

Sector Retail: Debilidad en el consumo, presión en márgenes y evolución de la recuperación empañan perspectivas del sector

Resumen

El 2020 ha sido particularmente desafiante para las compañías del sector, sobre todo considerando que los resultados ya habían registrado presiones significativas durante 2019. Esto, producto de que la crisis sanitaria ha provocado un importante deterioro en el mercado laboral, junto con cierres de una parte relevante del comercio físico, lo que ha llevado a una fuerte caída en el consumo discrecional, a la par de un cambio en el canal de ventas. Este nuevo mix ha implicado un aumento en la exposición al canal online y afectado el segmento de tiendas por departamento y centros comerciales. Luego, en el segmento de supermercados, el impacto ha sido dispar, como consecuencia de la ubicación de las comunas en cuarentena, anotando un impacto negativo en formatos más pequeños como tiendas de conveniencia, mientras que formatos como hipermercados se han visto favorecidos. Por su parte, en el retail financiero se han registrado alzas en los costos por riesgo, asociado a un aumento en la morosidad del segmento junto con un debilitamiento en la capacidad de pago de los clientes.

En este escenario, esperamos que el consumo se mantenga presionado durante el año, afectado por la debilidad del mercado laboral, con cifras de desempleo que se ubicarían en 15,1% en promedio este año y 13,5% en 2021. Por otro lado, si bien los altos niveles de inventarios que presenta la industria, especialmente en categorías blandas, podrían acentuar la presión en márgenes en el corto plazo, esperamos que una parte de estos se traslade hacia 2021, lo que junto con un mayor equilibrio entre los distintos canales de ventas y las estructuras operacionales, llevarían a una recuperación gradual de márgenes hacia 2022.

Finalmente, hacia 2021 esperamos una mayor recuperación en mercados de mayor crecimiento en la región como Perú y Colombia, a la vez que respecto al tipo de cambio, esperamos depreciaciones frente al peso en Argentina, Brasil, Colombia y México.

Si bien consideramos que existen espacios de valorización, el panorama para el sector presenta retos importantes debido a presiones en el consumo y empleo. Sin embargo, vemos oportunidades debido a valorizaciones atractivas en Cencoshopp (P.O:\$1.840), Mallplaza (P.O: \$1.740) y SMU (P.O:\$200). Por otro lado, recomendamos Neutral en los casos de Cencosud (P.O: \$1.530), Falabella (P.O:\$3.200) y Ripley (P.O: \$340).

Nicolás Libuy I.
Analista Sector
Bancario, Retail y
Construcción
nicolas.libuy@security.cl

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

Cuadro 1: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	B/L Forward	Dividend Yield
Cencosud	Neutral	\$1.530	42,0	0,7	0,5%
Cencoshopp	Sobreponderar	\$1.840	41,6	0,8	0,7%
Falabella	Neutral	\$3.200	-36,1	1,1	0%
Mallplaza	Sobreponderar	\$1.740	81,4	1,2	0,5%
Ripley	Neutral	\$340	-9,0	0,5	0%
SMU	Sobreponderar	\$200	39,1	1,0	1,3%

Valoramos mejoras operacionales

Las mejoras en los niveles de eficiencia que ha mostrado la compañía, alcanzando el 5,1% en margen operacional ajustado (4,8% a junio 2019), junto con una alta exposición a supermercados (75% de las ventas), le ha permitido contrarrestar el fuerte impacto de la crisis sanitaria en los segmentos de tiendas por departamento y centros comerciales. De esta forma, los ingresos anotaron un aumento de 2,3%, junto con un alza en el Ebitda ajustado (sin efectos “one off”) de 10,5%.

Valoramos los planes de eficiencia que se encuentra implementando la compañía, los que en tiendas por departamento se enmarcan con el cierre de 11 tiendas en Perú y 2/3 de Johnson en Chile (el resto se transformarían en Paris Express), con el objetivo de rentabilizar sus operaciones y generar mayores optimizaciones en el segmento. En mejoramiento del hogar, esperamos que se mantenga la transición operacional que ha venido realizando los últimos años, donde se ha reenfocado en categorías con mayor margen. Esto, junto con una renegociación de sus contratos, le permitiría disminuir las presiones en los gastos de administración.

Destacamos el desempeño registrado en supermercados, donde Cencosud ha logrado aumentar su participación de mercado (29,4% frente a 27,3% un año atrás), explicado principalmente por los formatos que opera y un buen desempeño en el canal online (7,1% penetración en el segmento). Sin embargo, mantenemos una cuota de cautela respecto a la evolución de los márgenes del segmento luego de la alianza con Cornershop y la alta exposición del segmento a Argentina (16% de las ventas del segmento), país donde esperamos que las operaciones se mantengan presionadas por un panorama económico desafiante, junto con una depreciación del peso argentino frente al peso de 30% para el 2021.

En definitiva, nuestro escenario base considera un margen Ebitda ajustado de 8,2% en 2021 (8,2% en 2019 sin efectos “one off”) el que se estabilizaría en torno a 8% en el largo plazo.

