

IPO Mall Plaza:

Recomendamos Suscribir Hasta \$1.500

Rodrigo Gardella B.

Resumen

- **La apertura a la bolsa de MALL PLAZA se realizará el viernes 27 de julio, para lo que recomendamos suscribir órdenes hasta \$1.500 por acción. Lo anterior considera un descuento por IPO de 15% y un precio objetivo de \$1.720 a 12 meses.**

- **Descripción de la Compañía:** Plaza S.A. es uno de los mayores operadores de centros comerciales en Latinoamérica, con un portafolio de 21 *malls* distribuidos en Chile (17), Perú (3) y Colombia (1), sumando más de 1,6 millones de m². Además, se están construyendo 3 nuevos centros comerciales, dos en Colombia y uno en Perú, incorporando 175.000 m² de superficie. Desde 1990, el crecimiento en GLA (Área Arrendable Bruta, en inglés) ha sido por tres medios: un 55% a través de proyectos nuevos (*greenfield*), un 40% por expansiones (*brownfield*) y 5% por adquisiciones. Por otro lado, una característica de este negocio es la estabilidad de sus resultados, ya que el 88% de sus ingresos son por arriendo, dentro de los cuales 94% son fijos. Con respecto a su eficiencia, el margen Ebitda anual ha promediado un 80% entre 2015 y 2018. En cuanto a su salud financiera, tiene un ratio de Deuda Neta / Ebitda de 4 veces, por debajo de sus pares en la industria, y una cobertura de gastos financieros que alcanza 7,3 veces, lo que entrega solvencia en términos de deuda. Por último, Plaza S.A. es controlada por S.A.C.I. Falabella con un 59,3% de la propiedad.

- **Descripción de la IPO:** La apertura a la bolsa se llevará a cabo el viernes 27 de julio, realizándose una colocación secundaria de acciones (no se emitirán nuevas). La colocación será de un mínimo del 10% de los papeles, equivalente a 190 millones de acciones. El remate será sobre una porción de los minoritarios a través de distintas sociedades que suman un 40,65% de la propiedad, relacionadas a Thomas Fürst, Pedro Donoso y Thomas Müller. El lunes 23 de julio se abrió el libro de órdenes y tiene fecha de cierre para el jueves 26 del mismo mes a las 14 horas. Existe un periodo de *lock-up* de 180 días para los minoritarios.

- **Tesis de Inversión:** Mall Plaza es líder en la industria con un margen Ebitda de 79% al IT18. Hacia adelante, creemos que este margen podría llegar hasta 80%, ya que todavía hay espacio para que maduren los *malls* que fueron abiertos en el último tiempo. En la misma línea, hoy en Colombia tienen un centro comercial, sin embargo, la administración actual del país puede operar hasta 4 centros comerciales, por lo que habrían eficiencias al inaugurarse los dos que están en construcción. Además, proyectamos un crecimiento en GLA de 5% anual para los próximos 4 años, en comparación a un incremento promedio de 9% anual en los últimos 10 años. En los años siguientes, no consideramos nuevas aperturas. Finalmente, creemos que con sus operaciones en Chile, Perú y Colombia podrían capturar sus buenas perspectivas económicas y la baja penetración de la industria.

Cuadro 1: Resumen Recomendación

Suscribir hasta	\$1.500
Precio Objetivo a 12 meses	\$1.720
Descuento IPO	15%
EV / Ebitda (x)	16,4
Precio / Utilidad (x)	25,8
Bolsa / Libro (x)	1,74
Dividend Yield 18	1,5%

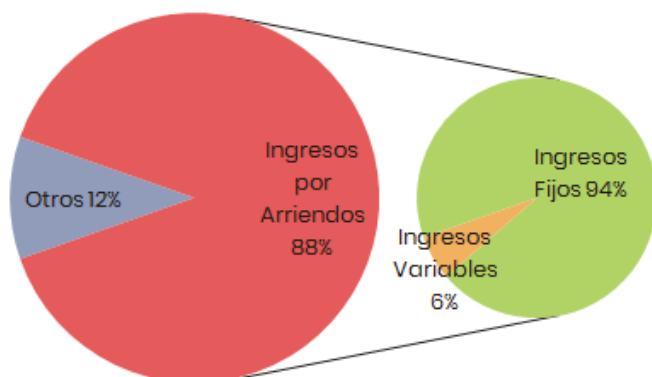
DESCRIPCIÓN PLAZA S.A.

