

Nov. 2023

Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES

	2021	2022	Jun.23
Ingresos Ordinarios	42.562	56.963	30.040
Ebitda	36.037	48.787	24.596
Deuda Financiera	358.211	343.102	408.945
Margen Operacional	83,5%	84,7%	80,4%
Margen Ebitda	84,7%	85,6%	81,9%
Endeudamiento Total	3,0	2,4	2,5
Endeudamiento Financiero	2,4	1,8	2,0
Ebitda / Gastos Financieros	6,1	4,9	3,4
Deuda Financiera / Ebitda	9,9	7,0	8,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda	8,5	6,2	5,8
FCNOA / Deuda Financiera	10,1%	14,0%	10,9%

(*) Cifras e indicadores anualizados donde corresponda.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

Principales Aspectos Evaluados	Perfil de Negocios				
	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición de liderazgo en su zona de influencia				■	
Diversificación geográfica y de activos			■		
Diversificación y calidad crediticia de locatarios, con contratos estructurados en el largo plazo					■
Calidad de la cartera					■
Participación en industria altamente competitiva				■	
Estrategia asociada al desarrollo comercial					■

POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

Principales Aspectos Evaluados	Posición Financiera				
	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					■
Generación de flujos					■
Endeudamiento			■		
Coberturas				■	
Liquidez					■

FUNDAMENTOS

Las clasificaciones "AA" asignadas a la solvencia y líneas de bonos en proceso de inscripción por Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. (Grupo Marina) reflejan un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Sólida".

El Grupo participa en el desarrollo y administración de centros comerciales de carácter regional, con un portafolio de activos constituido por tres centros comerciales que totalizan cerca de 189 mil m² de superficie arrendable repartidos en las ciudades de Viña del Mar (52% de la superficie arrendable total), Curicó (28,5%) y Concepción (19,5%). Adicionalmente, la entidad es responsable de la administración del centro comercial Mall Independencia, inaugurado en el año 2018.

Los resultados de la entidad dan cuenta de un fuerte grado de estabilidad (excluyendo los efectos asociados al avance de la pandemia), incluso en periodos de desaceleración económica. Ello, refleja en gran parte una estructura de contratos de arriendo con un componente mayoritariamente fijo y la mantención de elevados niveles de ocupación. Además, incorpora la favorable evolución de las ventas de los locatarios y los bajos niveles de costos operativos, propios de la industria.

A junio de 2023, los ingresos consolidados del Grupo Marina alcanzaron los \$30.040 millones, registrando un aumento del 17% respecto de junio de 2022. Esto, considera una evolución positiva en cada uno de los activos de la entidad, con avances del 15,5% y del 26,2% en las sociedades Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. y Mall del Centro de Concepción S.p.A., respectivamente.

A igual periodo, la generación de Ebitda de la compañía alcanzó los \$24.596 millones, esto es, un 9,3% mayor a lo presentado a junio del año anterior. Consecuentemente, el margen Ebitda del periodo fue de 81,9% (87,9% a junio del año anterior).

Dentro de las inversiones recientes destaca la adquisición del Mall del Centro de Concepción en el año 2019, lo que resultó en mayores requerimientos de capital. Al respecto, estos fueron cubiertos a través de un mix que incluyó principalmente la obtención de deuda financiera y, en menor medida, la generación interna de fondos de la operación.

De esta manera, la deuda financiera del Grupo pasó desde los \$160.923 millones al cierre de 2018 hasta los \$325.907 millones a diciembre del año 2019. Lo anterior, si bien ha venido acompañado de una mayor generación de Ebitda, presionó los principales índices crediticios. En particular, el *leverage* financiero alcanzó, a diciembre de 2019, las 2,4 veces (1,3 veces al cierre de 2018), disminuyendo hasta las 2,0 veces a junio del año 2023, pero manteniéndose por sobre lo presentado en periodos anteriores.

A junio de 2023, el *stock* de deuda financiera alcanzaba los \$408.945 millones, registrando un aumento del 19,2% respecto de diciembre de 2022. Esto, principalmente por la toma de créditos bancarios, cuyos fondos se mantienen en reserva para el cumplimiento de obligaciones financieras.

En términos de coberturas, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzaba, a junio de 2023, las 5,8 veces, lo que se compara positivamente con lo evidenciado entre 2020 y 2022. Por su parte, la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros alcanzaba, a igual periodo, las 3,4 veces, cifra menor a lo presentado a diciembre de 2022, debido al incremento en la tasa promedio de gastos financieros, en línea con las mayores tasas de interés del mercado.

A la fecha del informe, la entidad se encuentra en proceso de inscripción de dos nuevas líneas de bonos, por montos de U.F. 1 millón y U.F. 3,5 millones, y plazos de 10 años y 30 años, en el orden respectivo. Los fondos a recaudar serán utilizados principalmente para

Analista: Esteban Sánchez
esteban.sanchez@feller-rate.com

el refinanciamiento de pasivos financieros de la entidad y, en menor medida, para financiar el plan de inversiones y/u otros fines corporativos.

PERSPECTIVAS: ESTABLES

ESCENARIO BASE: Considera que la entidad mantendrá una alta y relativamente estable capacidad de generación interna de flujos, en función de su estructura de contratos. Ello, en conjunto con una conservadora política de dividendos y un plan de inversiones enfocado principalmente en mantenimiento que incorpora acotados requerimientos de capital, resultaría en un gradual fortalecimiento de sus principales índices crediticios. En particular, Feller Rate estima que en el mediano plazo la razón de deuda financiera neta sobre Ebitda se mantendrá de forma estructura por debajo de las 5,0 veces.