Riesgos

- ↓ Mayor competencia en el canal e-commerce.
- ↓ Empeoramiento escenario local en Argentina
- ↓ Recuperación de márgenes más lento de lo esperado en tiendas por departamento
- ↑ Mejoras en eficiencias mayores a las estimadas

Cencosud

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$1.530

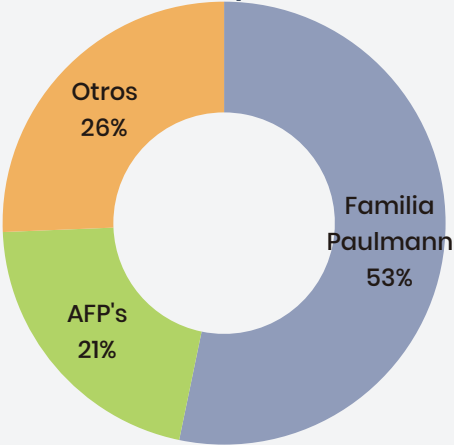
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CENCOSUD
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	1.530
Precio Actual (\$)	1.170
Precio Min/Max 12M (\$)	582 / 1.380
Market Cap (MMUS\$)	4.237
Volumen Diario (MMS)*	6.917
Nº Acciones (millones)	2.863,1
Free Float	47%
Peso IPSA	5,2%

Dividend Yield 12M

Fuente: Departamento de Estudios
* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	9.755.154	9.491.362	9.560.528	9.710.190	10.025.975
Variación (%)	-6,7%	-2,7%	0,7%	1,6%	3,3%
Resultado Operacional	602.694	730.343	469.511	686.022	693.989
Variación (%)	-27,0%	21,2%	-35,7%	46,1%	1,2%
Margen Operacional (%)	6,2%	7,7%	4,9%	7,1%	6,9%
EBITDA Ajustado*	635.599	869.053	778.172	795.091	805.953
Variación (%)	-9,6%	36,7%	-10,5%	2,2%	1,4%
Margen EBITDA Aj. (%)	6,5%	9,2%	8,1%	8,2%	8,0%
Utilidad Neta	257.911	243.511	79.951	340.596	310.157
Variación (%)	-41,4%	-5,6%	-67,2%	326,0%	-8,9%
Margen Neto (%)	2,6%	2,6%	0,8%	3,5%	3,1%

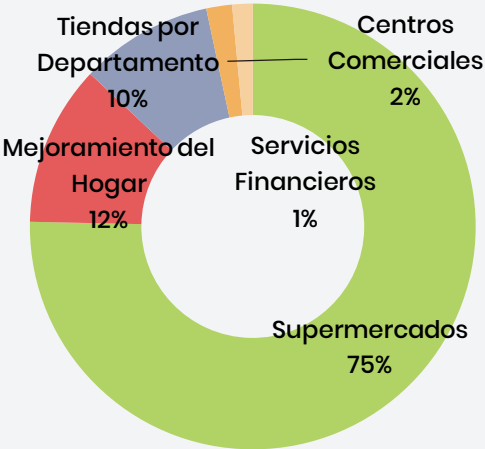
* Sin considerar Revaluaciones de Propiedades de Inversión, Ni efectos hiperinflación

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	60%	59%	56%	56%	55%
EBITDA Aj.* / Gastos Financieros (x)	2,6	3,1	3,1	4,2	4,3
Liquidez Corriente (x)	1,01	1,27	1,25	1,26	1,26
Deuda Neta / Ebitda Aj.*	4,20	1,92	1,12	1,12	1,14
Deuda Financiera (MM \$)	3.438.296	3.231.811	2.456.030	2.494.477	2.575.600

VALORIZACIONES					
	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	1.256	990	-	-	-
Precio Utilidad (x)	13,9	18,7	42,0	9,9	10,8
EV / Ebitda Aj.* (x)	10,4	6,1	6,5	6,4	6,4
Bolsa Libro (x)	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
Precio Ventas (x)	0,37	0,30	0,35	0,35	0,33
ROA (%)	2,4%	2,0%	0,7%	2,9%	2,5%
ROE (%)	6,1%	5,5%	1,8%	7,2%	6,3%

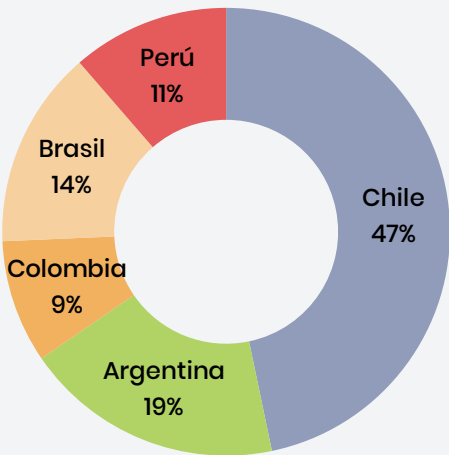
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos



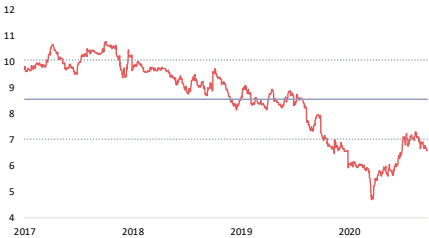
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

