

# Falabella y Mallplaza: *Retail* Continuaría Desafiante y Mallplaza con Espacio para Crecer y Generar Eficiencias

Rodrigo Gardella B.

En *retail*, particularmente en el negocio de Tiendas por Departamentos, continuaría un panorama desafiante, ya que aún se ven niveles de inventarios altos en la industria en general, incluyendo a Falabella, por lo que esperamos que se mantenga la actividad promocional y contracciones de márgenes. Además, las Ventas Minoristas están relacionadas al crecimiento del empleo, el cual estimamos que se incrementaría levemente por sobre el alza del año pasado (1,4% en 2018 versus 1,7% que esperamos para 2019), por lo que esperamos un alza moderada en las Ventas Minoristas para este año.

En el negocio financiero, con la inclusión de CMR a Banco Falabella Chile sumado a otras carteras de consumo riesgoso, el riesgo de crédito del sistema aumentaría, generándole a la compañía un mayor costo por provisión en este negocio.

De esta manera, en nuestro escenario base proyectamos para Falabella un margen Ebitda consolidado en torno al 13% para los próximos años, y estabilizándose en 14% a partir de 2023.

Por otro lado, en Mallplaza vemos buenas perspectivas de crecimiento incluyendo los 3 proyectos ya anunciados (2 en Colombia y 1 en Perú). Junto a lo anterior, la compañía está presente en países donde la penetración *per cápita* de superficie arrendable de *malls* aún es baja en comparación a otros países donde la industria está más desarrollada, con una penetración de hasta 12 veces menor a Estados Unidos. Por último, esperamos que logre mayores eficiencias cuando los centros comerciales inaugurados durante los últimos años, y los proyectos que están en construcción vayan madurando. Así proyectamos un margen Ebitda de 79,5% para este año, creciendo hasta estabilizarse en 80,5% hacia 2022.

**Un entorno que se mantendría desafiante en *retail* y buenas perspectivas para el negocio de centros comerciales, nos lleva a una recomendación neutral para Falabella con precio objetivo de \$5.000 y sobreponderar Mallplaza con precio objetivo de \$1.850 por acción a 12 meses.**

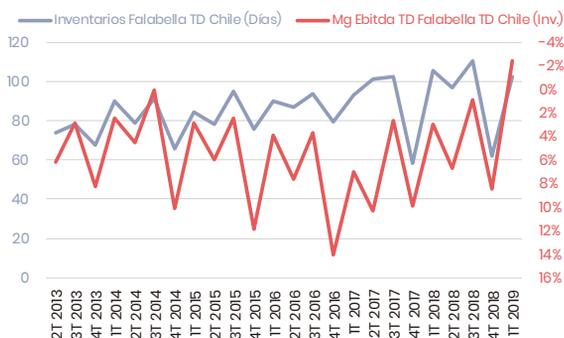
## Cuadro 1: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio	P/U	B/L	Dividend
		Objetivo	Forward	Forward	Yield
Falabella	Neutral	\$5.000	24,9	2,1	2,0%
Mallplaza	Sobreponderar	\$1.850	25,3	1,8	1,6%

## Falabella: Continuaría un Entorno Desafiante para el Retail

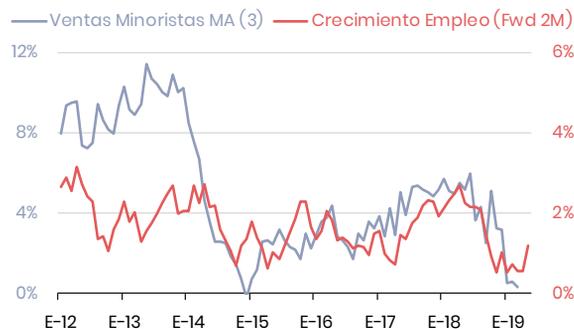
Durante los últimos dos años, hemos visto cómo en el sector *retail*, particularmente el negocio de Tiendas por Departamento (TD), se ha visto una fuerte actividad promocional, la que habría sido causada por una debilidad en la actividad en Chile y los altos niveles de inventarios, provocando un deterioro en los márgenes de la industria, Falabella (gráfico 1) incluido.

**GRÁFICO 1: NIVEL DE INVENTARIOS Y MARGEN EBITDA TD FALABELLA CHILE (TRIMESTRAL)**



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

**GRÁFICO 2: CRECIMIENTO DE VENTAS MINORISTAS Y EMPLEO (a/a)**



Fuente: INE y Estudios Security.

