

IPO Cencosud Shopping: Recomendamos Suscribir hasta \$1.550

Rodrigo Gardella B.

La apertura a la bolsa de Cencosud Shopping S.A. (nemotécnico: CENCOSHOPP) se realizará el viernes 28 de junio, para lo que recomendamos suscribir órdenes hasta \$1.550 por acción. Lo anterior considera un descuento por IPO de 15% y un precio objetivo de \$1.800 a 12 meses.

Descripción de la compañía: Los activos de la compañía están compuestos por 42 centros comerciales distribuidos en Chile (34), Perú (4) y Colombia (4), incluyendo la torre 2 y 4 del proyecto costanera (oficinas y hotel). En total, la superficie arrendable (GLA) de estos activos alcanzan los 1.371.396 m², donde Chile representa el 91%, Colombia 5% y Perú 4%. Además, incluye 4 terrenos, de los cuales 3 están en Chile y 1 en Perú, sumando 667.190 m² y avaluados en US\$ 150 millones por la compañía.

Descripción de la IPO: la apertura a bolsa se llevará a cabo el viernes 28 de junio, realizándose una colocación primaria de acciones. Ésta será por hasta el 27,7% de la propiedad, equivalente a un máximo de 472 millones de acciones. El remate será sobre un porcentaje de la propiedad de Cencosud S.A., controlador y actual dueño del 99,9% de la operación, teniendo 180 días de *lock-up* para la venta de acciones por parte de la matriz. El libro de órdenes estará abierto desde el martes 25 al jueves 27 de junio y el rango de precio de colocación señalado por la

compañía estaría entre \$1.475 y \$1.700 por cada acción, por lo que recaudarían entre US\$ 1.000 y US\$ 1.160 millones, si colocan el máximo de 472 millones de acciones. El objetivo de la colocación es pagar parte de la deuda que tiene Cencoshopp con su matriz Cencosud S.A.

Tesis de Inversión: En nuestro modelo proyectamos un crecimiento promedio de 3,5% anual de superficie para los próximos 4 años, equivalentes a 240.000 m² adicionales y a una inversión de US\$ 230 millones. Además, la compañía está presente en países donde la penetración de superficie por cantidad de habitantes aún es baja en comparación a países con esta industria más desarrollada, por lo que hay espacio para generar más proyectos. Para este año esperamos un margen Ebitda de 92,1%, el cual se moderaría hasta 91% en régimen con la entrada de los nuevos proyectos.

Riesgos:

- ↓ Retraso de proyectos anunciados y de los permisos para comercializar oficinas y hotel Costanera Center.
- ↓ Conflictos de interés con la matriz en relación a la prestaciones de servicios que le otorga a Cencoshopp.
- ↑ Desarrollo de nuevos proyectos en el banco de terrenos que tienen ocioso.

Cuadro 1: Resumen Recomendación

Suscribir hasta	\$ 1.550
Precio objetivo a 12 meses	\$ 1.800
Descuento IPO	15%
EV / Ebitda Aj*. (x)	13,8
P / U* (x)	17,9
Bolsa / Libro (x)	1,3
Dividend Yield '19	1,6%

* No considera revalorización de activos

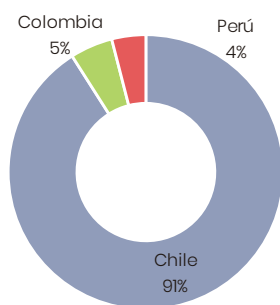
Descripción Cencosud Shopping S.A.

Los activos de la compañía están compuestos por 42 centros comerciales distribuidos en Chile (34), Perú (4) y Colombia (4), incluyendo la torre 2 y 4 del proyecto costanera (oficinas y hotel). En total, la superficie arrendable (GLA) de estos activos alcanzan los 1.371.396 m², donde Chile representa el 91%, Colombia 5% y Perú 4% (gráfico 1). Además, incluye 4 terrenos, de los cuales 3 están en Chile y 1 en Perú, sumando 667.190 m² y valuados en US\$ 150 millones por la compañía.