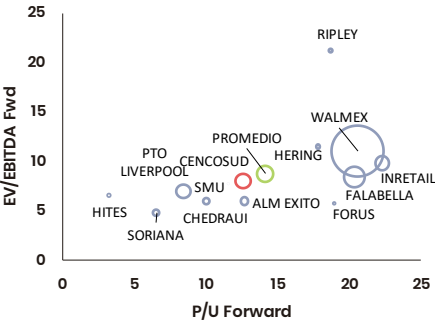
EV/EBITDA Trailing



B/L Trailing



Comparables*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.
*: Multiplos Forward 2021

Atractivos márgenes impulsan valorización

Al cierre del segundo trimestre, el GLA operativo de la compañía alcanzó el 64%, lo que estuvo acompañado de descuentos a los locales cerrados y flexibilizaciones en sus pagos. De esta forma, los ingresos cayeron -33,9% durante el primer semestre, presionando el margen operacional ajustado hasta 87,1% (95% a junio 2019). Por su parte, la compañía registró un alza en su superficie arrendable (GLA) de 4,8% a/a, hasta los 1.338.761 metros cuadrados, impulsado por la incorporación de 50.000 m2 de oficinas en las torres del complejo Costanera Center (2019) junto con la ampliación en el Portal El Llano (7.319 m2, 2019) y 3.818 m2 en el Portal Temuco (junio 2020). Con esto, a nivel consolidado, la tasa de ocupación disminuyó marginalmente hasta el 98,5% (99% en junio 2019).

En el caso del costo de ocupación, este cayó hasta el 9,2% en junio (9,5% marzo 2020), como consecuencia de los descuentos realizados a los locatarios y planes de control de gastos. Consideramos que la alta exposición de la compañía a arrendatarios en la categoría de servicios esenciales (53,6% del GLA) atenuaría posibles presiones en los contratos a medida que se normalizan las operaciones.

A pesar de que esperamos mayores costos en su operación local, lo que llevaría el margen Ebitda a 87,3% durante 2021, consideramos que la compañía presenta un buen mix de ingresos en un escenario de mayor incertidumbre, donde actualmente un 91% de sus ingresos por arriendo son fijos, a la vez que sus contratos de arriendo presentan una duración media de 13,6 años (10 años por ingresos). Por otro lado, esperamos que la comercialización de Portal Angamos y Portal El Llano (8.689 m2), sumado a los proyectos de La Molina en Perú (35.700 m2, paralizado) y La 65 en Colombia (78.000 m2, paralizado), impulsarían sus resultados. Para su exposición al segmento de oficinas (4,9% del GLA), creemos que el segmento al que están orientadas (clase A), le permitiría atenuar un mayor impacto en sus niveles de vacancia y arriendos.

Con esto, nuestro escenario base considera un crecimiento de GLA de 3,8% anual para los próximos 4 años, con un margen Ebitda de 88,8% en el largo plazo.

Riesgos

- ↓ Cierre de operaciones temporales en algunos centros comerciales por mayor inseguridad en Chile
- ↓ Aumento de vacancias y de los costos de ocupación, con una disminución de precios de arriendo.
- ↓ Retraso o cambios en proyectos anunciados

Cencoshopp

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$1.840

INFORMACIÓN RELEVANTE

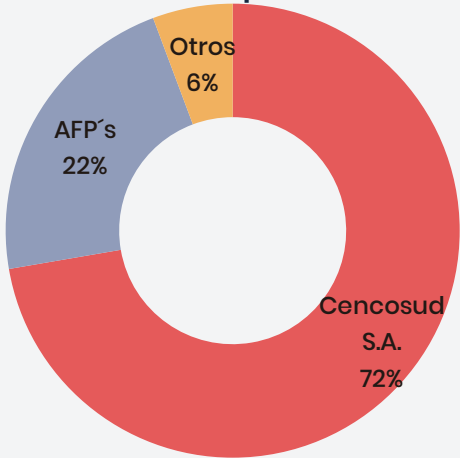
Ticker BCS	CENCOSHOPP
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1.840
Precio Actual (\$)	1.157
Precio Min/Max 12M (\$)	796 / 1.862
Market Cap (MMUS\$)	2.704,4
Volumen Diario (MMS)*	3.198
Nº Acciones (millones)	1.705,8
Free Float	29%
Peso IPSA	2,1%

Dividend Yield 12M

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	234.073	228.990	156.402	234.398	255.763
Variación (%)		-2,2%	-31,7%	49,9%	9,1%
Resultado Operacional	404.612	599.791	220.761	524.482	547.013
Variación (%)		48,2%	-63,2%	137,6%	4,3%
Margen Operacional (%)	172,9%	261,9%	141,2%	223,8%	213,9%
EBITDA Ajustado *	207.704	207.811	130.826	204.549	227.082
Variación (%)		0,1%	-37,0%	56,4%	11,0%
Margen EBITDA Aj. (%)	88,7%	90,8%	83,6%	87,3%	88,8%
Utilidad Neta	247.520	402.800	140.069	363.071	375.820
Variación (%)		62,7%	-65,2%	159,2%	3,5%
Margen Neto (%)	105,7%	175,9%	89,6%	154,9%	146,9%

