



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Plaza S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Eric Pérez Fernández
Hernán Jiménez Aguayo
eric.perez@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA
Febrero 2022

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	AA+
Línea de efectos de comercio	Nivel 1+ / AA+
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de septiembre 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos ¹	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 ²	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 766 de 23.09.13
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 S (BPLZA-S)	Primera emisión
Línea de efectos de comercio	Nº 094 de 06.12.12

¹ Línea vencida.

² Línea vencida.

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	sep-21
Ingresos de actividades ordinarias	260.422	280.472	309.370	309.598	187.329	185.137
Costo de ventas	-61.864	-61.103	-73.407	-81.086	-84.314	-68.330
Ganancia bruta	198.558	219.369	235.962	228.512	103.015	116.807
Gasto de administración	-28.672	-35.582	-35.344	-40.290	-40.720	-21.940
Costos financieros	-28.923	-27.482	-31.218	-32.332	-35.374	-26.738
Ganancia	140.405	143.808	151.093	137.618	11.018	34.303
EBITDA	209.236	222.408	247.276	238.308	116.113	136.406

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	sep-21
Activos corrientes	130.189	168.947	215.255	154.870	336.099	251.490
Activos no corrientes	2.957.507	3.053.150	3.114.218	3.229.045	3.303.750	3.305.062
Total activos	3.087.696	3.222.097	3.329.473	3.383.915	3.639.849	3.556.552
Pasivos corrientes	219.102	176.351	180.324	202.438	248.211	169.330
Pasivos no corrientes	1.186.698	1.302.126	1.320.726	1.268.906	1.484.516	1.444.020
Total pasivos	1.405.800	1.478.478	1.501.050	1.471.344	1.732.727	1.613.350
Patrimonio	1.681.896	1.743.620	1.828.423	1.912.571	1.907.122	1.943.202
Total pasivos y patrimonio	3.087.696	3.222.097	3.329.473	3.383.915	3.639.849	3.556.552
Deuda financiera	871.808	938.967	944.752	893.753	1.189.780	1.011.582

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 2021, la compañía generó ingresos por aproximadamente \$ 185.137 millones, presentó una deuda financiera de \$ 1.011.582 millones y su patrimonio alcanzó un nivel de \$ 1.943.202 millones. A la misma fecha, **Mall Plaza** operaba con una superficie arrendable de 1.819.000 m² distribuidos en los tres países en que opera.

En relación con la contingencia, asociada a la crisis producto del Covid-19, la compañía si bien ha mostrado un aumento considerable en el nivel de ingresos (46,2% más que lo obtenido al cierre de septiembre de 2020) aun no logra alcanzar el nivel de ingresos obtenidos hasta 2019. 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.

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, 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 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 opera, 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 (tiendas físicas, plataformas de comercio electrónico y fidelización de clientes entre otros), 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 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. Sin embargo, la clasificación reconoce la estrategia de ecosistema omnicanal que ha llevado a cabo **Mall 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.

El proceso de evaluación no desconoce que postpandemia 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).

Definición de categorías 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.

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.

Hechos recientes

Tercer trimestre 2021

A septiembre de 2021, **Mall Plaza** presentó ingresos por \$185.137 millones, lo que representa un aumento del 46,23% con respecto al mismo periodo del 2020; variación explicada principalmente por la disminución de ciertas restricciones y aforos asociados a la contingencia sanitaria, lo cual permitió un aumento en el número de visitas de los centros comerciales. Los costos de venta aumentaron un 13,39%, cerrando el tercer trimestre por un total de \$68.330 millones; a la misma fecha, los gastos de administración fueron de \$21.940 millones. La compañía presentó un EBITDA de \$136.406 millones, un 81,69% mayor al presentado a la misma fecha en 2020, obteniendo un margen EBITDA de 73,68%.

Mall Plaza terminó el tercer trimestre de 2021 presentando activos por \$3.556.552 millones, pasivos por \$1.613.350 millones y un patrimonio de \$1.943.202 millones.