Por otro lado, las perspectivas consideran que el Grupo mantendrá una sólida posición de liquidez, la que incorpora la posibilidad de reparto de dividendos solo si el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda es menor a las 5,0 veces.

Adicionalmente, cabe destacar que el escenario base de clasificación supone que no existirán nuevas necesidades de financiamiento relevantes para eventuales planes de inversión.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría gatillar como consecuencia de un deterioro estructural sobre sus indicadores crediticios, ante políticas financieras más agresivas o condiciones de mercado más complejas, que resulten en cambios en la calidad crediticia de sus locatarios y en los niveles de vacancia por sobre lo considerado en el escenario base.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo.

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

- Posición de liderazgo en su zona de influencia.
- Sensibilidad al nivel de actividad económica puede afectar el nivel de ocupación y, por ende, los resultados. Ello, es mitigado por características contractuales en términos de plazos y esquemas tarifarios.
- Clientes diversificados en términos de ingresos por renta.
- Acotada morosidad y niveles de vacancia.
- Concentración de cartera inmobiliaria por tipo de activo y en términos geográficos.
- Participación en industria altamente competitiva.

POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

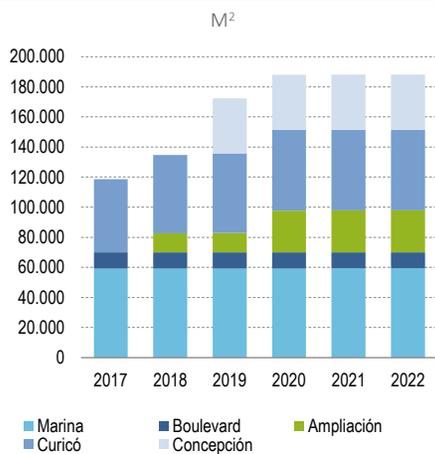
- Base de ingresos y márgenes influenciados por componente fijo de su estructura tarifaria y la mantención de altas tasas de ocupación.
- Sólida posición de liquidez, sustentada en una predecible capacidad de generación de flujos y una conservadora política de dividendos.
- Importantes necesidades de capital de años anteriores y contingencias recientes han generado presiones sobre los principales indicadores crediticios, no obstante, evidenciando una gradual mejora en los últimos periodos evaluados.
- Endeudamiento financiero considerado alto respecto de otros comparables. Sin embargo, con acotadas necesidades de capital ligadas al plan de inversión.

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. es controlada en partes iguales por los accionistas de Parque Arauco S.A. y Ripley Corp S.A., clasificados por Feller Rate en "AA/Estables" y "A+/Negativas", respectivamente.

Ninguna de las partes ejerce control directo sobre la sociedad y mantienen un pacto de accionistas.

EVOLUCIÓN DE LA SUPERFICIE ARRENDABLE POR ACTIVO



Fuente: elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

PERFIL DE NEGOCIOS

SATISFACTORIO

Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. y Filial (Grupo Marina), constituida en el año 1998, se encuentra dedicada a la administración de activos inmobiliarios de renta comercial de carácter regional a través de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. y Mall del Centro de Concepción SpA.

El portafolio de activos de la compañía está conformado por tres centros comerciales propios: Mall Curicó, Mall del Centro de Concepción y Mall Marina (incluye Mall Marina Oriente y Mall Boulevard), los que totalizan cerca de 189 mil m² de ABL propio.

Adicionalmente, la empresa es responsable de la administración del centro comercial Mall Independencia, inaugurado en el año 2018. Este, aporta una superficie arrendable administrada de 75.923 m². Si bien en términos de ingresos este segmento de negocios es poco significativo, favorece su posición estratégica al brindarle mayor poder de negociación con los locatarios.

RELEVANTE CRECIMIENTO Y AVANCE EN DIVERSIFICACIÓN EN AÑOS RECIENTES

La incorporación del Mall del Centro de Concepción en el año 2019 le permitió al Grupo un importante crecimiento en su ABL propio, pasando desde los 134.688 m² a diciembre de 2018 hasta los 172.427 m² al cierre del año 2019, representando un aumento anual del 28%.

Adicionalmente, ocasionó evidenciar una menor concentración en términos de ubicación geográfica, con una disminución en la importancia relativa de los activos ubicados en Viña del Mar.

Respecto de lo anterior, a diciembre de 2022, un 52% de la superficie arrendable se encontraba asociada a los activos ubicados en Viña del Mar (61,3% a diciembre del año 2018), mientras que el porcentaje restante se repartía entre Curicó (28,5%) y Concepción (19,5%).

Para los próximos años, considerando el plan de inversiones en cartera para cada uno de los activos, se estima que la distribución antes mencionada se mantendrá relativamente estable.

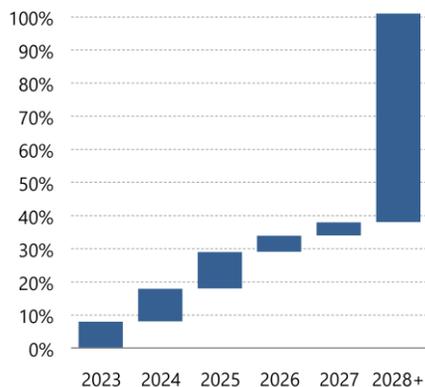
La mayor diversificación antes mencionada también se ve reflejada en términos de resultados. En efecto, la participación relativa de los activos ubicados en Viña del Mar pasó a representar un 66,6% de la generación de Ebitda consolidado a diciembre de 2022, desde el 81,1% exhibido al cierre del año 2017.