En el mismo sentido, el crecimiento en el empleo está fuertemente relacionado a las ventas minoristas (gráfico 2), y para 2019 esperamos que éste sea levemente superior al del año pasado (1,7% a/a versus 1,4% en 2018). De esta manera, a pesar de que se ha visto un punto de inflexión desde los niveles mínimos de crecimiento en empleo en los últimos años, el alza de ambos factores sería moderado para este periodo, por lo que no vemos una recuperación considerable en Tiendas por Departamentos en el corto plazo.

Por otro lado, con la consolidación de CMR Chile en Banco Falabella y de otras carteras riesgosas que también entrarán al sistema, esperamos que afecten el modelo de provisiones del sistema, y por ende, un efecto de mayor costo por riesgo en el Negocio Financiero de Falabella.

En cuanto a perspectivas positivas, Falabella es dueño y controlador del 59% de la propiedad de Mallplaza, compañía líder en el negocio de Centros Comerciales con un margen Ebitda de 80% durante 2018. Además, está presente con operaciones en Chile, Perú y Colombia, economías con baja penetración en este segmento con respecto a países desarrollados, donde su penetración de superficie arrendable por habitante es doce o seis veces menor al de países como Estados Unidos o Canadá, respectivamente. Además, ya están en construcción 3 proyectos (2 en Colombia y 1 en Perú), que permitirían a Mallplaza seguir creciendo, lograr economías de escala y mayores eficiencias a medida que estos *malls* vayan madurando.

Por último, la compañía ha puesto especial énfasis en e-commerce, con considerables inversiones, como el Centro de Distribución en San Bernardo y la adquisición de Linio por US\$ 138 millones en 2018. Durante el 1T19, el volumen de ventas online consolidado alcanzó los US\$ 231 millones (US\$ 31 millones de NMV Linio, una medida del volumen transado neto de IVA), con una penetración de 7,5% de las ventas totales del negocio *retail*, y un crecimiento de 44,6% en NMV (la base comparable no incluye Linio), con respecto a su trimestre comparable.

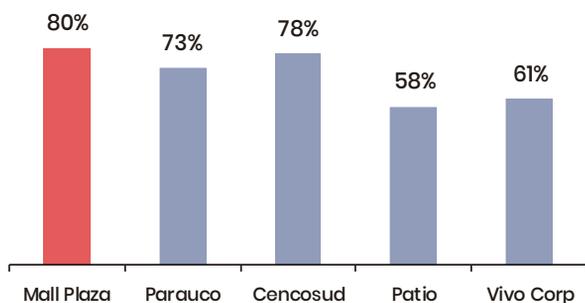
Si bien se ha visto un alza en el crecimiento del negocio online, aún no tenemos detalles sobre sus márgenes, por lo que no se pueden sacar mayores conclusiones de su impacto en la compañía.

**Con todo lo anterior, en los próximos años nuestro escenario base compensa los negocios con perspectivas más desafiantes con aquellos en que vemos mayor proyección, por lo que estimamos un margen Ebitda consolidado que se mantendría en torno a 13%, hasta estabilizarse en 14% hacia 2023**

## Mallplaza: Con Espacio para Crecer y Generar Eficiencias

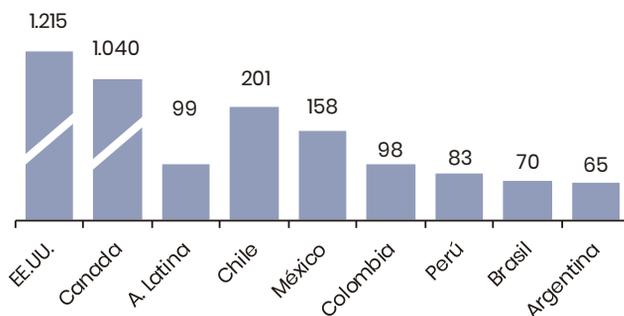
Mallplaza presentó un margen Ebitda de 80% en 2018, lo que la convierte en líder dentro del sector (gráfico 3). En términos de proyectos, la compañía ya ha anunciado 3 nuevos centros comerciales, dos en Colombia (Barranquilla de 54.000 m<sup>2</sup> que abriría en la segunda mitad de 2019 y Cali 60.000 m<sup>2</sup> para 2021) y uno en Perú (Comas de 81.000 m<sup>2</sup> en 2020). Con estos, estimamos un aumento en la superficie arrendable de 4% promedio anual durante los próximos cuatro años, en comparación al 7% promedio de los últimos 6 años.

