

Informe Security: CENCOSUD

Rodrigo Gardella B. (rodrigo.gardella@security.cl)

Julio 2017

RECOMENDACIÓN: SOBREPONDERAR

Precio Objetivo a 12-18 meses: \$2.080

Precio de Mercado : \$1.860

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE CENCOSUD

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Precio/Utilidad	22,5	18,0	13,9	17,0	15,5	13,8
Bolsa/Libro	1,0	1,0	1,3	1,2	1,1	1,0
EV*/EBITDA	11,3	10,5	11,2	11,3	10,8	9,8

*EV= Cap. Bursátil +Interés Minoritario+Deuda Financiera-Caja y Equivalentes

VALORIZACIÓN CENCOSUD (Millones de pesos)

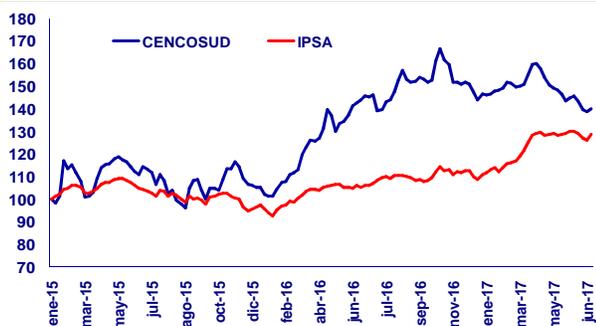
VP Flujos de Caja	8.243.012
Caja	346.453
Inv. Empresa Relac.	298.587
Valor Económico de Activos	8.888.052
Valor de Deuda Financiera	-3.296.102
Interés Minoritario	-42
Valor del Patrimonio	5.591.907
Número de Acciones *	2.863
Precio de Mercado	1.860
Precio Objetivo 12-18 meses	2.080

*En millones de acciones

RESULTADOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS (Millones de pesos)

	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Ingreso por Ventas	10.333.001	10.438.053	10.590.827	11.342.699
Costo de Ventas	-7.356.471	-7.403.068	-7.499.365	-8.027.516
GAV	-2.523.381	-2.525.937	-2.542.623	-2.721.347
Resultado Operacional	453.149	509.048	548.838	593.836
EBITDA	754.058	768.024	811.380	865.725
Utilidad Neta	387.753	317.334	346.707	389.867

EVOLUCIÓN CENCOSUD V/S IPSA (Base 100 Enero 2015)



Hemos actualizado nuestra cobertura de Cencosud, estimando un precio objetivo de \$2.080 a 12-18 meses, con recomendación de sobreponderar.

Esperamos que a partir del segundo semestre del 2017, el contexto económico de la región empiece a mejorar en los países donde opera Cencosud, lo que se traduciría en un repunte en los resultados de la compañía. Si bien los números en Chile se han mostrado sólidos, las demás operaciones en la región han estado débiles, explicado principalmente por el contexto económico que afecta a dichos países.

En el caso de Brasil, el consumo se ha visto afectado considerablemente en el último tiempo, tanto por la quiebra de algunos estados donde opera Cencosud, como por la incertidumbre política por los casos de corrupción. Sin embargo, con la reciente aprobación de la reforma laboral, se desprenden señales positivas respecto a un retorno al crecimiento económico. De esta manera, esperamos que el consumo se mantenga plano durante este año, pero aumentando 1,6% durante 2018. Esto se traduciría en un alza estimada de 4,5% para el año siguiente en las ventas por local equivalente (SSS).

Caso parecido ocurre en Argentina, donde esperamos que el consumo privado tenga una variación positiva de 2,3% y 2,6% en el 2017 y 2018, respectivamente. No obstante, este efecto comenzaría a reflejarse en los SSS desde el próximo año, con un aumento promedio de dos dígitos en los segmentos donde opera.

Según lo anterior, los ingresos aumentarían 1% este año, con un Margen Ebitda Ajustado de 7,4%. Estos niveles serían mayores en 2018, con una primera línea creciendo en 1,5% y Margen Ebitda Ajustado de 7,7%.

Uno de los mayores riesgos en esta recomendación tiene relación con nuevas acusaciones de corrupción contra el presidente brasileño Michel Temer, que podrían incorporar mayor incertidumbre en el desempeño de la economía.

VALORIZACIÓN CENCOSUD

La valorización económica de Cencosud se basa en un modelo de flujos de caja descontados. Estimamos un precio objetivo de \$2.080 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con nuestra recomendación de sobreponderar.

Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Pesos)

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Ingreso por Ventas	10.991.338	10.333.001	10.438.053	10.590.827	11.342.699
Crecimiento (%)	2,6%	-6,0%	1,0%	1,5%	7,1%
Costo de Ventas	-7.813.226	-7.356.471	-7.403.068	-7.499.365	-8.027.516
GAV	-2.675.486	-2.523.381	-2.525.937	-2.542.623	-2.721.347
Resultado Operacional*	502.626	453.149	509.048	548.838	593.836
Margen Operacional	4,6%	4,4%	4,9%	5,2%	5,2%
Crecimiento (%)	25,4%	-9,8%	12,3%	7,8%	8,2%
Utilidad Neta	222.697	387.753	317.334	346.707	389.867
EBITDA*	670.400	754.058	768.024	811.380	865.725
% Sobre Ingresos	6,1%	7,3%	7,4%	7,7%	7,6%
Crecimiento (%)	2,9%	12,5%	1,9%	5,6%	6,7%

* Sin considerar Revaluaciones de Propiedades de Inversión

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 2: FLUJO DE CAJA EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Pesos)

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Resultado Operacional*	502.626	453.149	509.048	548.838	593.836
Impuestos	-58.540	-191.969	-140.082	-152.287	-171.349
Resultado Después de Impuestos	444.086	261.180	368.967	396.552	422.487
Depreciación & Amort.	218.490	227.713	238.976	252.542	271.889
CAPEX	-205.379	-155.019	-245.614	-261.954	-373.100
Cambio en Capital de Trabajo	280.447	-57.956		-2.642	-7.272
Flujo Operacional	737.644	275.918	362.328	384.497	314.004

* Sin considerar Revaluaciones de Propiedades de Inversión

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Cifras en Millones de Pesos)

VP Flujos de Caja	8.243.012
Caja	346.453
Inv. Empresa Relac.	298.587
Valor Económico de Activos	8.888.052
Valor de Deuda Financiera	-3.296.102
Interés Minoritario	-42
Valor del Patrimonio	5.591.907
Número de Acciones *	2.863
Precio de Mercado	1.860
Precio Objetivo 12-18 meses	2.080

* En millones de acciones

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

**Cuadro 4: SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO
FRENTE A VARIACIONES EN LA TASA DE DESCUENTO Y CRECIMIENTO A PERPETUIDAD**

		Tasa de descuento relevante				
		9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%
Tasa de crecimiento real a perpetuidad	0,0%	2.271	2.024	1.811	1.627	1.466
	0,5%	2.453	2.172	1.934	1.730	1.552
	1,0%	2.672	2.347	2.077	1.848	1.651
	1,5%	2.940	2.558	2.246	1.985	1.765
	2,0%	3.277	2.817	2.449	2.149	1.898

Fuente: Departamento de Estudios Security.

Cuadro 5: RESUMEN DE PRINCIPALES SUPUESTOS

Venta SSS	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Supermercados					
Chile	4,6%	3,9%	1,5%	4,5%	4,6%
Argentina	16,8%	17,3%	15,5%	18,0%	13,3%
Perú	0,8%	1,0%	1,5%	5,0%	6,5%
Brasil	-6,3%	-2,4%	-7,0%	4,5%	5,5%
Colombia	1,4%	5,0%	-4,0%	3,0%	5,2%
Mejoramiento del Hogar					
Chile	3,1%	3,3%	2,5%	4,0%	7,1%
Argentina	30,2%	18,4%	19,0%	17,0%	14,4%
Colombia	4,2%	8,8%	-3,0%	3,0%	6,5%
Tienda por Departamentos					
Chile	3,3%	6,4%	5,0%	6,0%	7,5%
Perú	13,7%	11,1%	-1,0%	4,0%	8,4%
Margen Bruto	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Supermercados					
Chile	25,1%	25,3%	25,5%	25,5%	25,5%
Argentina	31,5%	31,8%	32,2%	32,2%	32,2%
Perú	22,4%	23,6%	23,8%	23,8%	23,8%
Brasil	21,5%	21,7%	21,4%	21,8%	22,2%
Colombia	20,0%	20,1%	20,5%	20,8%	21,2%
Mejoramiento del Hogar					
Chile	28,8%	29,1%	28,8%	29,0%	29,0%
Argentina	38,3%	39,1%	38,0%	38,0%	38,0%
Colombia	23,9%	24,9%	24,5%	24,5%	24,5%
Tienda por Departamentos					
Chile	28,7%	28,0%	28,3%	28,3%	28,3%
Perú	19,5%	20,2%	18,5%	19,0%	19,0%
Margen Operacional	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Supermercados	3,8%	3,6%	4,2%	4,6%	4,7%
Easy	10,0%	9,5%	8,7%	8,7%	8,7%
Tienda por Departamentos	2,0%	2,1%	2,8%	2,8%	2,8%
Centros Comerciales	76,2%	73,9%	73,6%	73,7%	73,6%