En términos de espacio arrendable bruto (conocido como GLA, Gross Leasable Area), Plaza S.A. es uno de los mayores operadores de centros comerciales en Latinoamérica, con un portafolio que reúne 21 *malls* distribuidos en Chile, Perú y Colombia bajo la marca “Mall Plaza”, sumando más de 1,6 millones de m². Mantiene además, 3 centros comerciales en construcción en Colombia (2) y Perú (1), con apertura estimada entre 2018 y 2020, que incorporarían 175.000 m² de superficie. El crecimiento promedio de la compañía en GLA ha sido de 9% en los últimos 10 años, y a marzo de este año, sus locales mostraban una ocupación promedio de 96%.

El desarrollo de la compañía desde 1990 ha tomado diversas opciones. Un 55% del crecimiento en GLA ha sido a través de proyectos *greenfield*, un 40% por medio de expansiones y 5% por adquisiciones. Mantiene relaciones de largo plazo con distintos clientes, destacando diversas empresas multinacionales de distintos rubros. Los 5 mayores operadores representan el 19% de los ingresos de la compañía, y su cartera de arrendatarios tiene contratos con una duración promedio de 7 años.

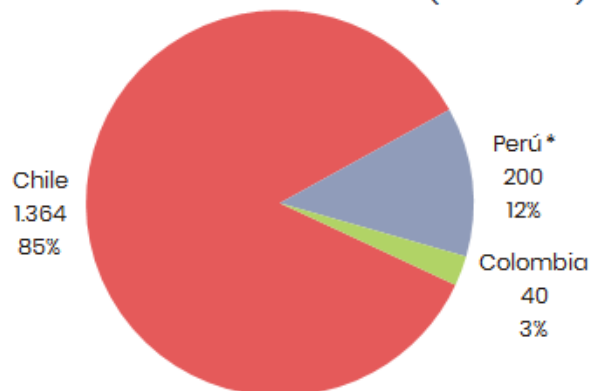
Una de las características de este negocio es la estabilidad de sus resultados. La estructura de sus contratos permite que gran parte de sus ingresos estén compuestos por pagos de arriendo fijos ajustados a inflación. Sólo una pequeña fracción equivale a ingreso variable que depende de las ventas de los locales. Por ejemplo, a marzo de 2018, 88% de sus ingresos correspondió al ítem arriendos (gráfico 1), del cual 94% fueron ingresos fijos. Eso se ha traducido en un crecimiento promedio de 5,5% en su Ebitda anual entre 2015 y 1T18, y un margen Ebitda que promedia 80% en igual periodo.

GRÁFICO 1: COMPOSICIÓN DE INGRESOS



Fuente: Presentaciones Compañía y Estudios Security

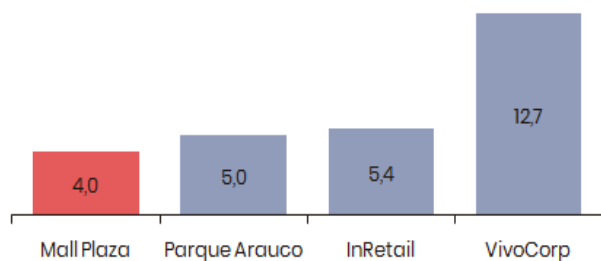
GRÁFICO 2: SUPERFICIE ARRENDABLE (MILES DE M2)



