,28% por el Grupo Falabella, entidad clasificada en “Categoría AA”.

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 a través de sus *malls* tipo regional.

Además, la estrategia de desarrollo logra diversificar los ingresos por distintos rubros, entre los cuales destacan, según la distribución por GLA⁵, el área “Complementaria al Retail”, el cual concentra un 35% de la superficie arrendable, y se desagrega en un 17% en “Retailtainment”, el cual incluye cines, espacios culturales, zonas de juegos infantiles y locales de comida; un 14% corresponde a “Uso Mixto y Servicios”, que contempla edificios orientados a salud, educación, gimnasios, oficinas y tiendas de servicios financieros; y por último, dentro de esta categoría, un 4% corresponde a puntos de venta de automóviles. En segundo lugar, se encuentra “Grandes Tiendas”, quien utiliza un 31% del GLA de **Mall Plaza**. Seguido de éstas, se encuentran las áreas de “Retail de Conveniencia”, “Retail de especialidad” y “Otros” los que abarcan un 19%, 14% y 1% de la superficie arrendada, respectivamente. A la fecha, la compañía cuenta con más de 4.000 locales

⁵ Según datos presentados en el Press Release a septiembre de 2020.

distribuidos entre 25 *malls*. En la Ilustración 1 se puede observar la distribución por rubro según superficie arrendada.

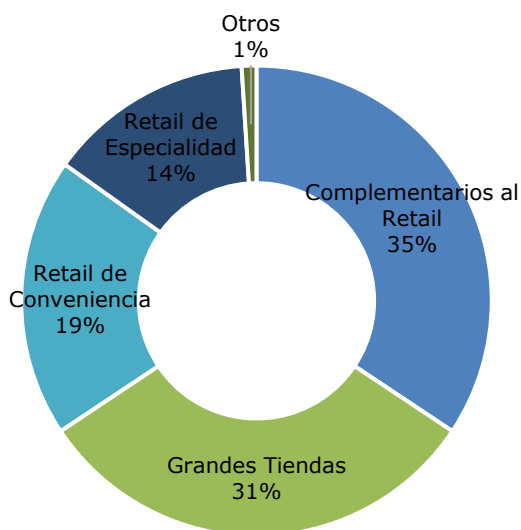


Ilustración 1: Distribución por rubro según superficie arrendada

Análisis financiero

Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos de **Mall Plaza**, a consecuencia de la crisis sanitaria, han presentado una disminución en el último año, alcanzando al cierre del tercer trimestre de 2020 (año móvil) una reducción del 40% en relación con el nivel alcanzado durante el mismo periodo de 2019. En cuanto al margen EBITDA, históricamente ha presentado niveles que bordean el 80%, sin embargo, éste también ha mostrado un descenso en el último periodo, alcanzando un indicador de 60,5% a septiembre de 2020. La Ilustración 2 presenta la evolución de lo mencionado anteriormente.