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 arriendos fijos ajustado a inflación. Sólo una pequeña fracción del ingreso por arriendo es variable, el cual depende de las ventas de los arrendatarios. Al cierre de 2018, el 89% de sus ingresos por arriendo fueron fijos, mientras el 11% restante fue variable (gráfico 2). Además, el promedio de la duración de sus contratos es de 13 años y el factor de ocupación de la superficie habilitada para arrendarse es de 98,5%.

GRÁFICO 1: SUPERFICIE ARRENDABLE (GLA)

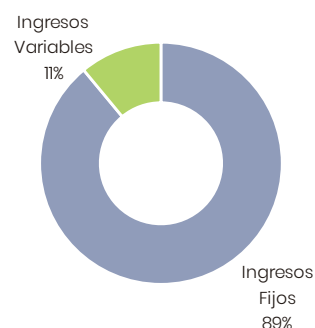
CENCOSHOPP POR PAÍS (%)



Fuente: Prospecto Cencosud Shopping y Estudios Security.

GRÁFICO 2: COMPOSICIÓN DE INGRESOS

POR ARRIENDO (%)

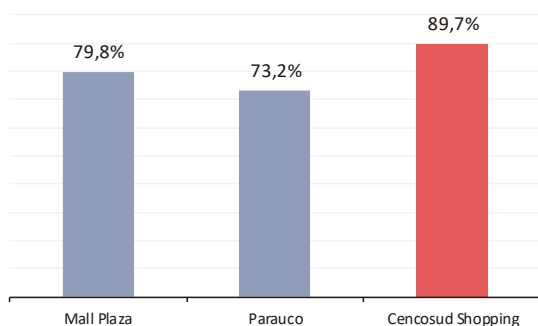


Fuente: Prospecto Cencosud Shopping y Estudios Security.

En cuanto a los márgenes, Cencosud Shopping es líder en la industria, alcanzando un margen Ebitda Ajustado (no considera las revaluaciones de activos) de 89,6% en los últimos doce meses a marzo de 2019 (gráfico 3), mientras Mallplaza y Parauco tuvieron 79,8% y 73,2%, respectivamente. Sin embargo, estos no son perfectamente comparables ya que hay dos efectos que los diferencian: en primer lugar, Cencosud Shopping y Parauco muestran sus ingresos y costos/gastos netos de la publicidad y gastos comunes. Es decir, que si existen costos/gastos para publicidad del centro comercial y gastos comunes que les son cobrados a los arrendatarios (ingresos), estas dos compañías no los contabilizan en su operación en ninguna de estas dos partidas. Mientras, Mallplaza sólo muestra la operación neta de gastos comunes, no así de publicidad, por lo que si lo hiciera con publicidad también, su margen sería mayor que el actual. Es importante destacar que el monto de Ebitda de las compañías sigue siendo el mismo, independiente de qué partidas mencionadas anteriormente se contabilicen, ya que éstas se restan tanto de los ingresos como en los costos/gastos por el mismo monto. Pero como mencionamos anteriormente, sí afecta el margen de eficiencia, lo que genera que estos no sean perfectamente comparables.

Un segundo efecto, es la nueva norma contable IFRS 16 que comenzó a regir en enero de 2019. Dicha norma, afecta principalmente a compañías arrendatarias y las obliga a generar un pasivo y un activo por aquellos bienes que arrendaron, cuando anterior a la norma el arriendo de un bien se consideraba como un gasto operacional en ese periodo. Así, si una compañía arrienda bienes, con la IFRS 16 en régimen debería aumentar sus activos, pasivos y gastos financieros, y disminuir sus gastos operacionales, provocando un alza en su Ebitda. Con respecto a las compañías recién analizadas, si tienen más o menos bienes arrendados, este efecto sería de distinta magnitud. En el caso de Cencosud Shopping, durante el primer trimestre de 2019, el Ebitda mejoró 340 pb con respecto al IT18, donde una parte importante sería por el efecto de IFRS 16 explicado por los activos que arriendan.

