



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Plaza S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Diego Salinas Barra

Ignacio Muñoz Quezada

diego.salinas@humphreys.cl

ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA

Febrero 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	AA+ Estable
Estados Financieros base	30 de septiembre 2022

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	N° 583 de 30.04.09
Serie D (BPLZA-D)	Segunda emisión
Línea de bonos	N° 584 de 30.04.09
Serie C (BPLZA-C)	Primera emisión
Serie E (BPLZA-E)	Segunda emisión
Línea de bonos	N° 669 de 30.05.11
Serie P (BPLZA-P)	Tercera emisión
Línea de bonos	N° 670 de 30.05.11
Serie H (BPLZA-H)	Primera emisión
Serie K (BPLZA-K)	Segunda emisión
Línea de bonos	N° 766 de 23.09.13
Línea de bonos	N° 767 de 23.09.13
Serie N (BPLZA-N)	Primera emisión
Serie U (BPLZA-U)	Segunda emisión
Línea de bonos	N°979 de 15.11.19
Serie V (BPLZA-V)	Primera emisión
Serie W (BPLZA-W)	Primera emisión
Serie AC (BPLZA-AA)	Primera emisión
Serie AC (BPLZA-AB)	Primera emisión
Serie AC (BPLZA-AC)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 980 de 15.11.19
Serie R (BPLZA-S)	Primera emisión
Serie S (BPLZA-X)	Segunda emisión
Serie T (BPLZA-Y)	Segunda emisión
Serie Z(BPLZA-Z)	Segunda emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MM\$	2017	2018	2019	2020	2021	sep-22
Ingresos de actividades ordinarias	280.472	309.370	309.598	187.329	276.694	281.062
Costo de ventas	-61.103	-73.407	-81.086	-84.314	-92.089	-75.845
Ganancia bruta	219.369	235.962	228.512	103.015	184.605	205.217
Gasto de administración	-35.582	-35.344	-40.290	-40.720	-31.829	-35.173
Costos financieros	-27.482	-31.218	-32.332	-35.374	-36.372	-32.241
Ganancia	109.475	125.749	104.579	11.018	47.600	57.885
EBITDA	222.408	247.276	238.308	116.114	208.621	212.429

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	sep-22
Activos corrientes	168.947	215.255	154.870	336.099	264.627	525.556
Activos no corrientes	3.053.150	3.114.218	3.229.045	3.303.750	3.319.502	3.361.437
Total activos	3.222.097	3.329.473	3.383.915	3.639.849	3.584.129	3.886.993
Pasivos corrientes	176.351	180.324	202.438	248.211	226.923	226.756
Pasivos no corrientes	1.302.126	1.320.726	1.268.906	1.484.516	1.409.014	1.678.103
Total pasivos	1.478.478	1.501.050	1.471.344	1.732.727	1.635.938	1.904.859
Patrimonio	1.743.620	1.828.423	1.912.571	1.907.122	1.948.190	1.982.134
Total pasivos y patrimonio	3.222.097	3.329.473	3.383.915	3.639.849	3.584.129	3.886.993
Deuda financiera	938.967	944.752	893.753	1.189.780	1.032.921	1.293.090

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Plaza S.A. (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 estos. 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.

Al cierre de septiembre de 2022, la compañía generó ingresos por aproximadamente \$ 281.062 millones, presentó una deuda financiera de \$ 1.293.091 millones y su patrimonio alcanzó un nivel de \$ 1.982.134 millones. A la misma fecha, **Plaza** operaba con una superficie arrendable de 1.860.000 m² distribuidos en los tres países.

Dentro de los principales fundamentos que sustenta la clasificación en "Categoría AA+" de los títulos de deuda de **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, fundamentalmente, 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 20% 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 opera, lo cual limita los impactos de la inflación sobre los ingresos.

Además, un elemento favorable es el posicionamiento que tienen los activos de **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 (tiendas físicas, plataformas de comercio electrónico y fidelización de clientes entre otros), 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 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; presionando así a la baja del precio de arriendo de los centros comerciales. Todos los aspectos mencionados reducirían los niveles de holgura para el pago de sus obligaciones, pero difícilmente provocarían un incumplimiento de los compromisos financieros adquiridos. Sin embargo, la clasificación reconoce la estrategia de ecosistema

omnicanal que ha llevado a cabo **Plaza** con el fin de consolidarse como *hub* logístico, tener más participación en las ventas digitales y generar más valor tanto para los clientes como para sus socios comerciales, adaptándose así a las nuevas conductas de los consumidores y acotando dicho riesgo.