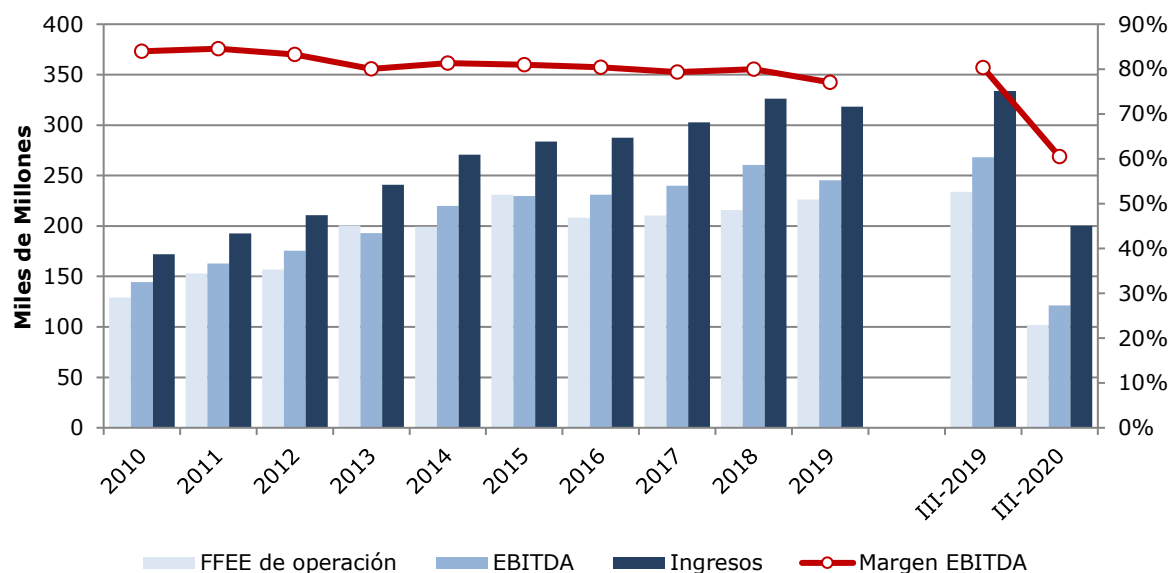


Ilustración 2: Evolución de los ingresos flujo de efectivo de la operación y EBITDA

Índice de Cobertura Global

El Índice de Cobertura Global (ICG) es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo esperado de vigencia de la deuda descontado a la tasa de interés de la misma (supuesto **Humphreys**), y el valor de la deuda financiera, sin considerar la perpetuidad de la generación de los flujos que puede tener. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, se presume que no debiera de presentar problemas para dar cumplimiento de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos). Para el caso de **Mall Plaza**, este indicador exhibe durante todo el periodo valores superiores a 3,0 veces, con una tendencia al alza en 2036, donde ya se habrían realizado los pagos de dos de las series con mayor monto de capital; las series K y N. La Ilustración 3 se presenta la evolución del indicador. Obviamente este indicador disminuye si se incorporan como perpetuidad los ingresos posteriores al último vencimiento de los bonos, incluso aunque se asuma un castigo a estos flujos.