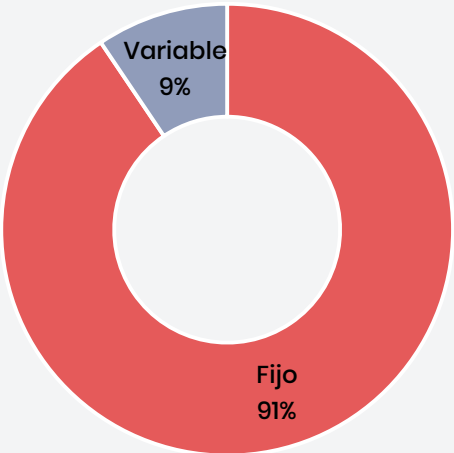
* No considera revalorización de activos

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	51%	33%	34%	38%	40%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	4,4	6,3	11,8	12,3	12,6
Liquidez Corriente (x)	160	152	152	152	152
Deuda Neta / Ebitda Aj. (x)	5,13	2,59	2,81	2,69	2,64
Deuda Financiera (MM \$)	1.071.630	546.624	373.350	559.533	610.533

VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	-	1.692	-	-	-
Precio Utilidad Aj. (x)	-	268,3	41,8	48,5	37,5
EV / Ebitda Aj. (x)	-	16,5	18,8	12,9	11,8
Bolsa Libro (x)	-	12	0,8	0,8	0,8
Precio Ventas (x)	-	126	13,4	8,9	8,2
ROA (%)	8,3%	10,6%	3,6%	8,7%	8,5%
ROE (%)	16,9%	15,9%	5,4%	13,9%	14,2%

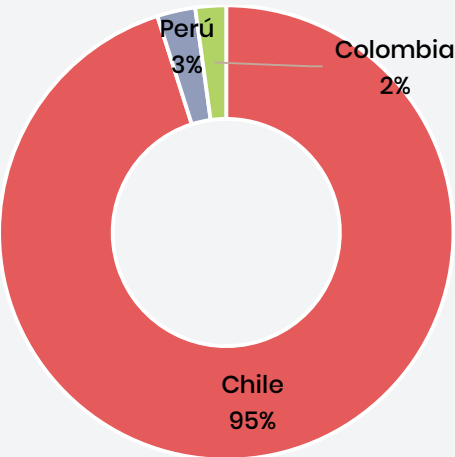
Fuente: Departamento de estudios

Distribución Ingresos por Arriendo



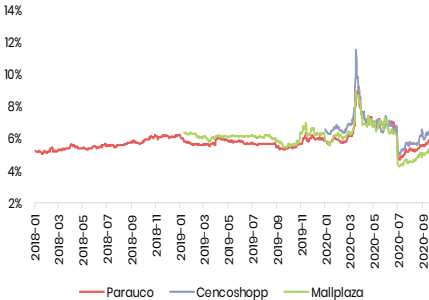
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

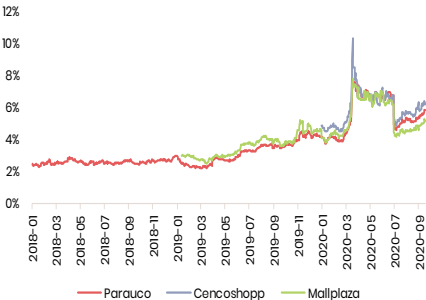


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

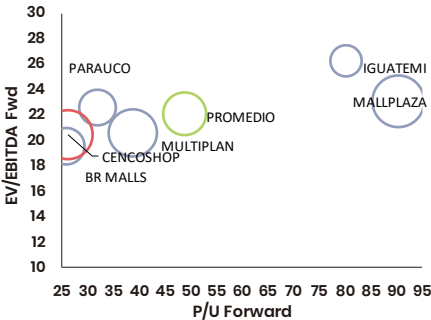
Cap Rate



Cap Rate Spread



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Buena posición en canal online junto a recuperación de márgenes a mediano plazo

Los resultados de la compañía se han visto fuertemente presionados debido a menores ingresos en los segmentos de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, retail financiero y centros comerciales. Esto, junto con mayores presiones en márgenes, asociado a cambios de mix y de canal de ventas en tiendas por departamento y mayores costos por riesgo en el retail financiero afectaron sus operaciones. Con todo, a junio Falabella registró una caída de -12,9% en ingresos, acompañado de un deterioro de 470 p.b en margen bruto y una disminución de -68,8% en Ebitda.

En este contexto, esperamos que durante 2020 y 2021 los márgenes continúen bajo presión en el segmento no bancario en Chile, afectados principalmente por altos niveles de inventarios. Esto se daría especialmente en categorías de mayores márgenes en el segmento de tiendas por departamento, los que estarían acompañados de una debilidad en el consumo, para comenzar a normalizarse a partir de 2022 y alcanzar un margen operacional de 7% en el país (segmento no bancario), bajo el 10,8% en promedio de los últimos 5 años. En el caso del banco en Chile, creemos que el impacto en la capacidad de pago de los clientes va a mantener bajo presión el costo por riesgo durante el próximo año, mejorando hasta 6% sobre colocaciones en el largo plazo (6,74% en 2019).