Oportunidades y fortalezas

Líder de mercado

Mall Plaza es el principal operador de centros comerciales en Chile, con 1.819.000 metros cuadrados arrendables en Chile, Perú y Colombia y una afluencia cercana a 189 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). **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 (88% a septiembre de 2021), 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 2021, dada la contingencia sanitaria su margen EBITDA es de 73,68%, 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 (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 general 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

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 2021, Falabella S.A. presenta un patrimonio de \$6.483 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 atenuando 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\$ 2.002 millones y US\$ 953 millones, respectivamente, según valor bursátil al cierre del mes de septiembre de 2021.

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 cambio afectan el balance y los resultados de la compañía. Se estima que estas partidas representan cerca del 11,4% del activo.

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 1.819.000 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 GLA, el área "Complementaria al Retail", el cual concentra un 36% de la superficie arrendable, y se desagrega en un 17% 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 30% 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 distribuidos entre 25 *malls*. 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 **Mall Plaza**, a consecuencia de la crisis sanitaria, presentaron una disminución, alcanzando al cierre del año 2020 una reducción del 39,5% en relación con el nivel alcanzado durante el año 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. Por su parte, se puede ver algo de recuperación durante los primeros tres trimestres del 2021 ya que a septiembre de dicho año los ingresos son un 46% superior a septiembre de 2020 y solo un 21% inferiores a los de septiembre 2019. También se puede ver una recuperación del margen EBITDA ya que a septiembre de 2021 dicho indicador alcanza un valor de 73,7%. La Ilustración 2 presenta la evolución de lo mencionado anteriormente.

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. 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.

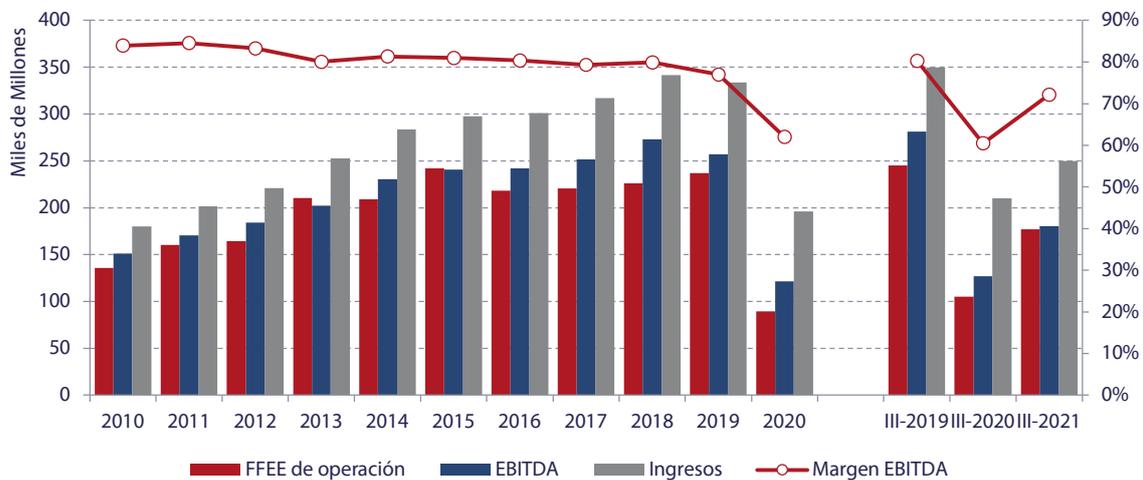


Ilustración 2: Evolución de los ingresos flujo de efectivo de la operación y EBITDA