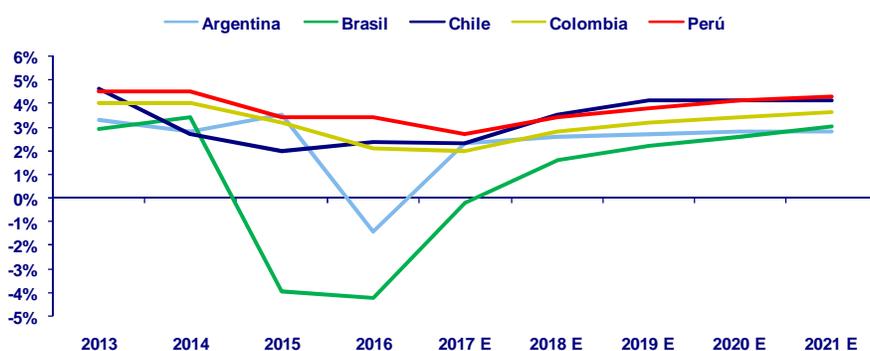
Fuente: Informes de la compañía y Departamento de Estudios Security.

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

1) Recuperación del contexto económico en la región: Sin duda, el desafiante contexto económico de la región ha afectado considerablemente el desempeño de Cencosud en los últimos años. Específicamente en el primer semestre, hemos visto cómo desastres naturales, reformas tributarias y crisis políticas han afectado el consumo de los distintos países donde opera la compañía. Pero, ¿cómo viene el panorama a partir de ahora?

En **Brasil**, hemos visto cómo el consumo ha caído (gráfico 1) en el último tiempo producto de la quiebra de algunos estados y la incertidumbre que ha provocado la investigación de casos de corrupción en importantes líderes políticos. No obstante, creemos que este deterioro habría llegado a su fin. Una de las primeras señales sería la reforma laboral que se aprobó recientemente en el Senado, que consiste principalmente en la flexibilización del mercado laboral. Otra de las medidas pro mercado que quiere concretar el actual gobierno es la reforma de pensiones, a través de la cual se busca aumentar la edad mínima de jubilación, desde los 54 a 65 años para hombres y de 52 a 62 para las mujeres, y que se encuentra actualmente en la Cámara de Diputados del Congreso, cuyo objetivo es reducir la carga fiscal para los próximos años. El aumento en consumo privado se comenzaría a ver a partir del próximo año, para el que se espera volver a un crecimiento de 1,6%, dejando atrás tres años seguidos de variación negativa. Con respecto a los SSS de Cencosud, aumentarían un 4,5% el próximo año.

GRÁFICO 1: VARIACIÓN EN CONSUMO (A/A) POR PAÍS

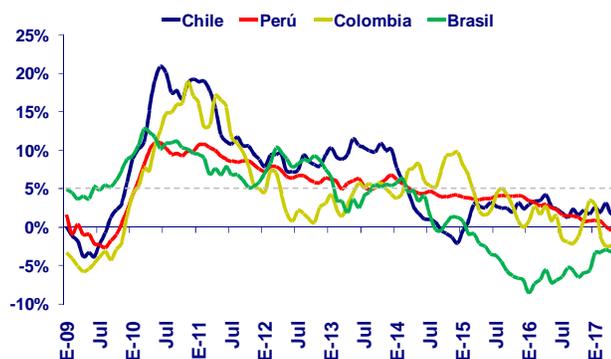


Fuente: Departamento de Estudios Security y Focus Economics

En el caso particular de **Argentina**, luego de la llegada a la presidencia de Mauricio Macri, se han revertido políticas económicas de la administración pasada, por lo que se encaminaría a menores tasas de inflación y una reactivación de la economía. Por su parte, el consumo crecería en torno a 2,3% en 2017, para aumentar 2,6% el próximo año. (Gráfico 1)

Sin duda, la operación en **Chile** ha sido la más sólida para la compañía, con un Índice de Ventas Minoristas (t/t) creciendo en 2,5% promedio desde enero de 2015 (gráfico 2). Sin embargo, el consumo se ha moderado respecto a patrones históricos, en línea con una baja confianza de los consumidores producto de factores tanto locales como globales. A partir del próximo año, estimamos que una menor incertidumbre local, moderados registros de inflación y mayor crecimiento se traduzca en una mejor confianza de los consumidores y se reactive el consumo, con una variación que llegaría a 3,5% el próximo año y seguiría creciendo 4,1% en 2019 (gráfico 1). Esto se vería reflejado en mejores SSS en todos los segmentos donde opera Cencosud.