En Perú, nuestro escenario base en el negocio retail considera una recuperación del margen operacional hasta 6,7% en 2021 (7,2% en 2019). El segmento bancario, por su parte, comenzaría a disminuir la presión en el costo por riesgo durante el próximo año, llegando a 11,5% sobre colocaciones, para estabilizarse en 10% en el largo plazo (9,4% en 2019).

Finalmente, a nivel consolidado, el margen Ebitda se situaría en torno a 12,8% en el largo plazo, algo por debajo de su promedio de los últimos 3 años (12,9%).

Riesgos

- ↓ Mayor competencia en el canal e-commerce.
- ↓ Mayor deterioro en el costo por riesgo del segmento financiero
- ↓ Recuperación de márgenes más lenta de lo esperado
- ↓ Deterioro en el consumo en los países en los que opera

Falabella

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$3.200

INFORMACIÓN RELEVANTE

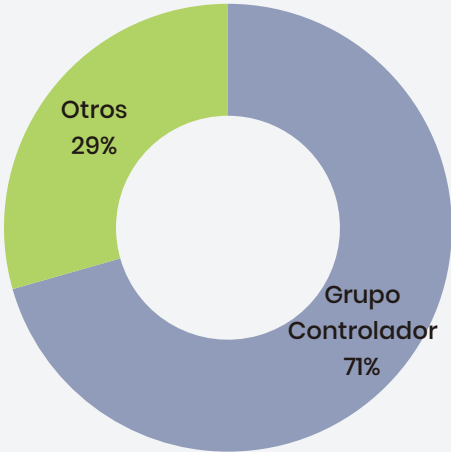
Ticker BCS	FALABELLA
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	3.200
Precio Actual (\$)	2.318
Precio Min/Max 12M (\$)	1.519 / 4.190
Market Cap (MMUS\$)	7.418
Volumen Diario (MMS)*	10.378
Nº Acciones (millones)	2.508,8
Free Float	29%
Peso IPSA	6,0%

Dividend Yield 12M

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

FALABELLA | Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 2.318 | P. Objetivo: \$3.200

Estado de Resultados

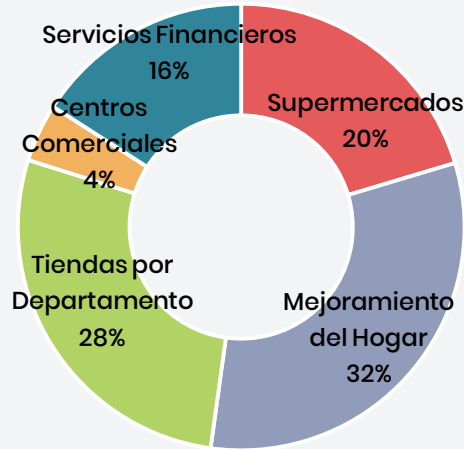
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	9.237.342	9.410.775	8.582.300	9.757.866	10.375.290
Variación (%)	3,4%	1,9%	-8,8%	13,7%	6,3%
Resultado Operacional	878.918	705.475	167.410	712.533	860.435
Variación (%)	-5,5%	-19,7%	-76,3%	325,6%	20,8%
Margen Operacional (%)	9,5%	7,5%	2,0%	7,3%	8,3%
EBITDA	1.204.249	1.141.336	623.900	1.172.561	1.332.633
Variación (%)	-1,0%	-5,2%	-45,3%	87,9%	13,7%
Margen EBITDA (%)	13,0%	12,1%	7,3%	12,0%	12,8%
Utilidad Neta	478.372	295.474	-156.915	334.872	428.367
Variación (%)	-6,1%	-38,2%	-153,1%	-313,4%	27,9%
Margen Neto (%)	5,2%	3,1%	-1,8%	3,4%	4,1%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	62%	66%	65%	67%	67%
EBITDA / Gastos Financieros (x)	7,2	5,6	3,9	7,1	7,4
Liquidez Corriente (x)	1,31	1,19	1,15	1,15	1,15
Deuda Neta / Ebitda	2,34	2,31	3,82	2,33	2,17
Deuda Financiera (MM \$)	2.820.718	2.634.268	2.385.453	2.728.316	2.894.667

VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	5.090	3.241	-	-	-
Precio Utilidad (x)	26,7	21,4	-36,1	16,9	13,2
EV / Ebitda (x)	13,9	10,6	14,9	8,2	7,4
Bolsa Libro (x)	2,5	1,6	1,1	1,1	1,0
Precio Ventas (x)	1,38	0,86	0,66	0,58	0,55
ROA (%)	3,0%	1,6%	-0,9%	1,8%	2,1%
ROE (%)	8,0%	4,7%	-2,6%	5,3%	6,5%