Por su parte, al cierre de 2022, Mall del Centro de Concepción y Mall Curicó representaban un 16,9% y 16,5%, respectivamente, de la generación de Ebitda del Grupo.

Cabe destacar que, pese al mayor grado de diversificación, la compañía sigue presentando una mayor concentración geográfica que otros comparables lo que, si bien le permite una mayor eficiencia a la hora de gestionar los activos, exponen al Grupo a un mayor riesgo de siniestros puesto que parte relevante de su generación de flujos (además de su inversión y de los flujos de sus locatarios) estaría expuesta a un único evento.

PERFIL DE VENCIMIENTO DE CONTRATOS

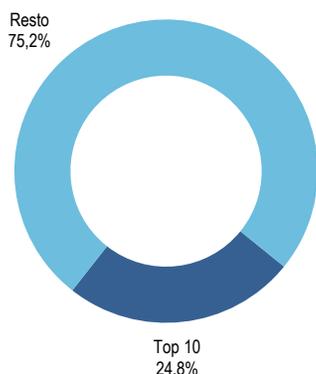
Según GLA



Fuente: elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

CONCENTRACIÓN DE CLIENTES

Según ingresos a junio de 2023



Fuente: elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

Es importante destacar que la entidad cuenta con importantes coberturas de seguro para cada uno de sus activos. Respecto de lo anterior, el monto asegurado total alcanza a aproximadamente U.F. 10,5 millones.

ESTRUCTURA DE CONTRATOS Y CARTERA DE CLIENTES MITIGA, EN PARTE, LA EXPOSICIÓN A CICLOS ECONÓMICOS DESFAVORABLES

Las operaciones de los centros comerciales están influenciadas por las variaciones de la economía. En ciclos económicos adversos, la industria puede verse potencialmente afectada por mayores tasas de desocupación, alzas en la morosidad de contratos y bajas en las tarifas pactadas con locatarios. Por lo anterior, las compañías suelen estructurar los contratos de tal forma de generar una protección y una mayor estabilidad a los flujos.

Al respecto, la industria se caracteriza por la presencia de contratos de largo plazo entre arrendadores y sus clientes, lo que genera una relevante capacidad de predicción para los flujos de la compañía. Adicionalmente, las compañías suelen asignar un fuerte componente fijo dentro de sus estructuras tarifarias.

En el caso particular del Grupo Marina, la entidad se ha caracterizado por la relativa estabilidad de sus resultados operacionales (excluyendo los meses influenciados por los efectos del avance de la pandemia COVID-19), con un componente fijo que desde el año 2010 ha representado por sobre el 90% de los ingresos por arriendo (91% a junio de 2023). Este, corresponde a un monto establecido (arriendo mínimo) de U.F./m², mientras que el componente variable es el mínimo valor entre cierto porcentaje de las ventas de los locatarios y cierto monto fijado previamente.

Al estar los contratos estipulados en U.F., la compañía mantiene una cobertura frente al riesgo inflacionario.

Respecto de la estructura de costos, una proporción relevante de los gastos comunes se prorratan entre los distintos arrendatarios, lo que disminuye su impacto sobre los resultados de la compañía.

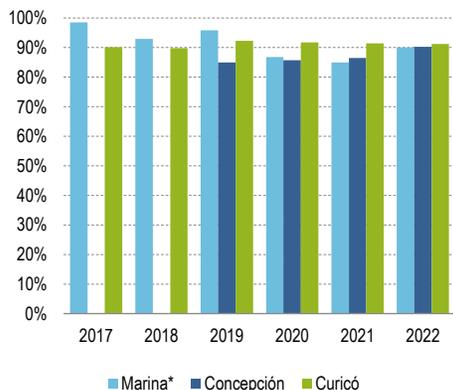
La empresa mantiene contratos de arriendo diferenciados por tipo de tienda en los centros comerciales, teniendo las tiendas anclas plazos normalmente de 30 años, mientras que para el resto de las tiendas los plazos fluctúan entre los 5 y los 10 años, otorgando cierta flexibilidad para ajustar tarifas y realizar una selección de arrendatarios. A junio de 2023, cerca de un 63% de los contratos (en términos de ABL) contaba con vencimiento posterior al año 2027, mientras que un 18% presentaba vencimiento entre los años 2023 y 2024. Esta estructura resultaba en una duración promedio remanente de 9,9 años.

La compañía evidencia una baja concentración de clientes en términos de ingresos por renta (al primer semestre de 2023 los 10 mayores locatarios representaban un 24,8% de los ingresos por renta), con grandes locatarios de buena clasificación de riesgo, como París y Ripley.

MANTENCIÓN DE ACOTADOS NIVELES DE VACANCIA Y DE MOROSIDAD

El Grupo ha mantenido históricamente acotados niveles de vacancia en su foco de negocios lo que, entre otros factores, refleja su conservadora política de inversión. En particular, en términos consolidados, ha presentado una ocupación promedio del 97,3% entre los años 2017 y 2022 (excluye superficie arrendable asociada a las torres de sus activos), alcanzando un 97,9% a diciembre del año 2022.