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.
- 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).

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

Instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago de 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.

Hechos recientes

Tercer trimestre 2022

Al cierre de septiembre de 2022, **Plaza** presentó ingresos por \$281.062 millones, lo que representa un aumento del 51,8% con respecto al mismo periodo del 2021. Las ventas de socios comerciales aumentaron en un 32,9% respecto a la misma fecha en el año 2021, los gastos de administración fueron de \$35.173 millones. La compañía registro un EBITDA de \$212.429 millones, un 56% mayor al presentado a la misma fecha en 2021, obteniendo un margen EBITDA de 75,6%.

Plaza terminó el tercer trimestre de 2022 presentando activos por \$3.886.993 millones, pasivos por \$1.904.859 millones y un patrimonio de \$1.982.134 millones.

Oportunidades y fortalezas

Líder de mercado: **Plaza** es el principal operador de centros comerciales en Chile, con 1.860.000 m² arrendables en Chile, Perú y Colombia y una afluencia cercana a 268 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*. 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). **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% a septiembre de 2022), 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, lo cual es un estándar para la industria) 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 crisis pasadas que la empresa mantuvo su rendimiento, salvo en la pandemia de 2020, que es particularmente excepcional, donde 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 2022, su margen EBITDA es de 75,6%, 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 **Plaza** es la amplia trayectoria que posee desarrollando proyectos de centros comerciales (más de 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. También cabe destacar las innovaciones que han hecho a través de la implementación de un ecosistema de omnicanalidad el cual busca generar más valor para sus propiedades, clientes y socios comerciales, integrando las ventas físicas con las digitales y brindando apoyo logístico a sus socios comerciales. Todo lo anterior, queda reflejado en el éxito de su actual *mix* de centros comerciales.

Solvencia del controlador: **Plaza** es controlada, en un 59,28%, por el Grupo Falabella, entidad clasificada en "Categoría AA" en escala local, con capacidad financiera para apoyar futuros requerimientos de capital y con experiencia en el sector comercial. Al cierre de septiembre de 2022, Falabella S.A. presenta un patrimonio de \$6.856 miles de millones, del cual **Plaza** representa un 29%.

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 (más de 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 Shopping y Parque Arauco, empresas valorizadas en torno a US\$ 5.047 millones y US\$ 3.180 millones, respectivamente, según valor bursátil al cierre de septiembre de 2022.

Hábitos de compra de la población: El éxito de los centros comerciales está dado por la afluencia de público que históricamente, excluyendo el período de pandemia, ha sido del orden de los 284 millones visitantes anuales. 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 postpandemia.

Exposición al tipo de cambio: Por sus inversiones y actividades en Colombia y Perú las fluctuaciones en la paridad del tipo de cambio afectan el balance y los resultados de la compañía. Se estima que estas partidas representan cerca del 12,3% del activo.

Antecedentes generales

La compañía

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 1.860.000 metros cuadrados de superficie arrendable. Actualmente, **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" en escala local.

Líneas de negocio

El negocio de **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 GLA, el área "Complementaria al *Retail*", el cual concentra un 29% de la superficie arrendable, y se desagrega en un 10% de "Uso Mixto y Servicios", que contempla edificios orientados a salud, educación, gimnasios, oficinas y tiendas de servicios financieros; un 15% corresponde a "Retailtainment", el cual incluye cines, espacios culturales, zonas de juegos infantiles y locales de comida; 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 25% del GLA de **Plaza**. Seguido de éstas, se encuentran las áreas de "Retail de Conveniencia", "Retail de especialidad" y "Otros" los que abarcan un 25%, 20% y 1% de la superficie arrendada, respectivamente. A la fecha, la compañía cuenta con más de 4.104 locales distribuidos entre 25 *malls* y 16 *ciudades*. En la Ilustración 1 se puede observar la distribución por rubro según superficie arrendada.