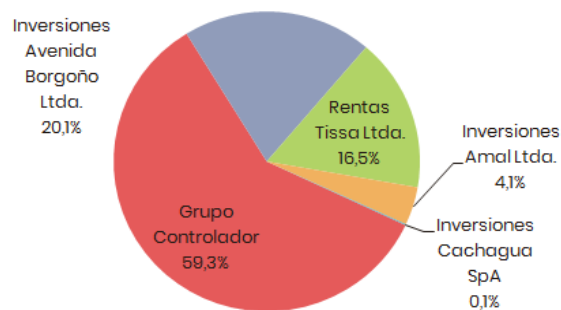
Fuente: Presentaciones Compañía y Estudios Security
* Participación minoritaria de 33% (No consolida)

Sus principales operaciones se concentran en Chile, con 17 de los 21 centros comerciales, de los cuales 8 se encuentran ubicados en Santiago. En 2017, nuestro país representó el 83% de sus visitas y 90% de las ventas de arrendatarios, siendo el 85% de su GLA consolidado (gráfico 2). La operación en Perú, con 3 centros comerciales, la maneja a través de una participación minoritaria (33,3%), consecuencia de la división de Aventura Plaza (previo administrador de estos malls) en 2016, donde compartían propiedad con Ripley y su controlador, Falabella. Por último, en Colombia debutó en 2012 en Cartagena de Indias, concentrando a 2017 el 3% de sus visitas, 2% de las ventas de arrendatarios y 3% de su GLA.

Respecto a su salud financiera, al 1T18 alcanza un ratio Deuda Neta/Ebitda de 4,0x, con una leve tendencia a la baja y ubicándose a la fecha por debajo de sus pares en la industria (gráfico 3). Mientras, la cobertura de gastos financieros se eleva a 7,3x, lo que le entrega solvencia en términos de deuda. Sus pasivos se dividen de manera equitativa entre préstamos bancarios y bonos, mayormente concentrada en el largo plazo (88% del total). Consistente con sus ingresos por arriendo, su deuda está indexada a la inflación.

GRÁFICO 3: APALANCAMIENTO (TT18, DEUDA NETA/EBITDA 12M)

Fuente: Presentaciones Compañía y Estudios Security

GRÁFICO 4: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Fuente: Presentaciones Compañía y Estudios Security

Finalmente, la propiedad de Plaza S.A. es manejada por Desarrollos Inmobiliarios Spa con 59,3%, controlado por S.A.C.I Falabella. No obstante, existe un pacto de accionistas vigente desde 2008 por el 100% de las acciones entre Falabella y las sociedades Inversiones Avenida Borgoño Ltda. (20,1%), Rentas Tissa Ltda. (16,5%), Inversiones Amal Ltda. (4,1%) e Inversiones Cachagua SpA (0,1%), el cual tendría vigencia hasta 2020 a menos que las partes decidan terminarlo o renovarlo (gráfico 4).

Detalles de la Colocación

La fecha de apertura a la bolsa de Plaza S.A. (nemotécnico MALLPLAZA) es el próximo viernes 27 de julio, donde se realizará una colocación secundaria de acciones, esto quiere decir que no se emitirán nuevas acciones. El remate sería sobre una porción de las participaciones minoritarias que están en manos de Inversiones Avenida Borgoño Ltda., Rentas Tissa Ltda. e Inversiones Amal Ltda., relacionadas a Thomas Fürst, Pedro Donoso y Thomas Müller, y que suman un 40,65% de la propiedad. La colocación sería de un mínimo del 10% de los papeles de Plaza S.A., equivalente a 190 millones de acciones, y existe un periodo de *lock-up*.

Respecto a las fechas, el lunes 23 de julio se realizó la apertura del libro de órdenes, teniendo fecha de cierre el próximo jueves 26 de julio a las 14 horas.

