

Tesis de Inversión

Actualizamos nuestro precio objetivo para CENCOSUD a \$1.550 a 12 meses con una recomendación Neutral.

Las operaciones en Argentina y Brasil –que representa un 40% de los ingresos– se verían afectadas por un panorama macroeconómico desafiante. En Argentina, esperamos una depreciación frente al peso chileno en torno a 26% para este año (15 % a la fecha), lo que afectaría la conversión de resultados. En tanto en Brasil, los avances en las reformas tendrían un impacto favorable en la economía, donde esperamos una reactivación leve y paulatina en la actividad a la vez que el real se apreciaría en torno a un 2% frente al dólar en el año.

Por otro lado, con las ventas de activos (Negocio Financiero en Perú y IPO de CENCOSHOPP) la compañía logró recaudar en torno a US\$1.150 millones, que le permitirían disminuir su deuda a niveles de DFN/Ebitda Ajustado de 2,7 veces a fin de año (desde 4,16 veces en 2018), lo que le entregaría una mayor flexibilidad a la compañía, abriendo la posibilidad de retomar de mejor forma su crecimiento orgánico, con planes de inversión de niveles de US\$ 400 millones en 2020 y aperturas de tiendas netas en Chile, Colombia y Perú.

En los últimos meses se han visto algunas señales de recuperación en el crecimiento del empleo y los salarios reales, los cuales están relacionados directamente al Índice de Ventas Minoristas e Índice de Ventas de Supermercados, respectivamente. A pesar de que esperamos un crecimiento durante la segunda mitad del año para las ventas en *retail* (en torno a 3% para ambos índices), estimamos que este sería moderado.

En resumen, los ingresos para este año presentarían una caída de 2% producto de la depreciación de las monedas regionales. En términos de márgenes, habría una leve expansión (de 7,2% vs 6,7% en 2018, sin considerar one-off por venta en Perú e incluye IFRS 16) producto de una recuperación hacia la segunda mitad del año. Así, proyectamos un precio objetivo de \$1.550 a 12 meses.

Riesgos

- ↓ Deterioro de las perspectivas en Brasil y Argentina.
- ↓ Recuperación del consumo en Chile más lento a lo proyectado.

CENCOSUD

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$1.550

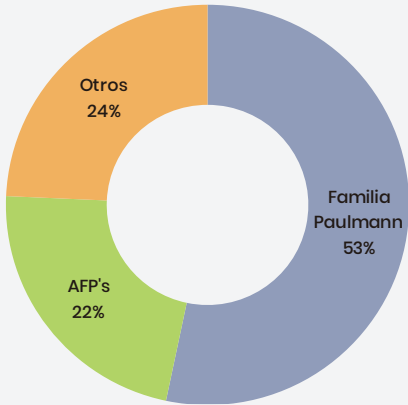
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CENCOSUD
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	1.550
Precio Actual (\$)	1.330
Precio Min/Max 12M (\$)	1.153 / 1.656
Market Cap (MMUS\$)	204
Volumen Promedio (MM\$)	5.032
Nº Acciones (millones)	2.863,1
Free Float	47%
Peso IPSA	4,3%
Dividend Yield	0,8%

Fuente: Economática

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria Anual 2018

Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$1.330 | P. Objetivo: \$1.550

Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de pesos	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	10.456.987	9.646.002	9.506.760	9.959.287	10.665.333
Variación (%)	1,2%	-7,8%	-1,4%	4,8%	7,1%
Resultado Operacional	825.410	608.906	772.038	727.921	822.274
Variación (%)	1,4%	-26,2%	26,8%	-5,7%	13,0%
Margen Operacional (%)	7,9%	6,3%	8,1%	7,3%	7,7%
EBITDA Ajustado*	702.850	641.811	783.775	735.242	819.333
Variación (%)	-8,2%	-8,7%	22,1%	-6,2%	11,4%
Margen EBITDA Aj. (%)	6,7%	6,7%	8,2%	7,4%	7,7%
Utilidad Neta	439.989	191.286	372.642	396.444	444.913
Variación (%)	13,5%	-56,5%	94,8%	6,4%	12,2%
Margen Neto (%)	4,2%	2,0%	3,9%	4,0%	4,2%

* Sin considerar Revaluaciones de Propiedades de Inversión

INDICADORES DE CRÉDITO

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	60%	60%	54%	54%	54%
EBITDA Aj.* / Gastos Financieros (x)	2,3	2,6	3,1	3,4	3,6
Liquidez Corriente (x)	0,97	1,01	0,99	0,99	0,99
Deuda Neta / Ebitda Aj.*	3,74	4,16	2,38	2,66	2,55
Deuda Financiera (MM \$)	3.267.021	3.438.296	2.625.843	2.750.834	2.945.850