MANTENCIÓN DE ELEVADOS NIVELES DE OCUPACIÓN



Fuente: elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

*Incluye Mall Marina, Mall Marina Oriente y Mall Boulevard.

PRINCIPALES INDICADORES DE CARTERA

	2020	2021	2022	Jun.23
Mora mayor a 90 días (\$MM)	2.736	2.891	1.118	3.783
Mora mayor a 90 días (%)	28,3%	28,3%	11,6%	45,0%
Cobertura mora mayor a 90 días	0,7	0,4	0,7	0,4
Mora mayor a 90 días / Ingresos totales (%)	10,0%	6,8%	2,0%	6,2%

A nivel desagregado, la ocupación alcanzaba un 96,8% para Mall del Centro de Concepción, un 97,7% para Mall Marina (incluye Mall Marina Oriente y Mall Boulevard) y un 98,8% para Mall Curicó, al cierre del año 2022.

Al incluir la superficie arrendable de las torres de cada activo, la ocupación promedio alcanzaba un 90,8% entre los años 2017 y 2022 (90,4% al cierre de 2022). Esta, se componía de un 90% para Mall Marina (incluyendo Mall Marina Oriente y Mall Boulevard), un 90,3% para Mall del Centro de Concepción y de un 91,2% para Mall Curicó.

El Grupo Marina cuenta con clientes de buena calidad crediticia. Los dos principales clientes (París y Ripley) son empresas relacionadas a importantes *holdings* como Cencosud y Ripley Corp, clasificados en "AA/Estables" y "A+/Negativas", respectivamente, por Feller Rate.

En los últimos años, la evolución de la mora de la compañía ha estado influenciada por el avance de la pandemia y su impacto sobre la capacidad de pago de sus locatarios, así como por las políticas implementadas por el Grupo para mitigar sus efectos. A junio de 2023, considerando los ítems deudores por venta, documentos por cobrar y deudores varios, la mora mayor a 90 días representaba un 45% de la cartera bruta (6,2% de los ingresos operacionales de los últimos 12 meses).

A igual periodo, la mora mayor a 361 días representaba un 26,2% de la cartera bruta y un 3,6% de los ingresos anualizados.

La sociedad mantiene como política constituir provisiones por los saldos de dudosa recuperabilidad, la que es determinada en base a la facturación emitida y un análisis individual de los deudores. Respecto de lo anterior, a junio de 2023, la entidad mantenía provisiones por \$1.393 millones, cubriendo en 0,4 veces la mora mayor a 90 días y en 0,5 veces la mora mayor a 201 días.

PARTICIPACIÓN EN INDUSTRIA ALTAMENTE COMPETITIVA E INTENSIVA EN INVERSIONES, MANTENIENDO UN FUERTE POSICIONAMIENTO EN SU ZONA DE INFLUENCIA

La industria de rentas inmobiliarias no habitacionales es altamente competitiva y madura, donde conviven grandes empresas o inversionistas especializados, con pequeños y medianos participantes.

Asimismo, la industria presenta importantes barreras de entrada y a la salida para estos formatos, favoreciendo el negocio de los actuales participantes. El elevado nivel de inversión en capital, la necesidad de bancos de terreno de gran tamaño con buen acceso y una adecuada ubicación dificultan la entrada de nuevos competidores.

Por otra parte, los contratos de largo plazo, sus cláusulas de salida y el costo de las inversiones realizadas en el acondicionamiento y habilitación del espacio también limitan la salida de estos operadores, disminuyendo el incentivo a nuevos participantes.

Lo anterior, favorece y acentúa el posicionamiento que actualmente mantiene el Grupo en Viña del Mar, Concepción y Curicó. En dichas ciudades cuenta con una ubicación privilegiada, permitiéndole apuntar correctamente a su segmento objetivo.

ACOTADO PLAN DE INVERSIONES PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS

Dentro de las recientes inversiones realizadas por el Grupo destaca la adquisición del 100% del capital accionario de Mall del Centro Concepción S.A. en el año 2019, sociedad propietaria del centro comercial homónimo. El monto de la transacción alcanzó los U.F.

5,26 millones, lo que significó un importante crecimiento en el nivel de deuda de Inmobiliaria Mall Viña del Mar.

Respecto de lo anterior, cabe destacar que dicho activo se encontraba en operación desde el año 2012, manteniendo en los años posteriores altos niveles de ocupación. Ello, permitió que su incorporación no impactara de forma negativa a la generación de fondos operacionales consolidada del Grupo Marina.

Para los próximos años, el Grupo mantiene un conservador plan de inversiones, el que incluye remodelaciones, reestructuraciones de espacios y ampliaciones menores en cada uno de sus activos, los que les permitiría alcanzar aproximadamente 191.000 m² de superficie arrendable hacia el año 2026. Lo anterior, significaría un nivel de inversión cercano a U.F. 52.000 anuales.

Con lo anterior, el actual plan de inversión no generaría presiones adicionales sobre sus parámetros crediticios.

FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CLASIFICACIÓN

El Grupo Marina contempla como parte de su foco estratégico la sostenibilidad de sus operacionales. Esto, incorpora el análisis de mejores prácticas de la industria, la interacción con sus grupos de interés y de los temas que tienen algún grado de impacto en su negocio.