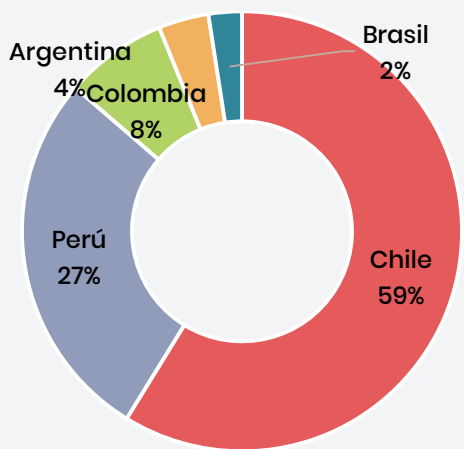
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

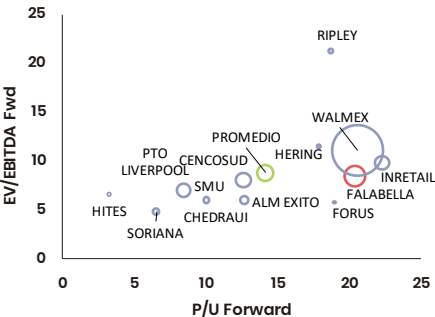
EV/EBITDA Trailing



B/L Trailing



Comparables*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.
*: Multiplos Forward 2021

Atractivo plan de crecimiento en GLA

En el primer semestre, la compañía presentó una caída de -38% en ingresos, debido a los cierres parciales de los centros comerciales en la región, generando descuentos en arriendos a los locales que permanecieron cerrados, lo que hacia el final del segundo trimestre se encontraba en torno a un 35% del GLA operativo. Por otro lado, se vio un aumento en el gasto por provisiones de deudores incobrables, asociado en parte a una mayor flexibilización en los pagos. Debido a esto, y producto de una menor dilución de gastos, el margen operacional anotó una contracción hasta el 33,9% frente a 65,7% un año atrás. Por su parte, la superficie arrendable (GLA) alcanzó los 1.701.000 m2, impulsada por la apertura de un centro comercial en Barraquilla (58.000 metros cuadrados).

Si bien el costo de ocupación se ha mantenido en niveles saludables, alcanzando un 11% en junio (10% en marzo 2020), debido a las flexibilidades entregadas por la compañía, consideramos que existen elevados niveles de incertidumbre respecto a la evolución de este con la reapertura de los centros comerciales, lo que creemos podría generar presiones en los contratos.

Hacia adelante, si bien esperamos mayores costos operacionales, lo que mantendría bajo presión los márgenes durante este año y 2021, consideramos que la firma presenta buenos niveles de ocupación (95% a junio), con una duración remanente de contratos de arriendo de 6 años en promedio, a lo que se suma un atractivo mix de ingresos fijos (94% de los ingresos por arriendo), los que se encuentran indexados a la inflación. Adicionalmente, se daría un alto crecimiento en GLA que incorpora proyectos greenfield en países con baja penetración de centros comerciales, mediante la construcción de Mallplaza Cali (60.000 metros cuadrados, paralizado) y Mallplaza Comas, (79.000 metros cuadrados, 2020) y brownfield en Chile y Perú (53.000 metros cuadrados en total), junto con la reciente adquisición del centro comercial Calima (66.000 m2, USD\$ 128 mm), lo que le permitiría mantener las buenas cifras de crecimiento en GLA mostradas durante los últimos años (3% anual los últimos 5 años).

Riesgos

- ↓ Cierre de operaciones temporales en algunos centros comerciales por mayor inseguridad en Chile
- ↓ Aumento de vacancias y de los costos de ocupación, con una disminución de precios de arriendo
- ↓ Retraso o cambios en proyectos anunciados

Mallplaza

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$1.740

INFORMACIÓN RELEVANTE

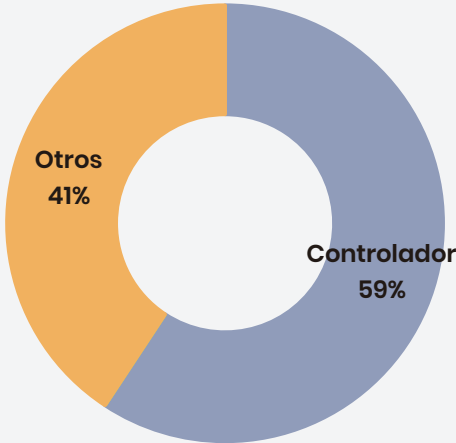
Ticker BCS	MALLPLAZA
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1.740
Precio Actual (\$)	1.089
Precio Min/Max 12M (\$)	840 / 1.900
Market Cap (MMUS\$)	2.846,3
Volumen Diario (MMS)*	1.336
Nº Acciones (millones)	1.960,0
Free Float	29%
Peso IPSA	1,1%

Dividend Yield 12M

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

MALLPLAZA | Sector: Retail | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 1.089 | P. Objetivo: \$1.740