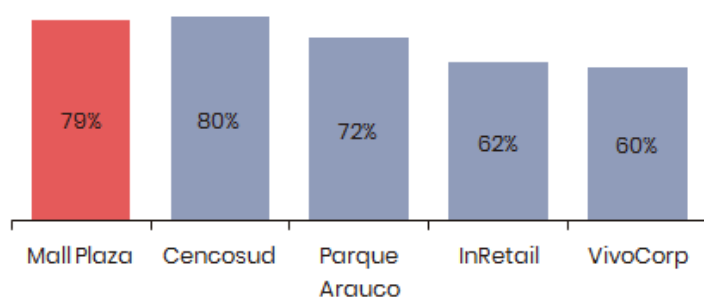
Tesis de Inversión

Se expandirían márgenes por maduración de centros comerciales y economías de escala en Colombia. Mall Plaza es líder en este negocio, alcanzando un 79% de margen Ebitda en los últimos doce meses a marzo de 2018, y siendo de los más altos entre sus comparables, donde se encuentra Cencosud con 80%, Parque Arauco 72% y Vivo Corp 60% (gráfico 5). Para este año, esperamos que este margen se mantenga prácticamente plano y hacia el mediano plazo, proyectamos que tienda hacia 80%. Esto estaría explicado por la maduración de los centros comerciales que abrieron en el último tiempo (Los Domínicos con 92.000 m² de GLA y Arica de 34.000 m²). Además, en Colombia actualmente opera un solo centro comercial, mientras la administración en un país podría abarcar alrededor de 4 *malls*, por lo que al sumarse los dos que se están construyendo en Colombia (94.000 m²), se lograrían mayores eficiencias en esa operación. Lo anterior sería contrarrestado en parte, por una tendencia de la industria a crecer en términos de espacio con arrendatarios menos rentables, como lo son por ejemplo las oficinas, entretenimiento o educación, con el fin de atraer un mayor flujo de gente.

Proyección de crecimiento de 5% anual en superficie para los próximos 4 años. El crecimiento promedio de la compañía en superficie ha sido de 9% en los últimos 10 años, y para los próximos 4 proyectamos que la cantidad de metros cuadrados arrendables se incremente 5% promedio anual. Esto incluye los nuevos proyectos anunciados por la compañía y un crecimiento menor al histórico en expansiones. Hacia adelante, no consideramos nuevas aperturas por lo que nuevos anuncios podrían ser un riesgo al alza para la recomendación.

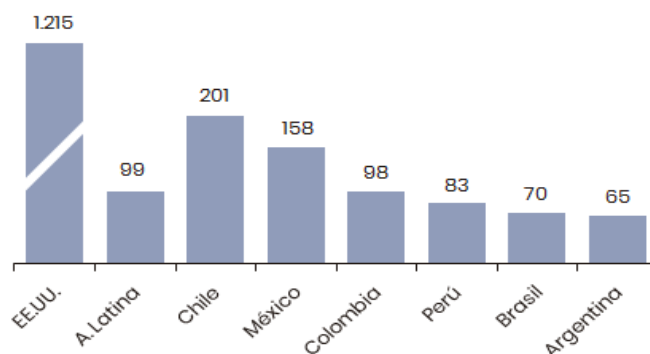
Exposición a países con buenas perspectivas económicas y baja penetración de centros comerciales. Por último, la compañía tiene una oportunidad de crecimiento, ya que está expuesta a economías con buenas perspectivas económicas. Para Chile, Perú y Colombia, esperamos que el crecimiento del PIB sea mayor a 3% en los próximos 3 años. Adicionalmente, en Perú y Colombia, la industria de centros comerciales aún tiene baja penetración con respecto a mercados más desarrollados. Por ejemplo, en Perú y Colombia hay 83m² y 98m² de GLA, respectivamente, por cada mil habitantes (gráfico 6). Mientras, en Chile esta cifra alcanza 201 m², siendo 6 veces menor a la penetración en Estados Unidos.