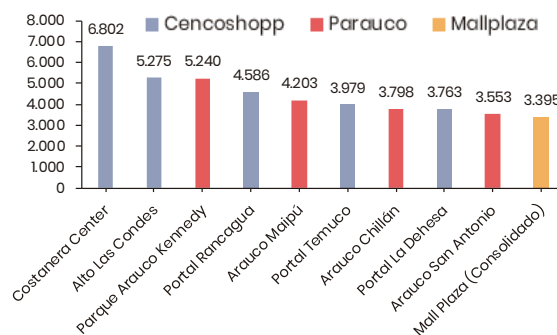
GRÁFICO 3: MARGEN EBITDA* DE LA INDUSTRIA
UDM IT19 (%)



Fuente: CMF y Estudios Security.

* En Cencosud Shopping, es Ebitda Ajustado por revaluación de activos

GRÁFICO 4: VENTAS DE ARRENDATARIOS POR MALL EN CHILE (2018, US\$ / M²)



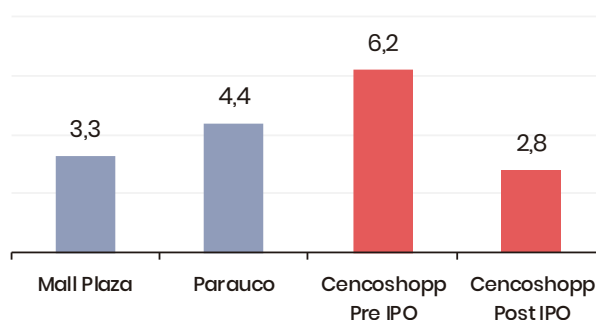
Fuente: CMF y Estudios Security.

Es importante recalcar que la diferencia en márgenes sí se explica en parte por el desempeño superior de sus principales activos sobre los de sus pares. El centro comercial donde sus arrendatarios vendieron más por metro cuadrado (gráfico 4) fue el Costanera Center, donde vendieron 30% más durante 2018 con respecto a los siguientes *malls*, los cuales corresponden al Alto Las Condes (también de Cencoshopp) y Parque Arauco Kennedy. Mallplaza muestra sus ventas de arrendatarios de manera consolidada, por lo que no podemos saber el desagregado por centro comercial, sin embargo, en su conjunto se ubican en US\$ 3.400 por m².

En cuanto a la deuda, en mayo la compañía anunció que repartiría un dividendo de US\$ 337 millones de dólares, el cual ya se habría efectuado previo a la IPO. Considerando lo anterior y luego de la IPO (con objetivo de pagar deuda con la matriz), los ratios de endeudamiento de Cencoshopp bajarían considerablemente (gráfico 5). Así, la compañía sería la con menos deuda entre sus pares, llegando a un nivel de Deuda Financiera Neta / Ebitda aj. de 2,8 veces, mientras Mall Plaza y Parauco presentaron 3,3 y 4,4 veces en IT19, respectivamente.

Consideramos que este nivel de deuda es subóptimo para la estabilidad de los ingresos de este negocio. Sin embargo, esperamos que se mantenga bajo, ya que al endeudarse más Cencoshopp, también se endeudaría más su controlador (Cencosud S.A.), el cual está llevando a cabo esta IPO para bajar su nivel de apalancamiento. Por lo tanto, Cencoshopp se mantendría con un nivel de deuda menor al ideal para este tipo de industria, dada las condiciones de su controlador.

GRÁFICO 5: DFN / EBITDA* (x veces)



Fuente: CMF y Estudios Security.