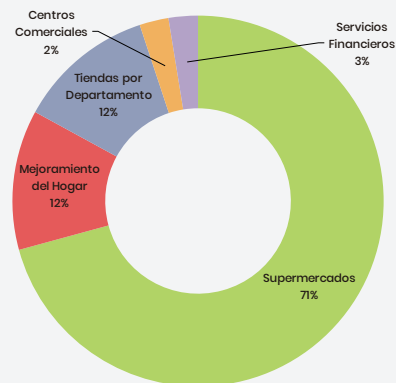
VALORIZACIONES

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	1.817	1.256	1.398	1.398	1.398
Precio Utilidad (x)	11,8	18,8	10,7	10,1	9,0
EV / Ebitda Aj.* (x)	11,5	10,3	7,9	8,6	7,9
Bolsa Libro (x)	1,3	0,8	0,9	0,8	0,8
Precio Ventas (x)	0,50	0,37	0,42	0,40	0,38
ROA (%)	4,4%	1,8%	3,8%	3,8%	4,0%
ROE (%)	11,0%	4,5%	8,3%	8,3%	8,7%

Descripción de la Compañía

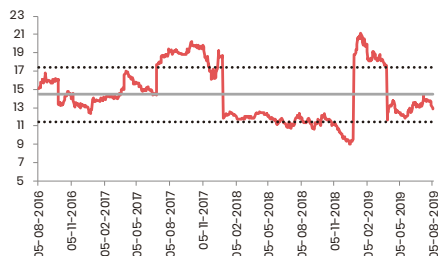
La compañía inauguró su primer supermercado en Chile el año 1976, fundada por su actual presidente Horst Paulmann. Actualmente opera también en Argentina, Brasil, Perú y Colombia, con negocios en Supermercados, Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Centros Comerciales y Negocios Financieros.

Distribución Ingresos

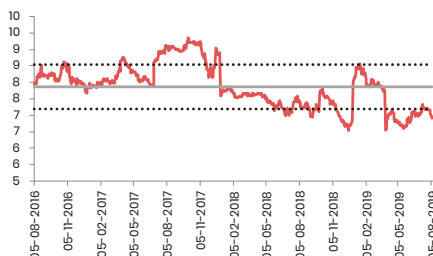


Fuente: CMF y Estudios Security

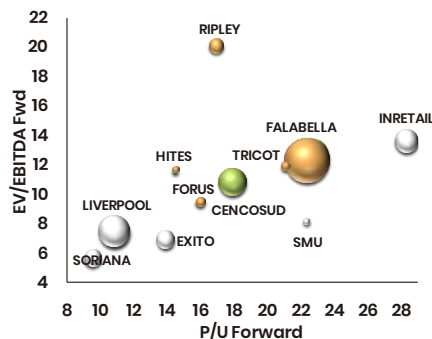
P/U TRAILING



EV/EBITDA TRAILING



COMPARABLES



Fuente: Economática y Estudios Security

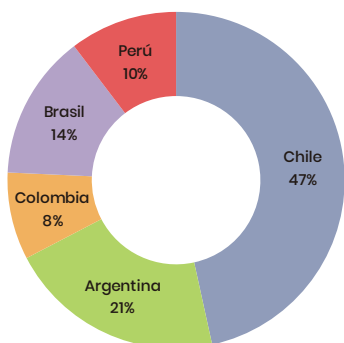
Entorno Aún Desafiante en Argentina y Brasil

En 2018, los ingresos de las operaciones en Argentina y Brasil representaron un 21% y 14% de los ingresos consolidados de la compañía, respectivamente (gráfico 1). En términos de Ebitda Ajustado (no considera revaluación de activos), la participación de Argentina alcanzó un 26% del total de Cencosud en el mismo periodo (gráfico 2), mientras Brasil presentó una cifra negativa en su operación (-\$16.110 millones).

Para 2019 y 2020, esperamos un desafiante contexto económico en Argentina, con una elevada inflación que estaría en torno a 40% al cierre de este año y bajaría a 25%/30% en 2020. Asimismo, esperamos que el peso argentino se deprecie 31% y un 20% con respecto al peso chileno en 2019 y 2020 respectivamente. Con esto, nuestro escenario base para este año considera una caída de 28,6% en el Ebitda ajustado para sus operaciones en el país, con un cambio de tendencia en 2020 impulsando un crecimiento de 1,2%.