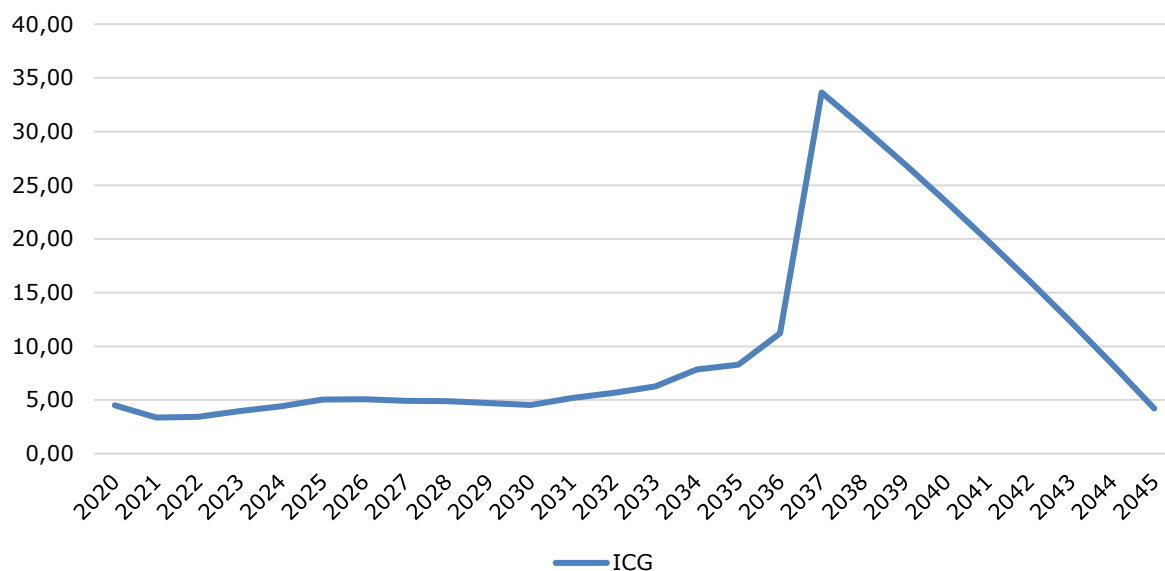


Ilustración 3: Índice de Cobertura Global

Endeudamiento

El nivel de endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha presentado niveles estables y no muy elevados, considerando que se trata de un negocio inmobiliario. A septiembre de 2020, este indicador tuvo un leve incremento, alcanzando un nivel de 0,9 veces. La Ilustración 4 presenta la evolución del nivel de endeudamiento de la compañía.

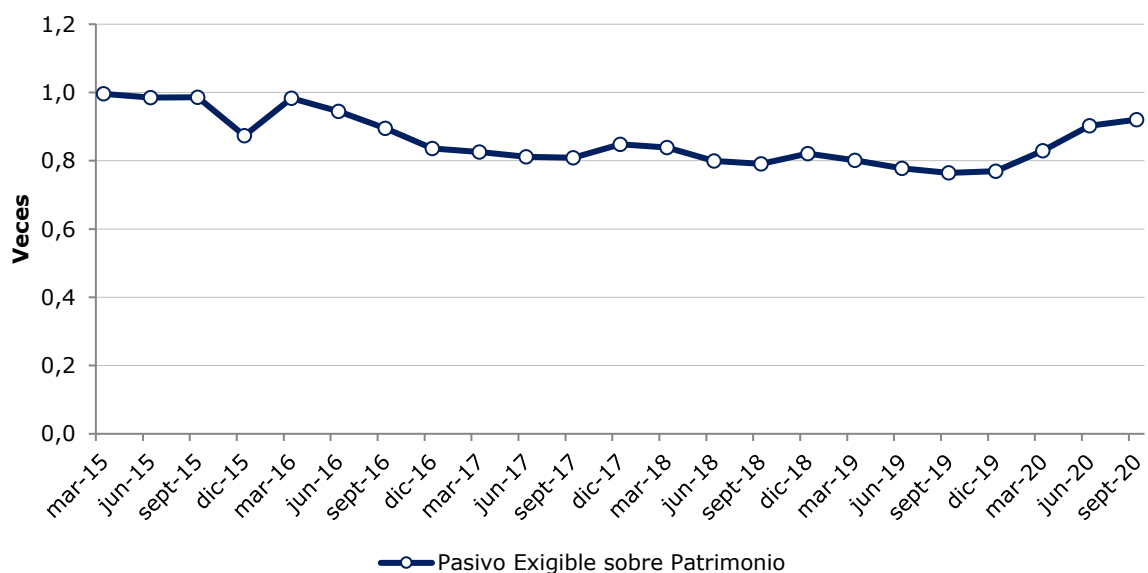


Ilustración 4: Evolución del patrimonio

En relación con el perfil de las amortizaciones, si bien se observa que, para el próximo vencimiento correspondiente a 2021, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP⁶) mantiene un nivel inferior al monto a pagar, la compañía cuenta con un nivel de caja suficiente para hacer frente al pago, equivalente 1,2 veces de éste. No obstante, respecto a los pagos futuros de amortización, se estima que **Mall Plaza** tendrá suficiente holgura para poder hacer frente a éstos hasta el vencimiento de sus obligaciones financieras a la fecha.