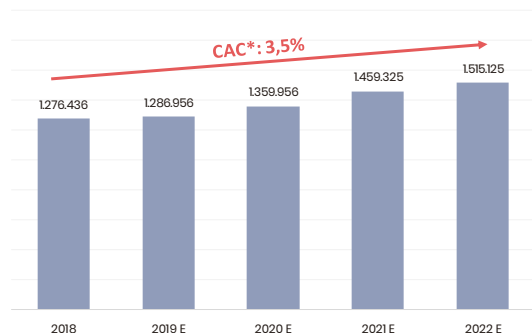
* En Cencosud Shopping, corresponde al Ebitda Ajustado por revaluación de activos

Tesis de Inversión: Con Espacio para Seguir Creciendo

Proyección de crecimiento promedio de 3,5% anual en superficie arrendable para los próximos 4 años.

Actualmente la compañía tiene 1.276.436 m² de superficie arrendable habilitada. Si bien en sus reportes aparece que su GLA total es de 1.371.396 m², en la misma presentación se comunica que partes de estos no están disponibles para comercializarlos. Esto se debe principalmente a que las torres 2 y 4, más un centro médico del Costanera Center representan en torno a 100.000 m², que aún no cuentan con los permisos para para arrendarse. Sin embargo, a fines de 2018 la compañía llegó a un acuerdo con la municipalidad de Providencia, donde Cencoshopp le pagaría en torno a US\$ 38 millones de dólares para que la Municipalidad realizara obras de mitigación en torno al Costanera Center. Estas obras se llevarían a cabo en 4 etapas, con las cuales otorgaría el permiso de comercializar 25.000 m² a medida que cada una se ejecute. Así, en nuestro modelo proyectamos que los primeros 50.000 m² comenzarían a generar ingresos a partir de 2020, y los faltantes 50.000 m² a partir de 2021. En caso de no cumplirse estos plazos, presentaría un riesgo a la baja para nuestra recomendación. Además, incorporamos en el segundo semestre de 2019 las ampliaciones de los centros comerciales de El Llano y Angamos en Chile, la ampliación de La Molina en Colombia para 2021 (31.400 m² adicionales) y la ampliación de La 65 en Perú para 2022 (55.800 m²). En el *roadshow* para la IPO, la compañía anunció 7 nuevas aperturas, ampliación de 7 *malls* y reformas a 4 de sus activos. Sin embargo, incluimos sólo los proyectos anunciados con detalle. Con todo lo anterior, estimamos que el crecimiento en superficie sería de 240.000 m² (gráfico 6) en los próximos cuatro años (US\$ 230 millones), representando un incremento de 3,5% en promedio anual, y hacia adelante no incorporamos nuevos proyectos.

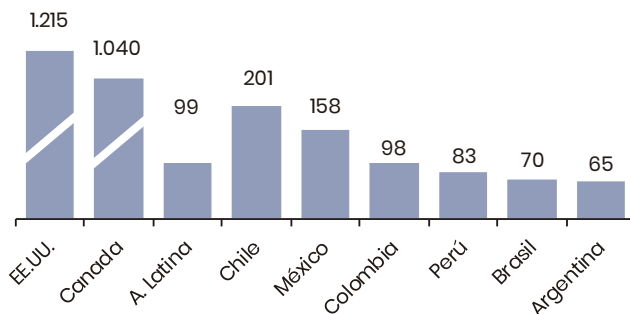
GRÁFICO 6: CRECIMIENTO ESTIMADO DE SUPERFICIE DE CENCOSHOPP (M²)



Fuente: CMF y Estudios Security.

* CAC: Crecimiento Anual Compuesto

GRÁFICO 7: GLA POR CADA MIL HABITANTES POR PAÍS (M²)



Fuente: Presentaciones Mallpaza, Parauco y Estudios Security.

Presente en países con baja penetración. La compañía está presente en 3 países, con operaciones en Chile, Perú y Colombia, donde la penetración aún es baja con respecto a países con esta industria más desarrollada, por lo que aún habrían oportunidades para llevar a cabo nuevos centros comerciales. En el caso de Chile (gráfico 7), la penetración de la superficie arrendable por cada 1.000 habitantes alcanza los 201 m², en Perú 83 m² y 98 m² en Colombia. Mientras en Estados Unidos y Canadá este mismo indicador alcanza los 1.215 m² y 1.040 m², respectivamente, lo que corresponde a seis o doce veces la penetración de los países donde está presente Cencosud Shopping.