GRÁFICO 2: VARIACIÓN EN VENTAS MINORISTAS (T/T) POR PAÍS



Fuente: INE, INEI, DANE, Bloomberg.

2) **Inversión y Eficiencia:** El plan de inversión anunciado por la empresa a principios de año para el periodo 2017-2020 fue de US\$ 2.500 millones, de los cuales se invertirían US\$ 500 millones durante el presente año. Del monto a invertir, el 56% estaría enfocado en crecimiento orgánico y remodelaciones, un 23% en tecnología, logística y omnicanalidad¹, mientras el restante 21% sería destinado a mantenimiento. Este último tiene como fin continuar un Plan de Fortalecimiento y Rentabilización que comenzó en 2015 y vio sus primeros resultados el año pasado, con el cual busca lograr eficiencias sobre la capacidad ya instalada en la empresa. **Su prioridad sería aumentar el desempeño de los locales actuales por sobre la apertura de nuevas tiendas.**

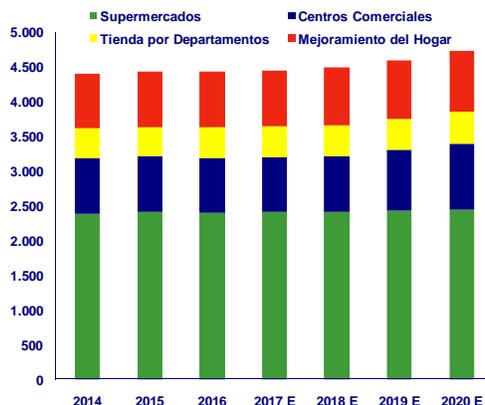
Durante 2016, se logró mejorar los Márgenes Ebitda Ajustado tanto en Brasil (640 pb) como en Perú (100 pb). En la operación brasileña, las mejoras vinieron por la revisión de tiendas de bajo desempeño, en el que se resolvió cerrar 11 supermercados y permitió disminuir el margen de Gastos de Administración y Ventas sobre ingresos en 140 pb. Por otro lado, en Perú bajó 140 pb el margen de Costos de Ventas sobre ingresos, explicado principalmente por un cambio en el mix de productos en supermercados y menores gastos de arriendo. En las otras operaciones de la región los márgenes de eficiencia se mantuvieron casi planos y **a nivel consolidado el Margen Ebitda Ajustado mejoró 120 pb.**

Otro foco importante a desarrollar es la **omnicanalidad** de sus ventas. Una de las medidas sería la renovación de las plataformas web y, de esta forma, aumentar el surtido de productos ofrecidos, y simplificar y agilizar el proceso de compra. Además, se expandirán las ventas a través del teléfono y la opción de retiro en auto.

A través de la **remodelación** de los locales, se busca mejorar la distribución de sus locales y la capacidad logística. Si en 2016 se hicieron 25 remodelaciones, en este año se esperan cerca de 50, en su mayoría en supermercados. De todas formas, el Área Bruta Arrendable (siglas GLA en inglés) aumentaría en un 2% anual promedio (gráfico 3) hasta 2020. Estas **aperturas de tiendas** serían selectivas en mercados con mayor potencial y se estima que sean sólo 7 durante el presente año. Dentro de los proyectos más importantes, se encuentran dos centros comerciales: uno de 80.000 m² de GLA en Colombia para 2020, y otro en Perú de 40.000 m² a inaugurarse en 2019.

¹Omnicanalidad: Estrategia y gestión de canales que tiene como objetivo la integración y alineación de todos los canales disponibles, con el fin de brindar a los clientes una experiencia de usuario homogénea a través de los mismos.