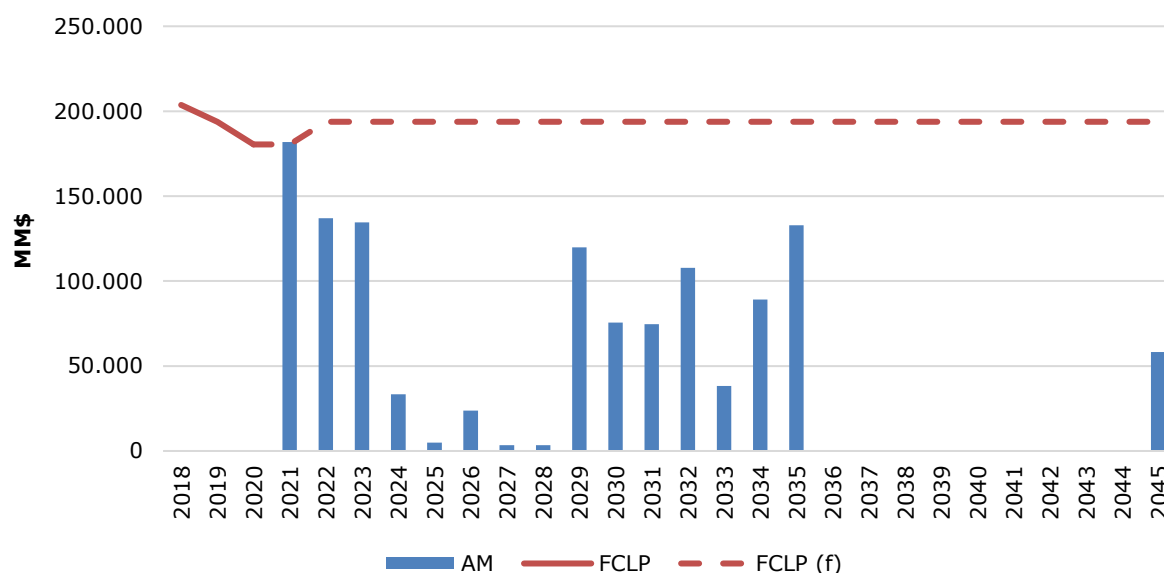


Ilustración 5: Evolución del perfil de vencimientos frente al FCLP

Liquidez

La razón circulante de la compañía, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, ha presentado en los últimos dos años, salvo diciembre de 2019, niveles por sobre la unidad, alcanzando su máximo indicador de 1,6 veces en el segundo trimestre de 2020, esto debido al aumento en la cuenta “efectivo y equivalente al efectivo” tras la emisión de bono de las series P y S y a la obtención de préstamos. En tanto, a septiembre de 2020 la liquidez de la compañía alcanzó un nivel de 1,3 veces. En la siguiente Ilustración se presenta la evolución de este indicador.

⁶ 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.