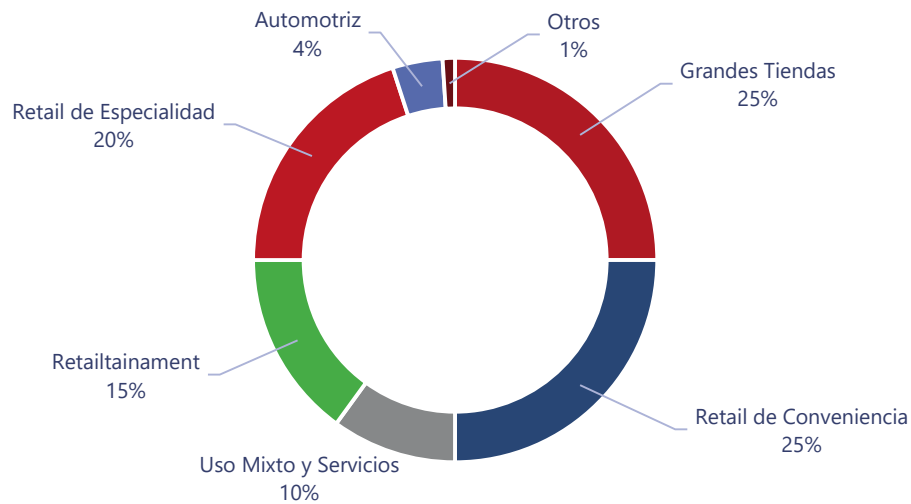


Ilustración 1: Distribución de la superficie arrendada.

Análisis financiero

Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos de **Plaza** aumentaron en un 21% en comparación con el tercer trimestre de 2019, y en comparación a 2021, se registró un alza de 52%. Adicionalmente, el flujo de visitas se ha ido recuperando paulatinamente, con un aumento de 10% en comparación al tercer trimestre de 2021, solo un 7% bajo el mismo periodo de 2019. En cuanto al margen EBITDA, históricamente ha presentado niveles que bordean el 80%, sin embargo, este también mostró un descenso durante el año 2020, alcanzando un indicador de 62,0% a diciembre de 2020. Además, los contratos de **Plaza** mantuvieron su estructura, duración e indexación a la inflación. También se puede ver una recuperación del margen EBITDA ya que a septiembre de 2022 dicho indicador alcanza un valor de 75,6%. La Ilustración 2 presenta la evolución de lo mencionado anteriormente.

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. Al cierre de septiembre de 2022, este indicador tuvo un leve aumento respecto a al mismo periodo en 2021, alcanzando un las 0,96 veces. La Ilustración 3 presenta la evolución del endeudamiento de la compañía. Tal como se puede apreciar en la Ilustración 4, las obligaciones de **Plaza** en el corto y largo plazo son abordables con el nivel de flujo de caja de largo plazo.

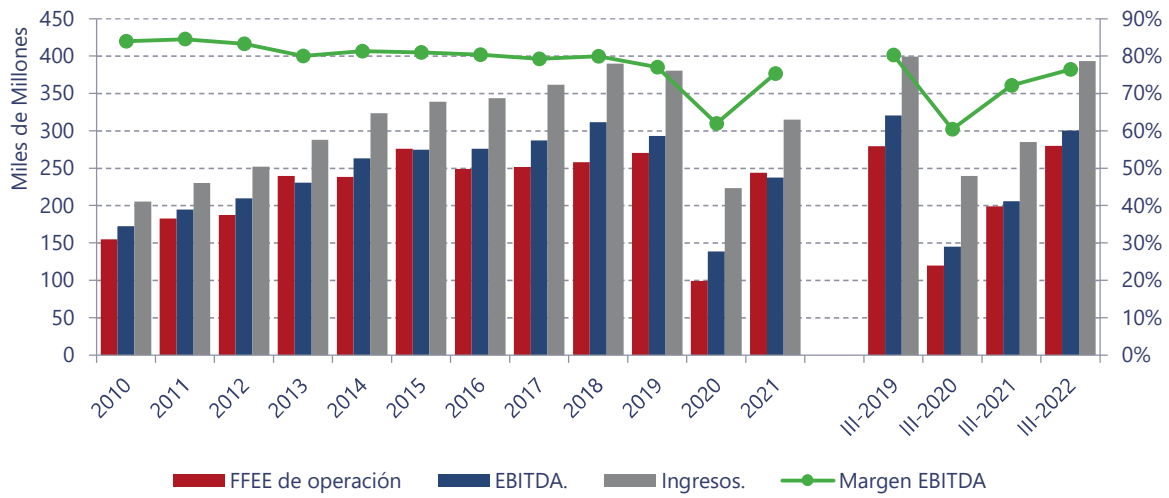


Ilustración 2: Evolución de los ingresos, flujo de efectivo de la operación y EBITDA.