GRÁFICO 1: PARTICIPACIÓN DE INGRESOS

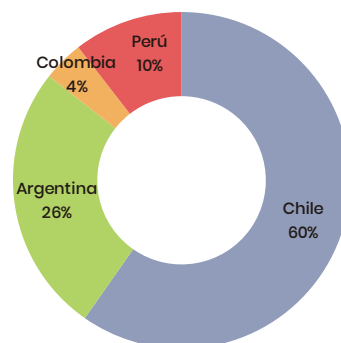
CENCOSUD POR PAÍS (%)



Fuente: CMF y Estudios Security

GRÁFICO 2: PARTICIPACIÓN DE EBITDA AJUSTADO

CENCOSUD POR PAÍS



Fuente: CMF y Estudios Security.

Con respecto a Brasil, la actividad mostró un débil desempeño en el primer cuarto de este año, reflejándose en una caída de 1,5% en las ventas por tiendas equivalentes (SSS). Si bien se han visto avances en las reformas estructurales (particularmente en la reforma de pensiones) que permitirían esperar una mejora en su economía, el país se ha visto impactado por un alto desempleo y una muy lenta recuperación de la economía. Hacia adelante, esperamos la aprobación de una versión moderada de la reforma de pensiones, que permitiría una mejora en su economía, y por ende, en el consumo. Sin embargo, esta reactivación sería paulatina a medida que aumente la confianza, se retome la inversión y mejore el empleo.

Bajo este contexto y sumado a nuestras expectativas de una depreciación en torno al 2% del real/peso, esperamos una caída en términos de ingreso de 2,9% en 2019, revirtiendo la tendencia hacia 2020, donde registraría una mejora de 1,4%. Por el lado del margen bruto, este llegaría a 21,9% desde el 20,8% registrado en 2018, para luego estabilizarse en 22,8% en el largo plazo.

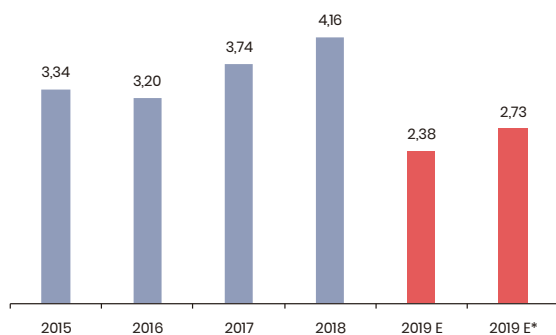
Menor Nivel de Deuda Permitiría Retomar la Inversión

A mediados de 2017 Cencosud anunció un plan de venta de activos no estratégicos por hasta US\$ 1.000 millones con el objetivo de reducir la deuda de la compañía y acelerar el crecimiento orgánico en la región. Dos años después, con la reciente apertura a la bolsa (IPO) de su filial de centros comerciales (CENCOSHOPP) y la venta del 51% de sus negocios financieros en Perú, la compañía recaudó en torno a US\$1.150 millones. De esta manera, la compañía disminuiría su deuda desde un nivel de Deuda Financiera Neta (DFN) /Ebitda Aj. de 4,16 veces al cierre de 2018 (gráfico 3), a niveles de 2,4 veces a fines de este año. Sin embargo, este tendría un efecto no recurrente por la venta del negocio financiero en Perú, que generó un mayor Ebitda por un monto cercano a los \$100.000 millones. Sin considerar este efecto, dicho ratio de endeudamiento se ubicaría en torno a 2,7 veces.

Lo anterior le permitiría poder retomar y acelerar el crecimiento orgánico en la región, ya que entre 2015 y 2018 prácticamente no hubo aperturas de tiendas neta de cierres, considerando los segmentos de Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento del hogar en la región. Además, el monto del plan de inversión anunciados a principios de cada año por la compañía, ha disminuido en los últimos periodos (gráfico 4).

De esta manera, el flujo proveniente de la venta de activos permitiría retomar un mayor nivel de inversión hacia adelante, volviendo a niveles en torno a US\$ 400 millones de dólares de plan de inversión anual, y la apertura de nuevas tiendas en sus operaciones con mejores perspectivas económicas, particularmente en Chile y Perú.

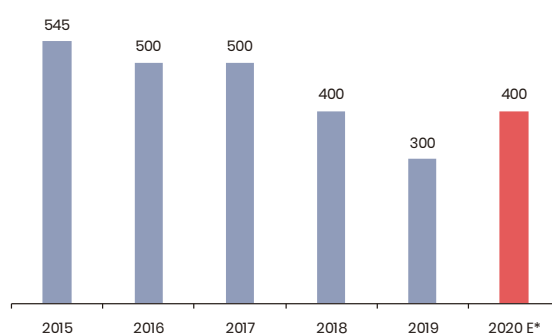
GRÁFICO 3: RATIO DEUDA NETA FINANCIERA / EBITDA AJUSTADO (x veces)



Fuente: CMF y Estudios Security

* No considera efecto no recurrente de venta de Perú en Ebitda Aj.