**GRÁFICO 3: MARGEN EBITDA COMPAÑÍAS EN NEGOCIO DE CENTROS COMERCIALES 2018**



Fuente: Reportes Compañías y Estudios Security.

**GRÁFICO 4: SUPERFICIE POR CADA 1.000 HABITANTES (M<sup>2</sup>)**



Fuente: Presentaciones Mallplaza, Parauco y Estudios Security.

La compañía está presente en 3 países, con operaciones en Chile (17 *malls*), Perú (3) y Colombia (2), donde la penetración aún es baja con respecto a países con esta industria más desarrollada, por lo que aún ven oportunidad de llevar a cabo nuevos centros comerciales. En el caso de Chile (gráfico 4), la penetración de la superficie arrendable por cada 1.000 habitantes alcanza los 201 m<sup>2</sup>, en Perú 83 m<sup>2</sup> y 98 m<sup>2</sup> en Colombia. Mientras en Estados Unidos y Canadá este mismo indicador alcanza los 1.215 m<sup>2</sup> y 1.040 m<sup>2</sup>, respectivamente, lo que corresponde a seis o doce veces la penetración de los países donde está presente Mallplaza.

Por último, esperamos que continúe el mejor desempeño de la compañía, debido a la mayor maduración de los *malls* que iniciaron su operación en los últimos dos años, los cuales representan un 13% del total de su superficie arrendable y se demoran en torno a 3 años en estar en régimen de funcionamiento. Con respecto a su operación en Colombia, con la apertura de sus proyectos en Barranquilla y Cali llegarían a 4 *malls* en dicho país, por lo que habrían eficiencias por economías de escala en dilución de gastos administrativos.

**Considerando el crecimiento en superficie arrendable y las eficiencias que se generarían por maduración y economías de escala, proyectamos un margen Ebitda de 79,5% para 2019 hasta alcanzar 80,5% hacia 2022.**

## Tesis de Inversión

Nuestro escenario base considera un margen Ebitda consolidado que se mantendría en los niveles que se han mostrado en el último tiempo, en torno a 13%, hasta estabilizarse en 14% hacia 2023, principalmente explicado por:

- Altos niveles de inventarios que se mantendrían en Tiendas por Departamento en Chile, por lo que continuarían los precios promocionales y bajos márgenes en este segmento.
- El costo por riesgo en el negocio financiero en Chile aumentaría producto de un mayor riesgo del sistema.
- Leve recuperación en las ventas minoristas. Éstas están relacionadas con el crecimiento en empleo, y dado que esperamos que el empleo aumente levemente (en torno 1,7%) por sobre el nivel del año pasado, tampoco vemos una recuperación significativa en las Ventas Minoristas.

Por otro lado, vemos mejoras en márgenes explicadas por:

- Crecimiento y mayores eficiencias en Mallplaza por nuevas aperturas, maduración de los últimos centros comerciales abiertos y economías de escala en Colombia. Además tiene operaciones en países con baja penetración de centros comerciales, donde podrían anunciar nuevos proyectos.
- Un IMCE Construcción que volvió a terreno positivo en marzo después de un año en terreno negativo (índice de 55 pb ese mes, donde 50 pb se considera positivo), por lo que podrían verse mejoras en el negocio de Mejoramiento del Hogar en Chile, el cual representa cerca el 23% del Ebitda consolidado.

Con respecto a las ventas online, se ha visto un crecimiento de 26,4% en 2018 con respecto a 2017, impulsado por nuevas inversiones. En este sentido, Falabella ha sido líder en inversión en *e-commerce*, ya que sumado a la adquisición de Linio y un centro de distribución para el comercio electrónico, en su plan de inversión para 2019-2022 proyecta US\$ 1.550 millones para TI, Logística y Otros, preparándose ante un rápido desarrollo de este negocio en la industria. Sin embargo, esperamos conocer más detalles de su evolución tanto en ventas como en márgenes.