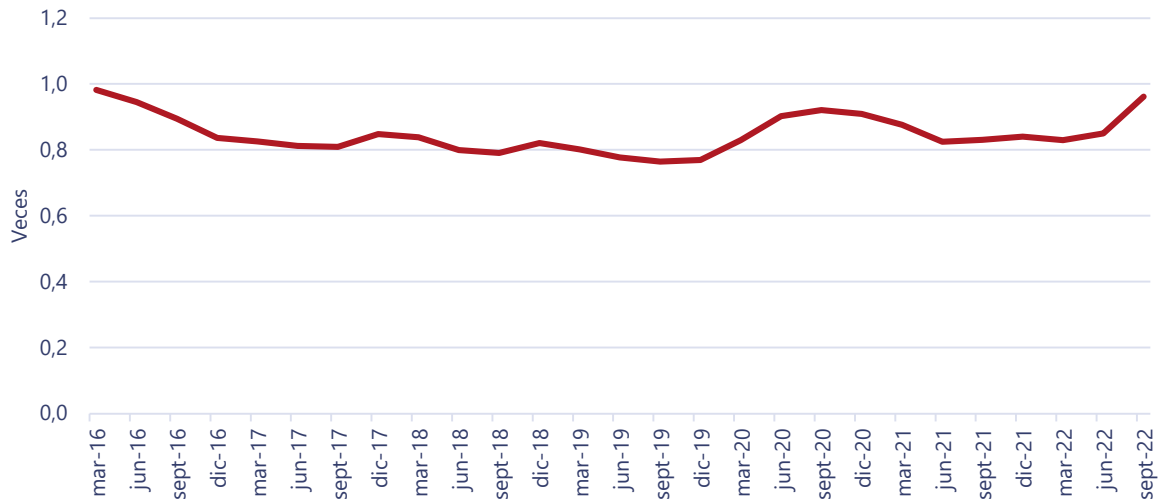


Ilustración 3: Endeudamiento

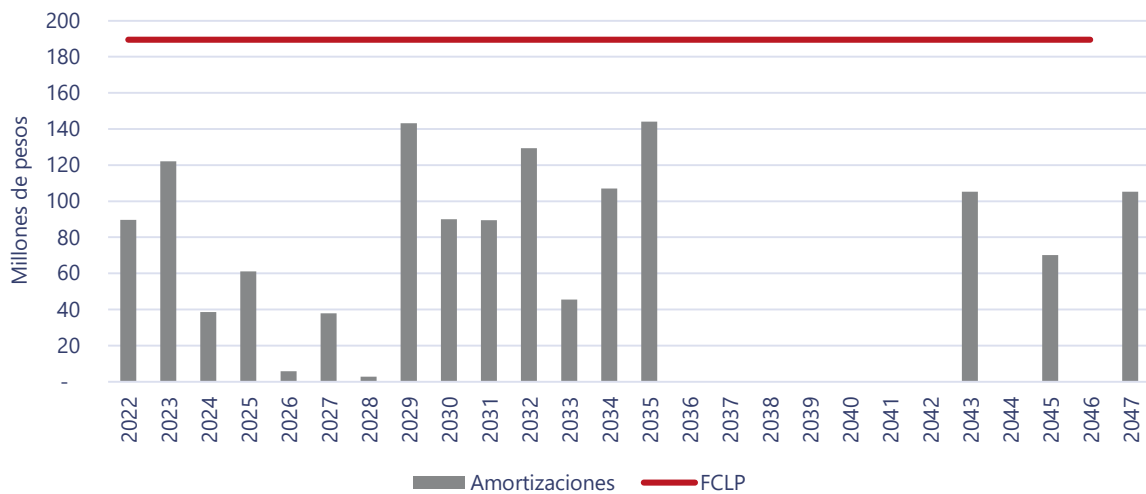


Ilustración 4: Evolución del perfil de vencimiento frente al FCLP y EBITDA

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 esta (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 **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 5 presenta la evolución del indicador. Cabe destacar que este indicador aumenta si se incorporan como perpetuidad los ingresos posteriores al último vencimiento de los bonos, incluso aunque se asuma un castigo a estos flujos.