Estado de Resultados

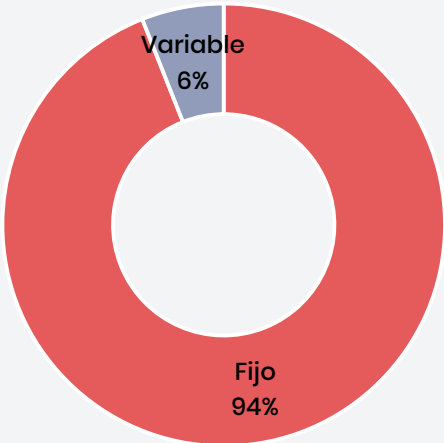
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	309.371	309.598	213.456	317.830	338.839
Variación (%)	10,3%	0,1%	-31,1%	48,9%	6,6%
Resultado Operacional	200.737	185.147	83.742	184.812	207.372
Variación (%)	12,3%	-7,8%	-54,8%	120,7%	12,2%
Margen Operacional (%)	64,9%	59,8%	39,2%	58,1%	61,2%
EBITDA	247.275	238.307	135.545	238.372	264.295
Variación (%)	11,2%	-3,6%	-43,1%	75,9%	10,9%
Margen EBITDA (%)	79,9%	77,0%	63,5%	75,0%	78,0%
Utilidad Neta	117.360	103.406	27.256	99.254	114.853
Variación (%)	10,7%	-11,9%	-73,6%	264,2%	15,7%
Margen Neto (%)	37,9%	33,4%	12,8%	31,2%	33,9%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	45%	43%	35%	43%	44%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	7,5	6,9	4,8	6,9	7,2
Liquidez Corriente (x)	1,19	0,77	0,77	0,77	0,77
Deuda Neta / Ebitda (x)	3,61	3,60	4,36	3,70	3,55
Deuda Financiera (MM \$)	944.752	893.753	616.209	917.517	978.167

VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	1.442	1.578	-	-	-
Precio Utilidad (x)	24,1	26,8	81,4	22,4	19,3
EV / Ebitda (x)	15,6	16,1	21,5	13,6	12,5
Bolsa Libro (x)	1,66	1,74	1,23	1,21	1,16
Precio Ventas (x)	9,1	9,1	10,4	7,0	6,5
ROA (%)	3,5%	3,1%	0,9%	2,8%	3,1%
ROE (%)	6,4%	5,4%	1,4%	5,0%	5,6%

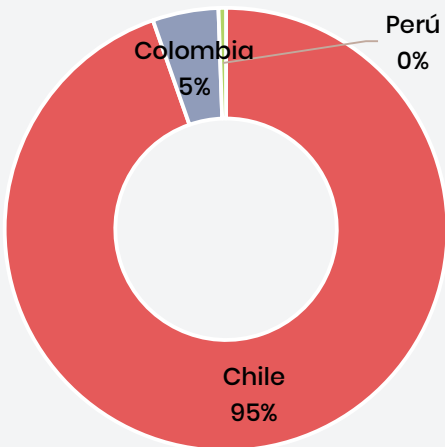
Fuente: Departamento de estudios

Distribución Ingresos por Arriendo



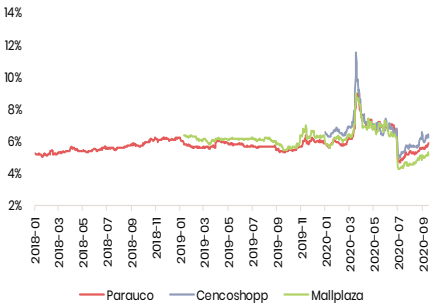
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

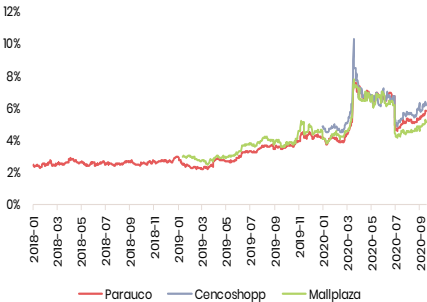


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

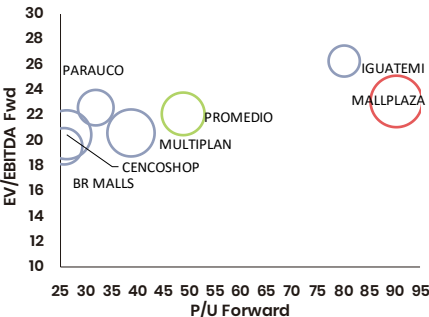
Cap Rate



Cap Rate Spread



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Complejo escenario en tiendas por departamento y servicios financieros

Durante el año, la compañía se ha visto fuertemente impactada en todos los segmentos en los que opera. En tiendas por departamento, se vio un considerable cambio de canal y mix de ventas lo que junto con cierres de tiendas físicas y restricciones a la venta online en Perú (la que inicio un retorno gradual a fines de mayo), presionó considerablemente los ingresos y márgenes del segmento. En el retail financiero, el debilitamiento en las capacidades de pago de los clientes y un aumento de la morosidad llevó a alzas en los costos por riesgo, lo que junto con una contracción en las colocaciones del segmento comprimieron los resultados del sector. Por su lado, el segmento inmobiliario se vio afectado producto del cierre de locales no esenciales en el Mall Aventura en Perú. Con todo, se registró una caída de -31,9% en ingresos durante los primeros seis meses del año, acompañado de una caída de 566 p.b en margen bruto.