GRÁFICO 5: MARGEN EBITDA INDUSTRIA (TT18, ÚLTIMOS 12M)



Fuente: Presentaciones Compañía y Estudios Security

GRÁFICO 6: GLA POR CADA 1.000 HABITANTES (M²)



Fuente: Presentaciones Compañía y Estudios Security

Riesgos

- ↓ Conflicto de interés de parte del controlador S.A.C.I. Falabella en Perú, ya que es propietario del 100% de Open Plaza, que también opera en ese país.
- ↓ Mayor desarrollo del e-commerce que afecte el flujo de visitas.
- ↑ Anuncio de nuevos centros comerciales y expansión de ya existentes.

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de pesos	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos	247.774	260.422	280.472	305.695	332.070	348.140
Variación (%)		5,1%	7,7%	9,0%	8,6%	4,8%
Resultado Operacional	165.293	169.886	183.787	199.313	218.170	229.773
Variación (%)		2,8%	8,2%	8,4%	9,5%	5,3%
Margen Operacional (%)	66,7%	65,2%	65,5%	65,2%	65,7%	66,0%
EBITDA	204.162	209.236	222.408	242.110	264.659	278.512
Variación (%)		2,5%	6,3%	8,9%	9,3%	5,2%
Margen EBITDA (%)	82,4%	80,3%	79,3%	79,2%	79,7%	80,0%
Utilidad Neta	91.122	136.583	105.978	113.823	128.035	136.780
Variación (%)		49,9%	-22,4%	7,4%	12,5%	6,8%
Margen Neto (%)	36,8%	52,4%	37,8%	37,2%	38,6%	39,3%

INDICADORES DE CRÉDITO

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Deuda / Activos (%)	50%	46%	46%	47%	48%	48%
EBITDA / Gastos Financieros (x)	7,0	7,2	8,1	8,5	9,3	9,8
Liquidez Corriente (x)	0,82	0,59	0,96	0,79	0,79	0,79
Deuda Neta / Ebitda (x)	4,11	4,06	4,10	4,26	4,24	4,22
Deuda Financiera (MM \$)	870.376	871.808	938.968	1063.084	1154.806	1210.694

VALORIZACIONES

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	-	-	-	1500	1500	1500
Precio Utilidad (x)	-	-	-	25,8	22,9	21,5
EV / Ebitda (x)	-	-	-	16,4	15,3	14,8
Bolsa Libro (x)	-	-	-	1,74	1,67	1,60
Precio Ventas (x)	-	-	-	9,6	8,8	8,4
ROA (%)	-	-	-	5,8%	6,0%	6,0%
ROE (%)	-	-	-	6,3%	6,8%	6,9%

SUPUESTOS TASA DE DESCUENTO

Riesgo País (pb)	136
Premio por riesgo	5,7%
Spread	0,8%
Costo de la deuda (kd)	6,2%
Beta	0,9
Costo de capital (ke)	10,5%
Deuda / Activos	45%
Tasa de Impuestos	27%
Tasa de Descuento (WACC)	7,8%
Crecimiento Nominal LP (G)	4,0%

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Constanza Pérez S.
Subgerente de Estudios
Renta Variable
constanza.perez@security.cl

Juan José Ayestarán N.
Subgerente de Estudios
Renta Fija
juanjose.ayesteran@security.cl

Paulina Barahona N.
Analista Senior de Inversiones
paulina.barahona@security.cl

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia
Global
jorge.cariola@security.cl

Rosario del Río D.
Analista Renta Fija
Internacional
rosario.delrio@security.cl

Rodrigo Gardella B. Analista
de Inversiones
rodrigo.gardella@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Juan Carlos Prieto Z. Analista
de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Yessenia González del C.
Editora de Contenidos y
Comunicaciones
yessenia.gonzalez@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • [@inv_security](https://twitter.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.