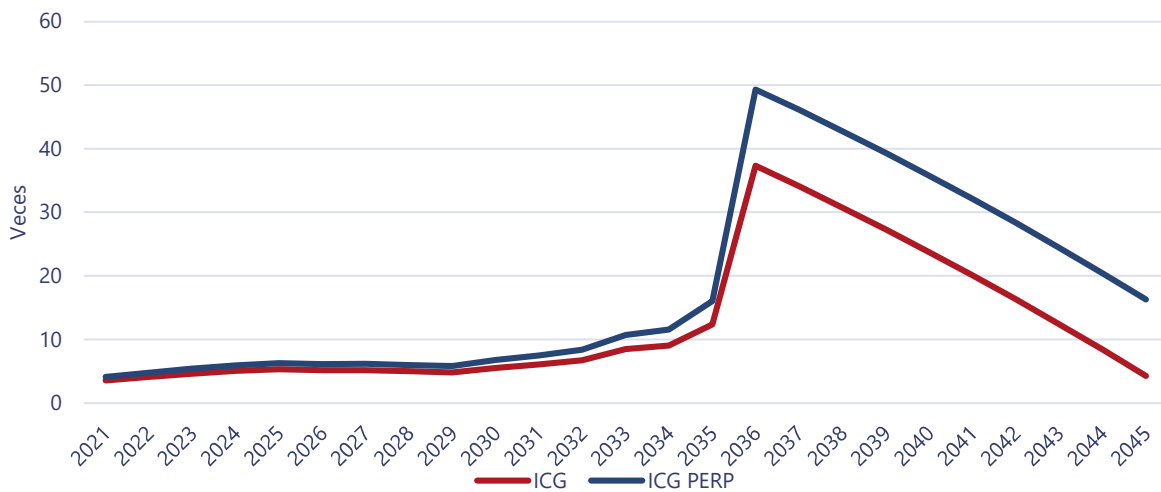


Ilustración 5: índice de cobertura global

Liquidez

La liquidez de **Plaza**, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, ha presentado en los últimos tres años, salvo diciembre de 2019, niveles por sobre la unidad, alcanzando su máximo indicador de 2,3 veces al cierre del tercer trimestre de 2022, esto debido al aumento en la cuenta “efectivo y equivalente al efectivo” tras la emisión de bono de las series AA, Z y AC y a la obtención de préstamos. En tanto, al cierre de 2021 la liquidez de la compañía alcanzó un nivel de 1,2 veces. En la Ilustración 6 se presenta la evolución de este indicador.

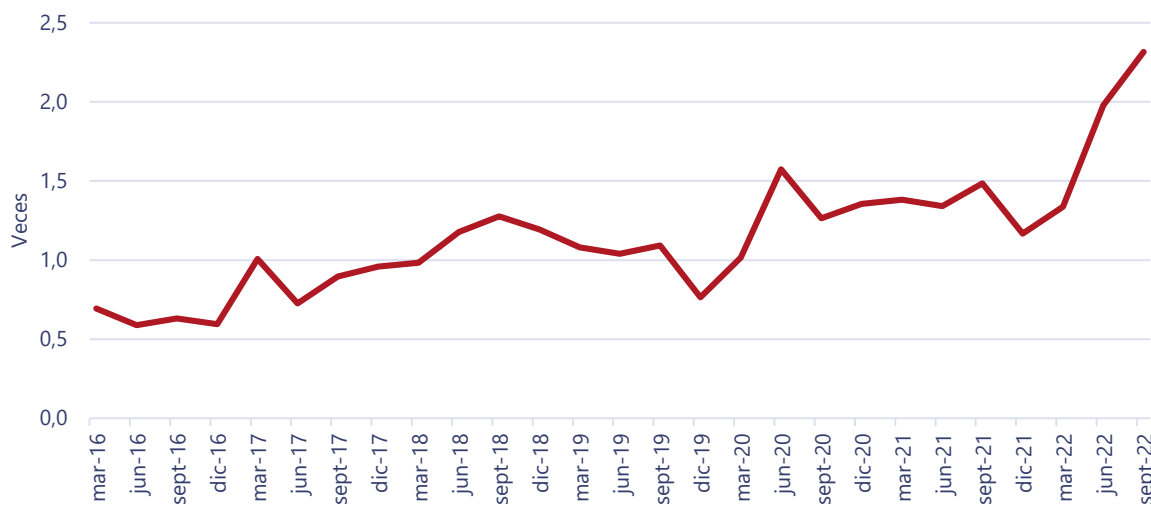


Ilustración 6: Liquidez

Rentabilidad

El indicador de rentabilidad de los activos de **Plaza** luego de alcanzar un mínimo histórico en marzo de 2021 ha ido recuperándose hasta el año 2022, alcanzando al cierre del tercer trimestre de 2022 un 1,9%, nivel que a su vez resulta ser mayor al presentado a la misma fecha en 2020 (0,4%). Mismo comportamiento presentó el ratio de rentabilidad del patrimonio, el cual también alcanzó un mínimo histórico en marzo de 2021 y pasó de un 2,2% en septiembre de 2021 a 3,6% en 2022. La evolución de rentabilidad de los activos y patrimonio se puede observar en la Ilustración 7.