GRÁFICO 4: PLAN DE INVERSIÓN ANUAL ANUNCIADO POR CENCOSUD (US\$ millones)



Fuente: Guidance Compañía y Estudios Security.

* Estimación de plan de inversión en el modelo.

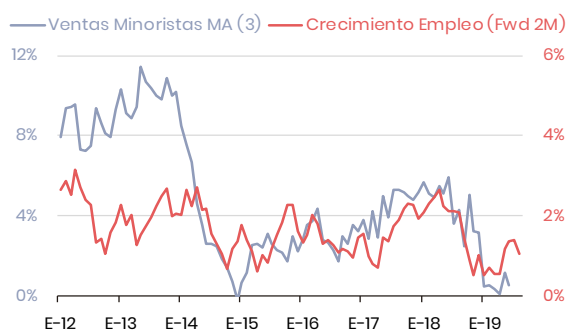
Márgenes en Chile Mostrarían Leve Recuperación a Partir del Segundo Semestre de 2019

En los últimos dos años, en los segmentos *retail* en Chile se ha visto una fuerte actividad promocional, causada por la debilidad en la actividad en el país y los altos niveles de inventarios de la industria en general, manifestándose en menores ventas y un deterioro en los márgenes. Sin embargo, a partir de la segunda mitad de este año esperamos una recuperación en este sentido.

Un primer indicador de este cambio de tendencia es cómo ha mejorado el crecimiento en empleo en los últimos meses, el cual está fuertemente relacionado a las ventas minoristas (gráfico 5). Sin embargo, a pesar de tener las primeras señales de mejora, esperamos que para este año el crecimiento sea moderado, con niveles de crecimiento de empleo de 1,7% en 2019, versus el 1,4% de 2018. Esto se daría hacia la segunda parte del año, donde comenzaríamos a ver leves mejoras en márgenes.

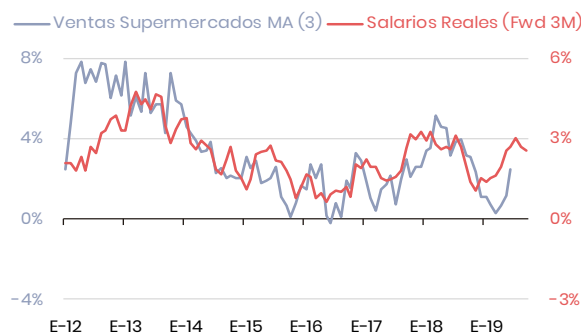
Particularmente en Supermercados en Chile, el Índice de Ventas de Supermercados (IVS) mostraría indicios de una recuperación (gráfico 6). Este índice está ligado directamente a la variación de los salarios reales, para el cual también esperamos un alza moderada en torno al 2% promedio para este y el próximo año, con lo que el IVS podría crecer sobre el 3% en ambos periodos.

GRÁFICO 5: CRECIMIENTO DE VENTAS MINORISTAS Y EMPLEO (a/a)



Fuente: INE y Estudios Security.

GRÁFICO 6: CRECIMIENTO VENTAS SUPERMERCADOS Y SALARIOS REALES (a/a)



Fuente: INE y Estudios Security.

Con todo lo anterior, esperamos que este año los ingresos disminuyan un 3,1% medido en pesos, producto de la depreciación de las monedas de la región. En términos de márgenes, esperamos una recuperación en la segunda mitad del año, con una leve recuperación en ventas y márgenes en la segunda mitad del periodo. Así, el margen Ebitda Ajustado se expandiría desde 6,7% en 2018, hasta 7,2% en 2019, sin considerar el efecto no recurrente en Ebitda por venta del negocio financiero e Perú.

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 Renta Variable
constanza.perez@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
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 Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

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

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

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

Étienne Célèry P.
Analista de Inversiones
etienne.celery@security.cl

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

CORREDORA DE BOLSA

Javier Calleja S.
Jefe Renta Variable Clientes
Institucionales
(56-2) 2581 5607
javier.calleja@security.cl

Manuel Achurra S.
Gerente Mesa de Distribución
(56-2) 2584 4643
manuel.achurra@security.cl

Rodrigo Pérez Y.
Jefe Renta Variable
(56-2) 2584 3169
rodrigo.perez@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](mailto: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.