Esperamos que la compañía alcance un margen Ebitda aj. de 92,1% en 2019 explicado por eficiencias y en su mayoría por la nueva contabilización de IFRS 16. Hacia adelante, el margen se iría moderando luego de la entrada de nuevos *malls* menos maduros, llegando a un margen Ebitda aj. de 91% en régimen. Con todo lo anterior, recomendamos suscribir hasta \$1.550 por acción, con un precio objetivo a 12 meses de \$1.800.

Descripción de la IPO

La apertura a bolsa se llevará a cabo el viernes 28 de junio, realizándose una colocación primaria de acciones. Ésta será por hasta el 27,7% de la propiedad, equivalente a un máximo de 472 millones de acciones. El remate será sobre un porcentaje de la propiedad de Cencosud S.A., controlador y actual dueño del 99,9% de la operación, teniendo 180 días de *lock-up* para la venta de acciones por parte de la matriz. El libro de órdenes estará abierto desde el martes 25 al jueves 27 de junio y el rango de precio de colocación señalado por la compañía estaría entre \$1.475 y \$1.700 por cada acción, por lo que recaudarían entre US\$ 1.000 y US\$ 1.160 millones, si colocan el máximo de 472 millones de acciones. El objetivo de la colocación es pagar parte de la deuda que tiene Cencoshopp con su matriz Cencosud S.A.

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de pesos	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	234.073	246.004	253.478	278.379
Variación (%)		5,1%	3,0%	9,8%
Resultado Operacional	402.737	576.538	427.265	448.945
Variación (%)		43,2%	-25,9%	5,1%
Margen Operacional (%)	172,1%	234,4%	168,6%	161,3%
EBITDA Ajustado *	207.704	226.538	232.232	253.912
Variación (%)		9,1%	2,5%	9,3%
Margen EBITDA Aj. (%)	88,7%	92,1%	91,6%	91,2%
Utilidad Neta	245.645	457.054	299.625	320.746
Variación (%)		86,1%	-34,4%	7,0%
Margen Neto (%)	104,9%	185,8%	118,2%	115,2%

* No considera revalorización de activos

INDICADORES DE CRÉDITO

	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	51%	54%	49%	44%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	7,5	7,5	7,6	7,7
Liquidez Corriente (x)	1,60	1,06	1,06	1,06
Deuda Neta / Ebitda Aj. (x)	5,13	5,38	4,90	4,06
Deuda Financiera (MM \$)	1.071.630	1.229.091	1.149.030	1.042.739

VALORIZACIONES

	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	-	1.550	1.550	1.550
Precio Utilidad (x)	-	17,9	18,3	15,2
EV / Ebitda Aj. (x)	-	13,8	8,2	7,5
Bolsa Libro (x)	-	1,29	1,09	0,94
Precio Ventas (x)	-	7,8	7,5	6,9
ROA (%)	8,2%	14,3%	8,8%	8,9%
ROE (%)	16,8%	30,9%	17,1%	15,8%

SUPUESTOS TASA DE DESCUENTO

Riesgo país (pb)	131
Premio por riesgo	6,0%
Spread	0,8%
Costo de la deuda (kd)	6,1%
Beta	0,9
Costo de capital (ke)	10,7%
Deuda / Activos	30%
Tasa de Impuestos	27%
Tasa de descuento (WACC)	8,8%
Crecimiento Nominal LP (G)	4,0%

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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

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

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

Paulina Barahona N.
Subgerente Renta Fija
paulina.barahona@security.cl

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

Magdalena de Ramón C.
Analista Renta Fija Internacional
magdalena.deramon@security.cl

Sebastián Montero A.
Analista de Macroeconomía
sebastian.montero@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

Etienne Celery P.
Analista de Inversiones
etienne.celery@security.cl

Gonzalo Sandoval I.
Analista de Inversiones
gonzalo.sandoval@security.cl

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

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@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.cl • (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.