Al respecto, el Grupo se encuentra trabajando en un reporte de sustentabilidad que se apegue a las nuevas exigencias normativas y en responder encuestas con diagnósticos en estándares como Dow Jones Sustainability Index y Sustainable Accounting Standards Board, entre otros.

— AMBIENTALES

En materia medio ambiental la estrategia de la compañía se encuentra enfocada en políticas de reducción de gases de efecto invernadero (GEI), la gestión hídrica, la gestión energética, la gestión de residuos y el uso íntegro de fuentes de energía renovable no convencional (ERNC).

Respecto de lo anterior, el plan estratégico para los años 2024 y 2025 considera evaluar y gestionar riesgos climáticos en línea con las exigencias de la Taskforce for Climate Financial Disclosure (TCFD) al establecer procesos, procedimientos y KPIs (indicadores clave de desempeño, por sus siglas en inglés) medioambientales en temas de agua, energía, residuos y huella de carbono. Adicionalmente, se encontrará focalizado en tener el 100% de energía renovable no convencional.

— SOCIALES

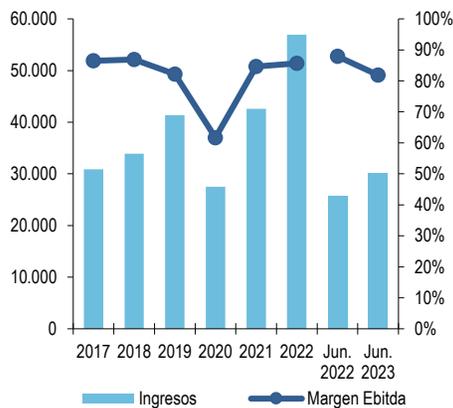
Dentro de la responsabilidad social empresarial la compañía busca contribuir al desarrollo de sus colaboradores y de las comunidades locales. Por lo anterior, actualmente se encuentra realizando un mapeo de actores con el propósito de definir políticas que contribuyan al buen relacionamiento con grupos de interés.

— GOBIERNOS CORPORATIVOS

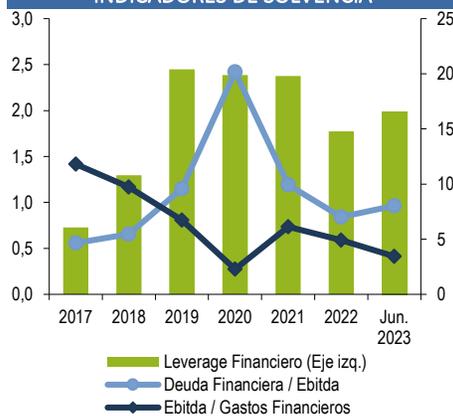
El Grupo es administrado por un Directorio de cuatro miembros (dos ligados a Parque Arauco y dos asociados a Ripley) y posee un Comité de Auditoría, un Comité de Cobranza y un Comité de Sustentabilidad.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

Cifras en millones de pesos

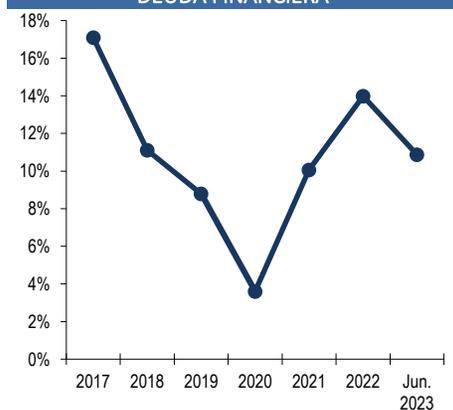


EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



*Cifras a junio se presentan anualizadas

EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA



*Cifras a junio se presentan anualizadas.

POSICION FINANCIERA

SÓLIDA

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Altos márgenes operacionales, con presiones transitorias generadas a raíz del avance de la pandemia

La actividad de la empresa se caracteriza por la obtención de altos márgenes operacionales, los que exhiben una fuerte estabilidad, incluso en periodos de desaceleración económica. Lo anterior, principalmente asociado a una estructura de contratos de arriendos con un componente mayoritariamente fijo y a la mantención de elevados niveles de ocupación. Además, se considera la estabilidad de las ventas de los locatarios.

Tras las presiones registradas a raíz de la pandemia -que derivaron en el cierre parcial de los centros comerciales- en los últimos periodos evaluados la compañía ha vuelto a evidenciar márgenes operacionales en línea con lo presentado históricamente.

A diciembre de 2022, los ingresos consolidados del Grupo Marina alcanzaron los \$56.963 millones, registrando un aumento del 34% respecto de diciembre de 2021. Esto, considera una evolución positiva en cada uno de los activos de la entidad, con avances del 36,5%, 41,1% y 49,2% en los activos ubicados en Viña del Mar, Curicó y Concepción, respectivamente.

Respecto de lo anterior, los mayores ingresos se explican por una menor base de comparación, una mayor ocupación promedio, la indexación de las tarifas a la inflación, las mayores ventas netas de los locatarios y por la variación en la superficie arrendable.

A igual periodo, la generación de Ebitda de la compañía alcanzó los \$48.787 millones, esto es, un 35,4% mayor a lo presentado a diciembre de 2021. Consecuentemente, el margen Ebitda del periodo fue de 85,6% (84,7% a diciembre de 2021).

En línea con los mejores resultados operacionales registrados la compañía evidenció una mejora en su capacidad de generación de flujos ajustados de la operación (FCNOA), la que alcanzó los \$47.981 millones a diciembre de 2022. Esto permitió, a igual fecha, que la capacidad de pago (medida a través del indicador: FCNOA de los últimos 12 meses sobre deuda financiera) se ubicara por sobre el promedio presentado entre los años 2018 y 2021.