# Falabella

**Recomendación:** Neutral

**Precio Objetivo:** \$5.000

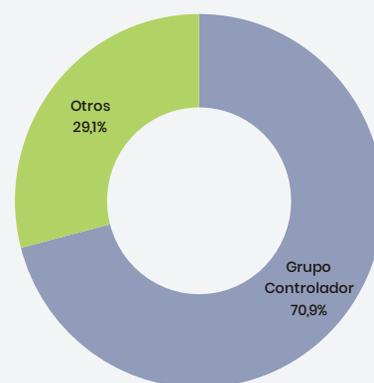
## INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	FALABELLA
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	5.000
Precio Actual (\$)	4.510
Precio Min/Max 12M (\$)	4.510 / 6.108
Market Cap (MMUS\$)	16.568
Volumen Promedio (MM\$)*	12.437
Nº Acciones (millones)	2.508,8
Free Float	29%
Peso IPSA	7,6%
Dividend Yield	2,0%

Fuente: Economática

\* Promedio últimos 3 meses

## Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2018

Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 4.510 | P. Objetivo (\$): 5.000

## Estado de Resultados

### ESTADO DE RESULTADOS

Millones de pesos	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	8.936.419	9.236.259	9.772.904	10.559.739	11.368.266
Variación (%)	4,1%	3,4%	5,8%	8,1%	7,7%
Resultado Operacional	929.591	879.014	870.926	1.037.109	1.169.074
Variación (%)	4,5%	-5,4%	-0,9%	19,1%	12,7%
Margen Operacional (%)	10,4%	9,5%	8,9%	9,8%	10,3%
EBITDA	1.216.362	1.204.345	1.209.034	1.403.085	1.562.705
Variación (%)	5,6%	-1,0%	0,4%	16,1%	11,4%
Margen EBITDA (%)	13,6%	13,0%	12,4%	13,3%	13,7%
Utilidad Neta	509.595	478.468	454.559	565.332	649.539
Variación (%)	-16,3%	-6,1%	-5,0%	24,4%	14,9%
Margen Neto (%)	5,7%	5,2%	4,7%	5,4%	5,7%

### INDICADORES DE CRÉDITO

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	63%	62%	62%	62%	63%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	6,2	7,2	7,1	7,7	7,9
Liquidez Corriente (x)	1,60	1,62	1,71	1,71	1,71
Deuda Neta / Ebitda (x)	2,84	2,67	2,82	2,62	2,53
Deuda Financiera (MM \$)	3.452.688	3.217.960	3.405.612	3.680.761	3.961.260

### VALORIZACIONES

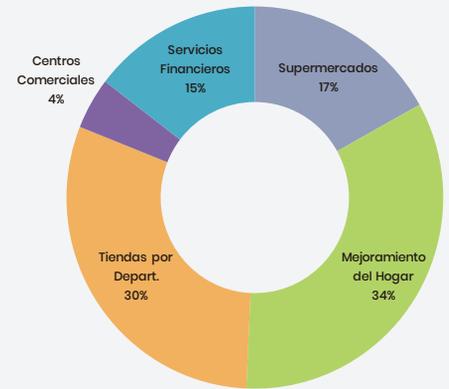
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	6.134	5.090	4.510	4.510	4.510
Precio Utilidad (x)	29,3	26,7	24,9	20,0	17,4
EV / Ebitda (x)	16,0	14,2	13,2	11,6	10,6
Bolsa Libro (x)	3,4	2,5	2,1	2,0	1,9
Precio Ventas (x)	1,7	1,4	1,2	1,1	1,0
ROA (%)	3,6%	3,0%	2,7%	3,2%	3,4%
ROE (%)	9,6%	8,0%	7,2%	8,4%	9,1%

Fuente: Económica y Estudios Security

## Descripción de la Compañía

Falabella fue fundada en 1889 por la familia Solari, y está presente en siete países (Chile, Perú, Argentina, Brasil, Colombia, Uruguay y México), desarrollando sus actividades por medio de cinco áreas de negocios: Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Centros Comerciales, Supermercados y Negocios Financieros

## Distribución Ingresos



Fuente: Reporte Compañía 2018

## P/U TRAILING

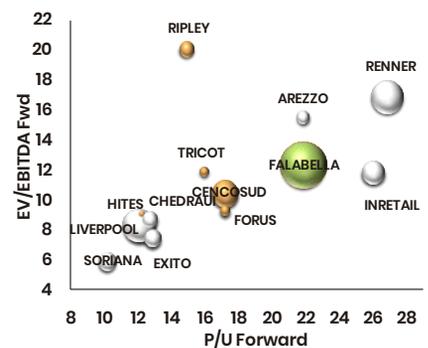


Fuente: Económica y Estudios Security

## EV/EBITDA TRAILING



## COMPARABLES



## Tesis de Inversión

Mallplaza es líder en la industria con un margen Ebitda que creció 60 pb durante 2018, alcanzando un 80%.