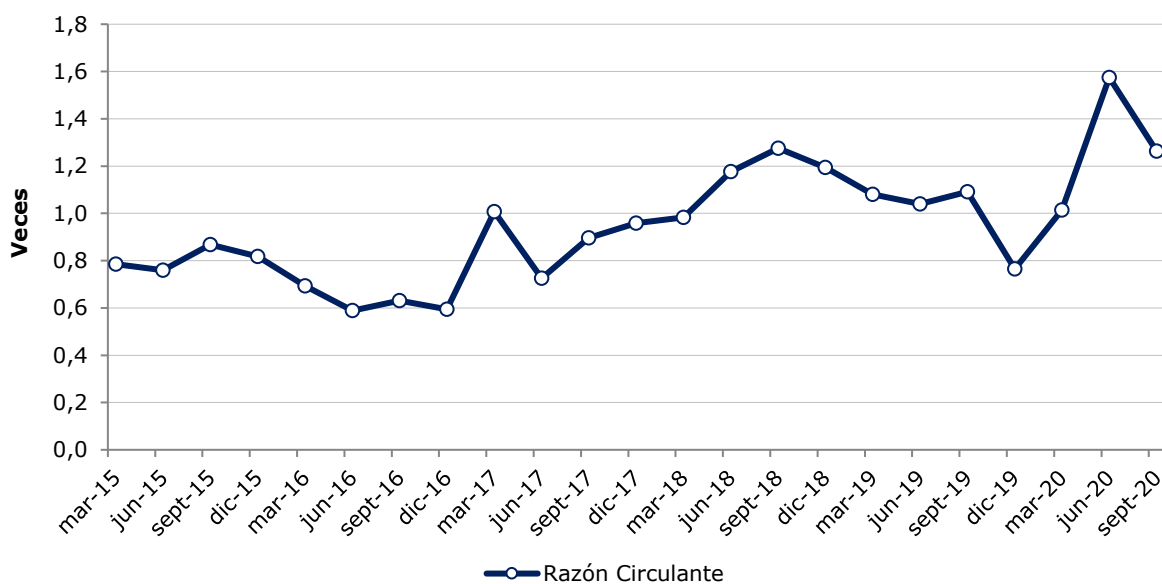


Ilustración 6: Razón circulante

Rentabilidad

Al cierre del tercer trimestre de 2020, el indicador de rentabilidad de los activos de la compañía alcanzó un 0,4%, nivel inferior al presentado a la misma fecha en 2019 (3,7%). Por su parte, la rentabilidad del patrimonio también presentó el mismo comportamiento, descendiendo de un 6,5% en septiembre de 2019 a un 0,8% en el mismo periodo de 2020. La evolución de ambos indicadores se puede observar en la Ilustración 7.

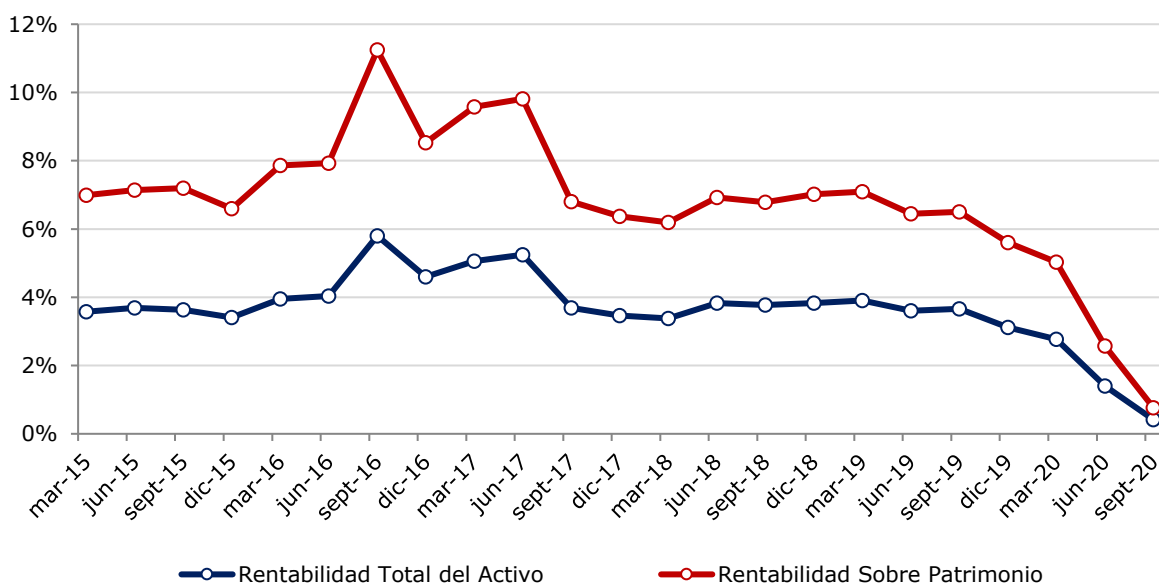


Ilustración 7: Rentabilidad del activo y patrimonio

Covenants financieros

Covenants financieros		
Miles de UF	Límite	Sep-20
Deuda máxima permitida	120.559	43.220

"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."