A junio de 2023, los ingresos consolidados del Grupo Marina alcanzaron los \$30.040 millones, registrando un aumento del 17% respecto de junio de 2022. Esto, considera una evolución positiva en cada uno de los activos de la entidad, con avances del 15,5% y del 26,2% en las sociedades Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. y Mall del Centro de Concepción S.p.A., respectivamente.

A igual periodo, la generación de Ebitda de la compañía alcanzó los \$24.596 millones, esto es, un 9,3% mayor a lo presentado a junio del año anterior. Consecuentemente, el margen Ebitda del periodo fue de 81,9% (87,9% a junio del año anterior).

ESTRUCTURA DE LA DEUDA FINANCIERA



PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, a junio de 2023, por \$ 111.298 millones.
- Flujo de fondos operativos con un margen Ebitda que refleja las mejoras observadas en la actividad de la compañía.
- Línea de bonos en proceso de inscripción.

PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan de inversiones.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Indicadores crediticios han evidenciado una gradual mejora

En los últimos 10 años, el plan estratégico del Grupo consideró, entre otros aspectos, la ampliación del Mall Marina y la adquisición del Mall del Centro de Concepción, lo que resultó en mayores requerimientos de capital, los que fueron cubiertos a través de un mix que incluyó la obtención de deuda financiera y la generación interna de fondos de la operación.

Por lo anterior, se evidenció un relevante incremento en el nivel de endeudamiento, pasando desde los \$ 50.159 millones a diciembre de 2013 hasta los \$ 343.102 millones a diciembre de 2022, con un *peak* de \$ 358.211 millones al cierre del año 2021. Lo anterior, si bien ha venido acompañado de una mayor generación de Ebitda, ha presionado los principales índices crediticios.

Al respecto, el *leverage* financiero alcanzó, a diciembre de 2022, las 1,8 veces lo que, si bien se compara positivamente con lo presentado entre los años 2019 y 2020, se mantiene por sobre lo presentado en años anteriores.

Durante 2023, la compañía tomó préstamos bancarios cuyos fondos se mantienen en reserva para el cumplimiento de obligaciones financieras en caso de no tener liquidez. De esta forma, el *stock* de deuda financiera alcanzó los \$408.945 millones, registrando un aumento del 19,2% respecto del cierre del año anterior.

Por su parte, la deuda financiera neta alcanzó los \$297.647 millones, registrando una disminución del 2,0% respecto de diciembre de 2022.

Al tercer trimestre de 2023, la deuda bancaria estaba compuesta por préstamos bancarios con Banco BCI (62,4%), Scotiabank (18,8%), Banco Estado (12,2%) y Banco de Chile (6,7%). A su vez, se encontraba estipulada principalmente en U.F. (90,7%) y mantenía una estructura de vencimientos concentrada en el largo plazo (86%), consistente con su giro de renta inmobiliaria.

En términos de coberturas, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzaba, a junio de 2023, las 5,8 veces, lo que se compara positivamente con lo evidenciado entre 2020 y 2022.

Por su parte, la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros alcanzaba, a igual periodo, las 3,4 veces, cifra menor a lo presentado a diciembre de 2022, debido al incremento en la tasa promedio de gastos financieros, en línea con las mayores tasas de interés del mercado.

Feller Rate espera que los activos pertenecientes al Grupo continúen evidenciando un fortalecimiento en su capacidad de generación de flujos, asociado a las menores presiones respecto de años recientes y al plan estratégico en curso. De esta manera, se espera que la compañía mantenga, de forma estructurada, un ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda por debajo de las 5,0 veces.

Adicionalmente, cabe destacar que el escenario base de clasificación supone que no existirán nuevas necesidades de financiamiento relevantes para eventuales planes de inversión.

LIQUIDEZ: SÓLIDA

Grupo Marina cuenta con una liquidez calificada como "Sólida", considerando una estable y predecible generación de flujos de caja, asociada principalmente a su estructura de contratos.

A junio de 2023, la entidad mantenía en efectivo y equivalentes cerca de \$111.298 millones y presentaba una generación de flujos de la operación (FCNOA) de \$44.406 millones en los últimos 12 meses. En contrapartida, mantenía vencimientos de deuda financiera en el corto plazo de \$56.961 millones (excluye pasivos asociados a la implementación de la IFRS 16).

Adicionalmente, la clasificación incorpora acotadas necesidades de capex para los próximos años y una conservadora política de reparto de dividendos, bajo la cual el retiro de parte de las utilidades se puede dar en el caso de que el ratio deuda financiera neta sobre Ebitda sea menor a las 5,0 veces.

Por otro lado, la flexibilidad financiera del Grupo se ve beneficiada por la emisión de bonos corporativos en curso, cuyos fondos permitirían fortalecer la estructura de largo plazo de sus vencimientos de deuda financiera.

NUEVA LÍNEAS DE BONOS

Clasificadas en “AA/Estables”

La compañía se encuentra en proceso de inscripción de dos nuevas líneas de bonos. Una por monto máximo de emisión de U.F. 1 millón con un plazo a 10 años y otra por U.F. 3,5 millones con un plazo de 30 años.

Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a las Líneas antes mencionadas serán destinados al refinanciamiento de pasivos de corto y/o largo plazo del Emisor y/o sus filiales; al financiamiento del plan de inversiones del Emisor y/o sus filiales; y/o para otros fines corporativos del Emisor y/o sus filiales. El uso específico que el Emisor dará a los fondos obtenidos de cada emisión se indicará en cada Escritura Complementaria.

NUEVOS INSTRUMENTOS

LÍNEA DE BONOS

Fecha de inscripción	En proceso ⁽¹⁾
Monto de la línea	U.F. 1.000.000
Plazo de la línea	10 años
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	No hay garantías específicas salvo el derecho de prenda general del acreedor del artículo 2.465 y 2.469 del Código Civil

(1) Según escritura de fecha 22 de septiembre de 2023, Repertorio N°10.046-2023, de la 5ª Notaría de Santiago.

LÍNEA DE BONOS

Fecha de inscripción	En proceso ⁽¹⁾
Monto de la línea	U.F. 3.500.000
Plazo de la línea	30 años
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	No hay garantías específicas salvo el derecho de prenda general del acreedor del artículo 2.465 y 2.469 del Código Civil

(1) Según escritura de fecha 22 de septiembre de 2023, Repertorio N°10.045-2023, de la 5ª Notaría de Santiago.

— PRINCIPALES RESGUARDOS

- Mantener una relación de Deuda Financiera Neta sobre Patrimonio igual o inferior a:
 - 1,8 veces a partir del 31 de marzo del año 2024.
 - 1,65 veces a partir del 31 de marzo del año 2025.
 - 1,5 veces a partir del 31 de marzo del año 2026.
- Luego de transcurridos doce meses de la fecha de la primera colocación de bonos, el Emisor deberá mantener un ratio de Activos Inmobiliarios Libres de Gravámenes sobre Deuda Financiera Neta sin Garantías de al menos 1,3 veces.
- Mantener seguros vigentes y con coberturas que protejan razonablemente todos los activos fijos del Emisor para el desarrollo del su giro, de acuerdo con las prácticas usuales para industrias de la naturaleza del Emisor.

- No efectuar transacciones con Personas Relacionadas del Emisor en condiciones de equidad distinta a las que habitualmente prevalecen en el mercado según lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas.
- Obligaciones, limitaciones y prohibiciones, según lo especificado en el respectivo Contrato de Emisión, respecto de casos de fusión, división, transformación, modificación del objeto social, creación de filiales, mantención, renovación y sustitución de activos del Emisor, enajenación de activos o pasivos a Personas Relacionadas, enajenación de Activos Relevantes, enajenación del total del activo y del pasivo del Emisor.

9 Noviembre 2023

Solvencia	AA
Perspectivas	Estables
Líneas de Bonos	AA

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras millones de pesos

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Jun. 2023
Ingresos Ordinarios	29.571	30.898	33.929	41.329	27.487	42.562	56.963	30.040
Ebitda ⁽¹⁾	25.228	26.727	29.462	33.963	16.941	36.037	48.787	24.596
Resultado Operacional	24.956	26.439	29.119	33.379	13.026	35.551	48.244	24.154
Ingresos Financieros	1.574	1.574	1.000	181	239	322	2.557	1.553
Gastos Financieros	-2.672	-2.264	-3.027	-5.050	-7.429	-5.890	-9.939	-8.055
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	21.052	23.337	20.660	13.449	11.158	11.468	37.659	12.019
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	26.991	22.826	19.475	28.837	12.548	36.341	50.925	20.866
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) ⁽²⁾	25.499	21.252	17.872	28.673	12.321	36.019	47.981	19.314
FCNO Libre de Intereses Netos y Divid. Pagados ⁽³⁾	26.991	22.826	15.647	24.438	8.764	30.452	30.039	8.693
Inversiones en Activos Fijos Netas	-6.517	-12.461	-258	-578	-637	-353	-472	-57
Inversiones en Acciones			-16.601	-163.149	-2.767	-1.924	-3.957	-1.206
Flujo de Caja Libre Operacional	20.474	10.365	-1.211	-139.289	5.360	28.175	25.610	7.430
Dividendos Pagados	-26.096	-13.318	-67.673	-9.700				
Flujo de Caja Disponible	-5.621	-2.954	-68.885	-148.989	5.360	28.175	25.610	7.430
Movimiento en Empresas Relacionadas								
Otros Movimientos de Inversiones								-95.637
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-5.621	-2.954	-68.885	-148.989	5.360	28.175	25.610	-88.207
Variación de Capital Patrimonial								
Variación de Deudas Financieras	42.655	-9.695	32.636	159.881	2.932	-4.975	-39.898	64.622
Otros movimientos de Financiamiento								
Financiamiento con EERR								
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	37.034	-12.649	-36.249	10.892	8.292	23.200	-14.288	-23.585
Caja Inicial	23.015	60.049	47.400	11.151	22.043	30.335	53.534	39.246
Caja Final	60.049	47.400	11.151	22.043	30.335	53.534	39.246	15.661
Caja y equivalentes	60.049	47.400	11.151	22.043	30.335	53.534	39.246	111.298
Cuentas por Cobrar Clientes	3.270	3.196	4.421	9.062	8.551	9.848	12.087	10.630
Deuda Financiera ⁽⁴⁾	128.262	124.378	160.923	325.907	341.632	358.211	343.102	408.945
Activos Totales	341.823	353.155	343.892	542.765	569.353	598.706	648.814	726.716
Pasivos Totales	180.309	181.909	219.724	409.571	426.245	448.039	455.334	521.218
Patrimonio + Interés Minoritario	161.514	171.246	124.169	133.195	143.108	150.667	193.480	205.499

(1) Ebitda = Resultado Operacional (incorporando el deterioro de cuentas por cobrar) + Amortizaciones y depreciaciones de Inmovilizado material.