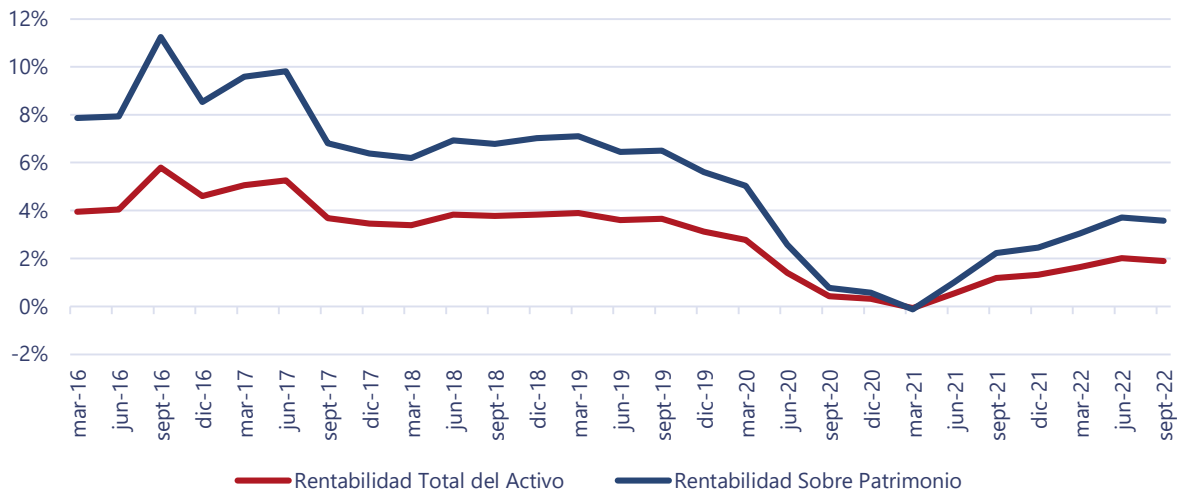
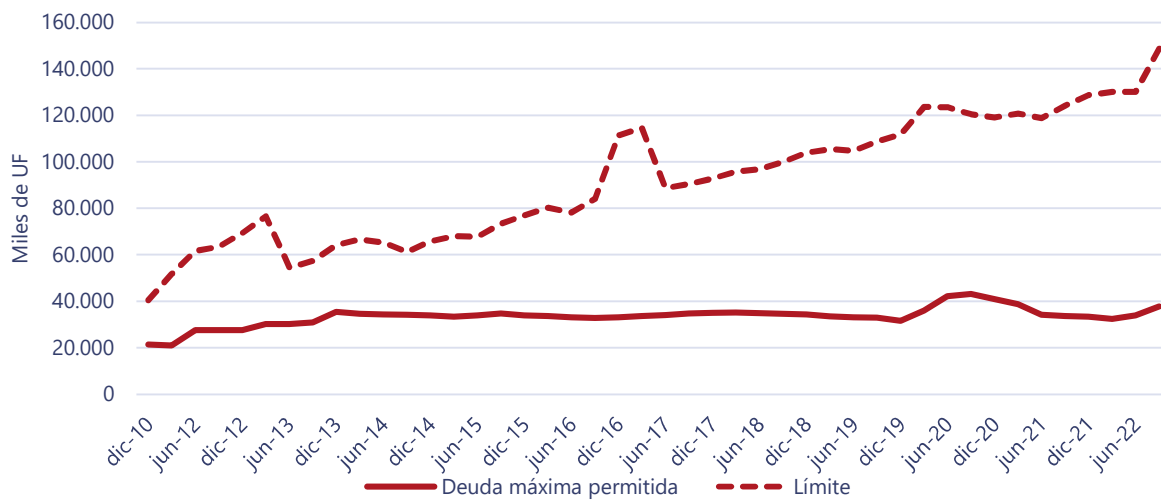


Ilustración 7: Rentabilidad del activo y patrimonio

Covenants financieros

Covenants financieros		
Miles de UF	Límite	Sep-22
Deuda máxima permitida	148.713	37.745



"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."