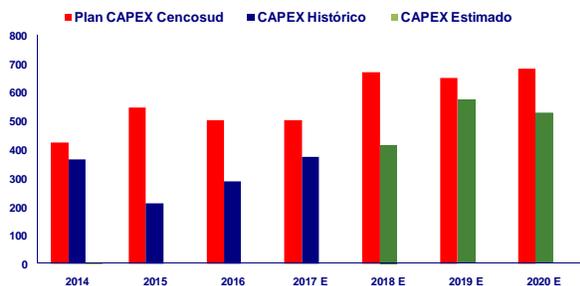
GRÁFICO 3: ÁREA OPERATIVA POR DIVISIÓN (MILES DE M²)



Fuente: Informes de la compañía y Departamento de Estudios Security

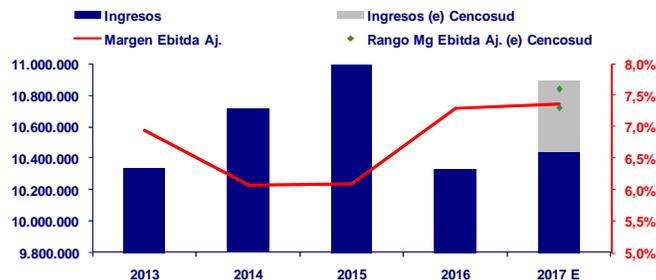
De los montos a invertir señalados por el *holding* en enero, la mayoría sería financiado por recursos propios, sin embargo, considerando el desafiante contexto económico que hubo en el primer semestre, en nuestra valoración incorporamos sólo tres cuartos del CAPEX informado por la compañía (gráfico 4). Adicionalmente, proyectamos que el Margen Ebitda Ajustado consolidado alcanzaría un 7,4% este año, por debajo del 7,6% esperado por Cencosud. (Gráfico 5)

GRÁFICO 4: PLAN DE INVERSIÓN EFECTIVO Y ESTIMADO (en US\$ millones)



Fuente: Informes de la compañía y Departamento de Estudios Security

GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN INGRESOS Y MARGEN EBITDA AJUSTADO*(%)



Fuente: Informes de la compañía y Departamento de Estudios Security.

*El Margen Ebitda Ajustado no considera Revaluaciones de Propiedades de Inversión.

Valoramos los esfuerzos que está haciendo Cencosud para mejorar la eficiencia de sus negocios *core*. Esperamos que en el mediano plazo, la inversión en remodelaciones y la venta omnicanal refleje un mejor desempeño de sus operaciones, tanto por el aumento en ventas como por menores costos asociados, lo que se vería potenciado por una recuperación económica en la región y una estabilización de las monedas locales.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- La depreciación sobre activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja y la deuda financiera corresponden a los últimos estados financieros presentados por la compañía (marzo 2017).
- En materia tributaria, se asumió que los impuestos corporativos convergerían hasta 31% en 2026, compuesto por tasas de largo plazo de 27% para Chile, 35% en Argentina, 34% en Colombia, 34% para Brasil y 26% en Perú.
- A partir de 2026 se estimó que los flujos de caja crecerían a una tasa real anual de 1%.
- Para las operaciones de Argentina, Brasil, Colombia y Perú, se proyectaron las relaciones de cambio promedio del peso chileno frente a la moneda de cada país, según datos del Departamento de Estudios Security y Focus Economics.
- La tasa de costo de capital (WACC) ocupada para el descuento de flujos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el Cuadro N°8.

Cuadro 6: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE CENCOSUD EN PESOS

Datos WACC	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Perú	Corporativo
Tasa libre de riesgo	8,2%	6,8%	5,4%	6,0%	5,5%	6,2%
Premio por riesgo	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Tasa de mercado	13,7%	12,3%	10,9%	11,5%	11,0%	11,7%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Deuda financiera /Activos	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Patrimonio /Activos	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Costo de deuda	13,6%	10,8%	7,9%	9,3%	8,1%	9,6%
Costo de patrimonio	14,2%	12,8%	11,4%	12,1%	11,5%	12,3%
WACC	12,6%	11,1%	9,7%	10,3%	9,8%	10,2%

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Felipe Jaque S.	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl	(562) 25844540
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl	(562) 25844075
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl	(562) 25842392
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl	(562) 25843017
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl	(562) 25844998
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	juanjose.ayestaran@security.cl	(562) 25842390
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl	(562) 25842049
Martín García-Huidobro O.	Analista de Inversiones	martin.garciahuidobro@security.cl	(562) 25842391
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	juancarlos.prieto@security.cl	(562) 25815533
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl	(562) 25844985
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl	(562) 25845506
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl	(562) 25844572

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: Inv_Security