(2) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base del flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos y descontando los intereses netos del periodo.

(4) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Jun. 2023
Margen Bruto	89,1%	90,8%	90,1%	85,3%	71,6%	91,9%	90,7%	89,9%
Margen Operacional (%)	84,4%	85,6%	85,8%	80,8%	47,4%	83,5%	84,7%	80,4%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	85,3%	86,5%	86,8%	82,2%	61,6%	84,7%	85,6%	81,9%
Rentabilidad Patrimonial (%)	13,0%	13,6%	16,6%	10,1%	7,8%	7,6%	19,5%	8,8%
Costo / Ventas	10,9%	9,2%	9,9%	14,7%	28,4%	8,1%	9,3%	10,1%
Gav / Ventas	4,7%	5,2%	4,3%	4,5%	24,2%	8,4%	6,0%	9,5%
Días de Cobro	39,8	37,2	46,9	78,9	112,0	83,3	76,4	62,3
Días de Pago	232,3	501,8	432,9	256,8	187,1	549,4	398,8	368,7
Endeudamiento Total	1,1	1,1	1,8	3,1	3,0	3,0	2,4	2,5
Endeudamiento Financiero	0,8	0,7	1,3	2,4	2,4	2,4	1,8	2,0
Endeudamiento Financiero Neto	0,4	0,4	1,2	2,3	2,2	2,0	1,6	1,4
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	5,1	4,7	5,5	9,6	20,2	9,9	7,0	8,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	2,7	2,9	5,1	8,9	18,4	8,5	6,2	5,8
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros (vc)	9,4	11,8	9,7	6,7	2,3	6,1	4,9	3,4
FCNOA ⁽²⁾ / Deuda Financiera (%)	19,9%	17,1%	11,1%	8,8%	3,6%	10,1%	14,0%	10,9%
FCNOA ⁽²⁾ / Deuda Financiera Neta (%)	37,4%	27,6%	11,9%	9,4%	4,0%	11,8%	15,8%	14,9%
Liquidez Corriente (vc)	4,0	2,8	0,4	0,5	2,5	1,2	0,5	1,8

(1) Ebitda = Resultado Operacional (incorporando el deterioro de cuentas por cobrar) + Amortizaciones y depreciaciones de Inmovilizado material.

(2) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

NOMENCLATURA DE CLASIFICACIÓN

CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

- Categoría AAA: 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.
- 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.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- 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.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de "grado inversión", al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de "no grado inversión" o "grado especulativo".

ACCIONES

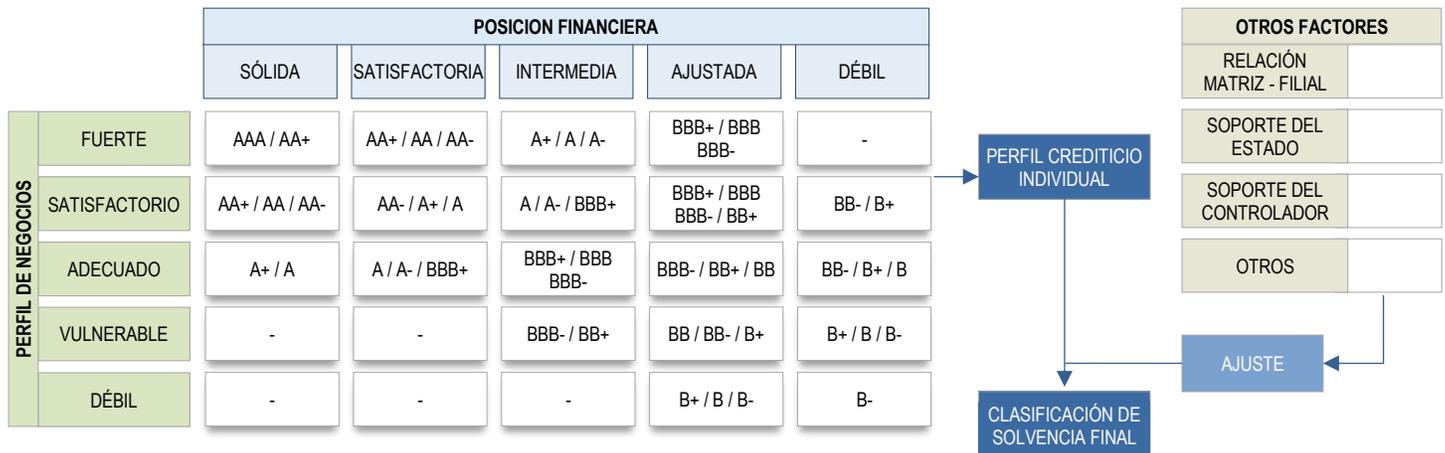
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- **Sólida:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- **Satisfactoria:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Intermedia:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Ajustada:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Débil:** La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CLASIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



EQUIPO DE ANÁLISIS:

- Esteban Sánchez - Analista principal
- Felipe Pantoja - Analista secundario
- Nicolás Martorell - Director Senior

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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.