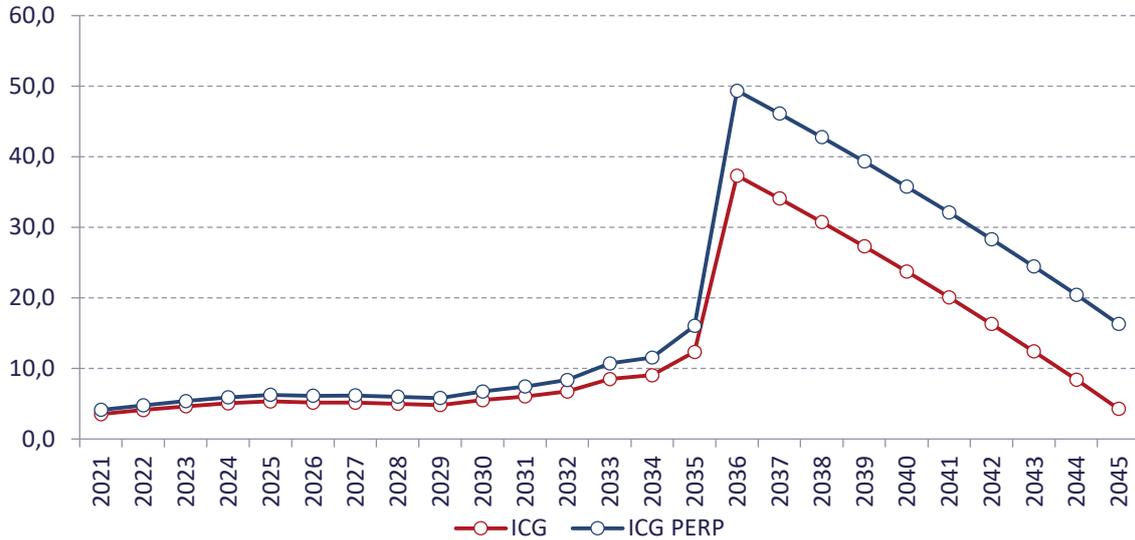


Ilustración 3: índice de cobertura global

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 2021, este indicador tuvo una leve disminución respecto a septiembre 2020, alcanzando un nivel de 0,8 veces. La Ilustración 4 presenta la evolución del nivel de endeudamiento de la compañía.

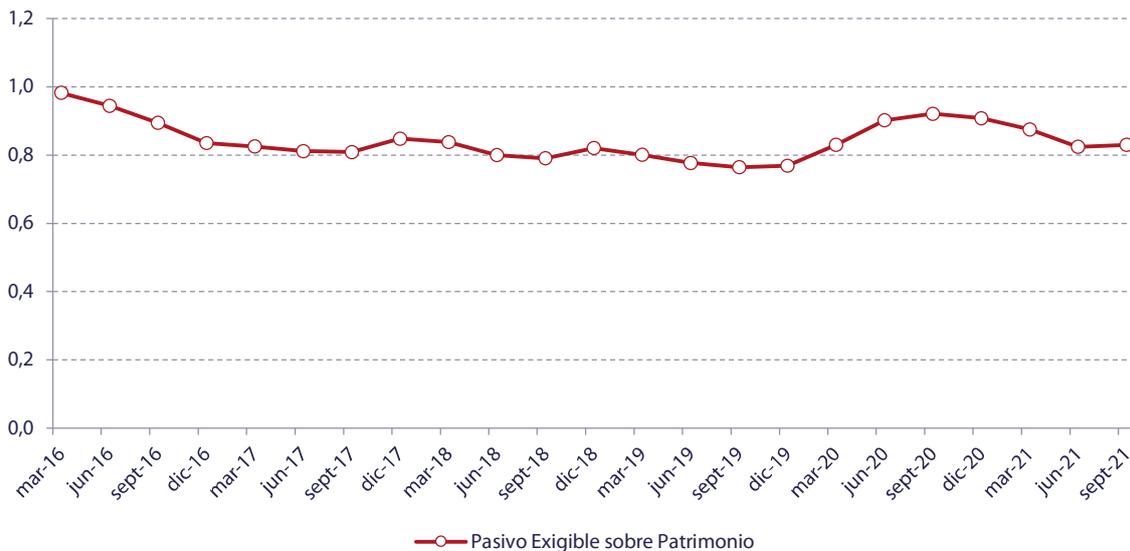


Ilustración 4: Endeudamiento

Tal como se puede apreciar en la Ilustración 5, las obligaciones de **Mall Plaza** en el corto plazo son abordables tanto con el EBITDA y el flujo de caja de largo plazo.