Hacia adelante, proyectamos un aumento en la superficie arrendable de 4% promedio por año durante los próximos cuatro años, en comparación al 7% promedio de los últimos 6 años. Los proyectos anunciados por la compañía son Mallplaza Barranquilla (54.000 m<sup>2</sup> que abriría en la segunda mitad de 2019), Mallplaza Cali (60.000 m<sup>2</sup> en 2021) y Mallplaza Comas (Perú, 81.000 m<sup>2</sup> en 2020).

Además esperamos que continúe el mejor desempeño de la compañía, lo que estaría explicado por la mayor maduración de los centros comerciales que iniciaron su operación en los últimos dos años, los cuales representan un 13% del total de la superficie arrendable y se demoran en torno a 3 años en estar en régimen de funcionamiento. Con respecto a su operación en Colombia, con la apertura de sus proyectos en Barranquilla y Cali llegarían a 4 *malls* en dicho país, con lo que se esperan eficiencias por economías de escala en esa operación.

Por último, es importante considerar que la penetración de superficie de *malls* en los países donde opera aún es baja, considerando que Chile, Colombia y Perú tienen una penetración de 201 m<sup>2</sup>, 98 m<sup>2</sup>, y 83 m<sup>2</sup>, por cada mil habitantes, respectivamente. Mientras países como Estados Unidos y Canadá alcanzan 1.215 m<sup>2</sup> y 1.040 m<sup>2</sup>, por cada mil habitantes, respectivamente.

Dado lo anterior, proyectamos un margen Ebitda de 79,5% para 2019 e incrementándose hasta alcanzar 80,5% hacia 2022.

## Riesgos

- ↑ Anuncios de nuevos proyectos no considerados en la valorización.
- ↓ 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.

# Mallplaza

**Recomendación:** Sobreponderar

**Precio Objetivo:** \$1.850

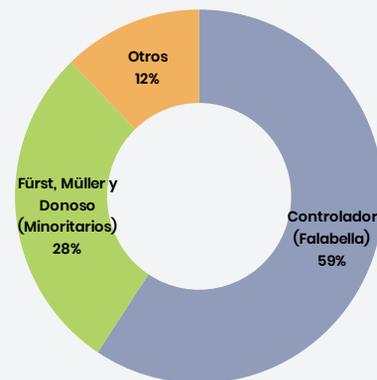
## INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	MALLPLAZA
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1.850
Precio Actual (\$)	1.580
Precio Min/Max 12M (\$)	1.379 / 1.661
Market Cap (MMUS\$)	4.491
Volumen Promedio (MM\$)*	1.913
Nº Acciones (millones)	1.960,0
Free Float	12%
Peso IPSA	0,9%
Dividend Yield	1,6%

Fuente: Economática

\* Promedio últimos 3 meses

## Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2017

Sector: Retail | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 1.580 | P. Objetivo(\$): 1.850

## Estado de Resultados

### ESTADO DE RESULTADOS

Millones de pesos	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	280.471	309.371	337.200	356.495	386.776
Variación (%)	7,7%	10,3%	9,0%	5,7%	8,5%
Resultado Operacional	178.687	200.737	219.298	232.909	253.843
Variación (%)	-16,9%	12,3%	9,2%	6,2%	9,0%
Margen Operacional (%)	63,7%	64,9%	65,0%	65,3%	65,6%
EBITDA	222.408	247.275	268.074	284.483	309.808
Variación (%)	6,3%	11,2%	8,4%	6,1%	8,9%
Margen EBITDA (%)	79,3%	79,9%	79,5%	79,8%	80,1%
Utilidad Neta	105.979	117.360	122.439	132.260	146.218
Variación (%)	-22,4%	10,7%	4,3%	8,0%	10,6%
Margen Neto (%)	37,8%	37,9%	36,3%	37,1%	37,8%

### INDICADORES DE CRÉDITO

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	46%	45%	48%	48%	49%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	7,7	7,5	7,5	7,6	7,7
Liquidez Corriente (x)	0,96	1,19	0,99	0,99	0,99
Deuda Neta / Ebitda (x)	4,10	3,61	3,97	3,96	3,94
Deuda Financiera (MM \$)	938.968	944.752	1.120.629	1.184.752	1.285.386

### VALORIZACIONES

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	-	1.442	1.580	1.580	1.580
Precio Utilidad (x)	-	24,1	25,3	23,4	21,2
EV / Ebitda (x)	-	15,0	15,5	14,8	13,9
Bolsa Libro (x)	-	1,66	1,76	1,69	1,62
Precio Ventas (x)	-	9,1	9,2	8,7	8,0
ROA (%)	-	3,5%	3,4%	3,5%	3,6%
ROE (%)	-	6,4%	6,4%	6,7%	7,0%

Fuente: Economática y Estudios Security

## Descripción de la Compañía

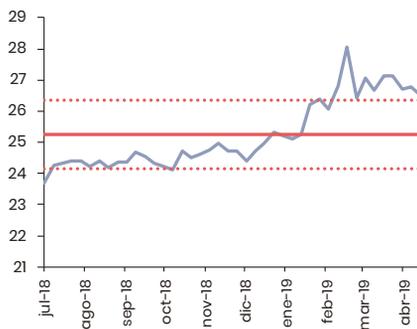
Mallplaza es uno de los mayores operadores de centros comerciales de la región con 22 malls entre Chile, Perú y Colombia. Al cierre de 2018 contaba con 1.652.000 m<sup>2</sup> de superficie arrendable, de los cuales el 84% son propios.

## Distribución Ingresos

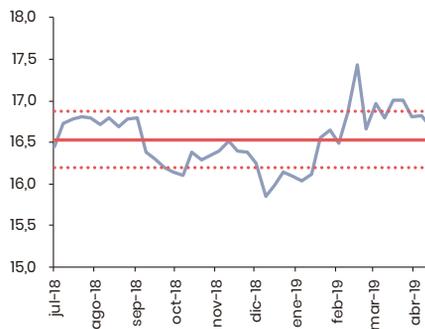


Fuente: Reporte Compañía 2018

## P/U TRAILING

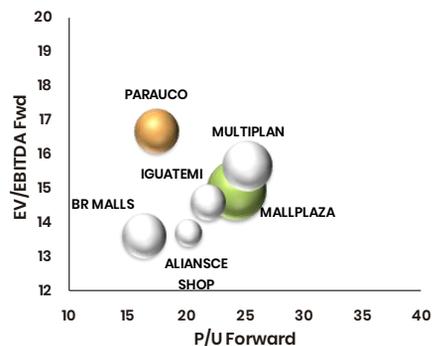


## EV/EBITDA TRAILING



Fuente: Economática y Estudios Security

## COMPARABLES



# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

**Felipe Jaque S.**  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

**César Guzmán B.**  
Gerente de Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

**Constanza Pérez S.**  
Subgerente de Renta Variable  
[constanza.perez@security.cl](mailto:constanza.perez@security.cl)

**Paulina Barahona N.**  
Subgerente de Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Jorge Cariola G.**  
Subgerente de Estrategia Global  
[jorge.cariola@security.cl](mailto:jorge.cariola@security.cl)

**Magdalena de Ramón C.**  
Analista Renta Fija Internacional  
[magdalena.deramon@security.cl](mailto:magdalena.deramon@security.cl)

**Sebastián Montero A.**  
Analista de Macroeconomía  
[sebastian.montero@security.cl](mailto:sebastian.montero@security.cl)

**Rodrigo Gardella B.**  
Analista de Inversiones  
[rodrigo.gardella@security.cl](mailto:rodrigo.gardella@security.cl)

**Nicolás Libuy I.**  
Analista de Inversiones  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

**Juan Carlos Prieto Z.**  
Analista de Inversiones  
[juancarlos.prieto@security.cl](mailto:juancarlos.prieto@security.cl)

**Sebastián Barrios S.**  
Analista de Inversiones  
[sebastian.barrios@security.cl](mailto:sebastian.barrios@security.cl)

**Gonzalo Sandoval I.**  
Analista de Inversiones  
[gonzalo.sandoval@security.cl](mailto:gonzalo.sandoval@security.cl)

**Yessenia González del C.**  
Editora de Contenidos y Comunicaciones  
[yessenia.gonzalez@security.cl](mailto:yessenia.gonzalez@security.cl)

**Aldo Lema N.**  
Economista Asociado  
[aldo.lema@security.cl](mailto:aldo.lema@security.cl)

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl) • [@inv\\_security](https://www.instagram.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.