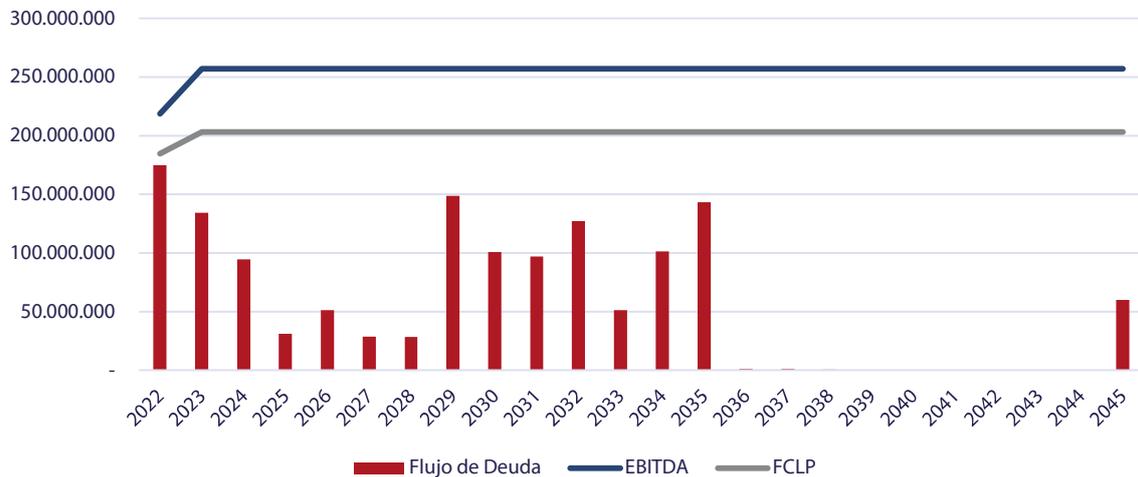


Ilustración 5: Evolución del perfil de vencimiento frente al FCLP y EBITDA

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 2021 la liquidez de la compañía alcanzó un nivel de 1,5 veces. En la siguiente Ilustración se presenta la evolución de este indicador



Ilustración 6: Liquidez

Rentabilidad

El indicador de rentabilidad de los activos de **Mall Plaza** luego de alcanzar un mínimo histórico en marzo de 2021 ha ido recuperándose durante el resto del año 2021 hasta alcanzar al cierre del tercer trimestre de 2021 un 1,2%, 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 alcanzo un mínimo histórico en marzo de 2021 y pasó de un 0,8% en septiembre de 2020 a 2,2% en 2021. La evolución de rentabilidad de los activos y patrimonio se puede observar en la Ilustración 7.

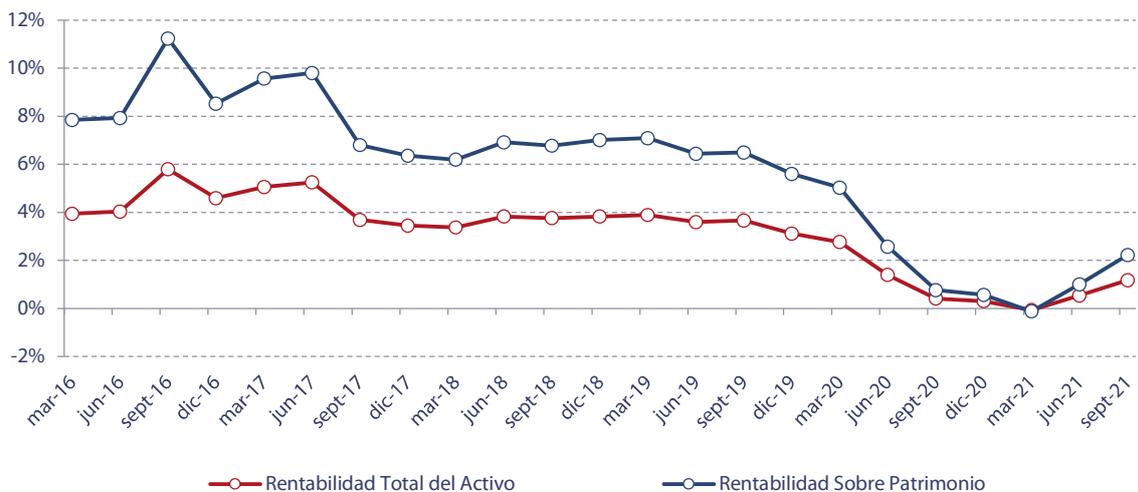


Ilustración 7: Rentabilidad del activo y patrimonio

Covenants financieros

Covenants financieros		
	Límite	sep-21
Deuda máxima permitida (Miles UF)	124.162	33.620

“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.”