Hacia adelante, esperamos que los márgenes se mantengan presionados en tiendas por departamento hasta 2022, debido a los altos inventarios en productos blandos que presenta el sector, un consumo que se mantendría débil y presiones provenientes de costos laborales. Por otro lado, esperamos impulsos provenientes del segmento inmobiliario, debido a las economías de escala luego de la ampliación del Mall Aventura Santa Anita (32.959 metros cuadrados, noviembre 2019), y la apertura de los centros comerciales de Chiclayo (48.600 m², noviembre 2020) e Iquitos (51.300 metros cuadrados) y San Juan de Lurigancho (60.400 metros cuadrados), los que esperamos que entren en operación en 2022. En el caso del retail financiero, si bien esperamos un menor costo por riesgo durante el próximo año, este se mantendría presionado, normalizándose hacia 2022.

Finalmente, a nivel consolidado esperamos un margen Ebitda en torno a 4,6% para este año (1,5% ajustado), 10,3% en 2021 (7,5% ajustado) y estabilizándose en torno a 13,3% en el largo plazo.

Riesgos

- ↓ Mayor competencia en el canal e-commerce
- ↓ Mayor deterioro en el costo por riesgo del segmento financiero
- ↓ Recuperación de márgenes más lento a lo esperado

Ripley

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$340

INFORMACIÓN RELEVANTE

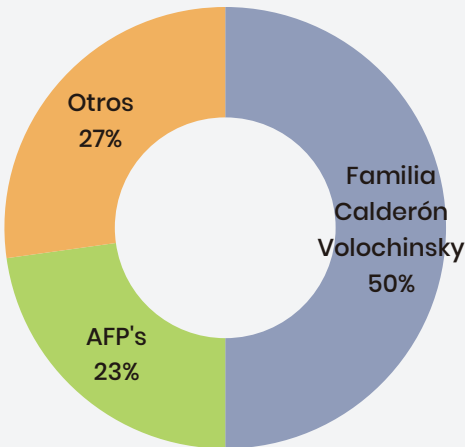
Ticker BCS	RIPLEY
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$)	340
Precio Actual (\$)	237
Precio Min/Max 12M (\$)	164 / 506
Market Cap (MMUS\$)	635,7
Volumen Diario (MM\$)*	898
Nº Acciones (millones)	1.936,1
Free Float	50%
Peso IPSA	0,8%

Dividend Yield 12M

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

RIPLEY | Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 237 | P. Objetivo: \$340

Estado de Resultados

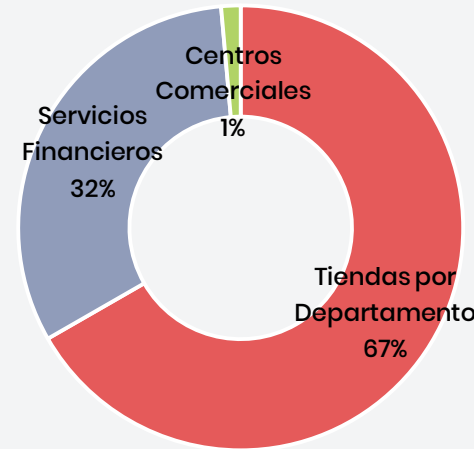
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	1702.063	1727.426	1429.536	1684.963	1819.516
Variación (%)	2,0%	1,5%	-17,2%	17,9%	8,0%
Resultado Operacional	76.195	35.402	-43.795	61.984	100.359
Variación (%)	1,5%	-53,5%	-223,7%	-241,5%	61,9%
Margen Operacional (%)	4,5%	2,0%	-3,1%	3,7%	5,5%
EBITDA	163.863	151.526	65.360	174.109	227.520
Variación (%)	1,6%	-7,5%	-56,9%	166,4%	30,7%
Margen EBITDA (%)	9,6%	8,8%	4,6%	10,3%	12,5%
Utilidad Neta	69.656	100.683	-50.901	45.812	74.777
Variación (%)	-18,9%	44,5%	-150,6%	-190,0%	63,2%
Margen Neto (%)	4,1%	5,8%	-3,6%	2,7%	4,1%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	66%	71%	72%	75%	75%
EBITDA / Gastos Financieros (x)	8,8	4,4	1,7	4,2	5,1
Liquidez Corriente (x)	1,17	1,11	0,74	0,72	0,64
Deuda Neta / Ebitda	7,40	7,77	17,80	7,63	6,72
Deuda Financiera (MM \$)	1.469.942	1.570.529	1.694.616	1.824.011	1.935.055

VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	577	337			
Precio Utilidad (x)	16,0	6,3	-9,0	10,0	6,1
EV / Ebitda (x)	14,2	12,1	24,8	10,3	8,7
Bolsa Libro (x)	11	0,7	0,5	0,5	0,5
Precio Ventas (x)	0,66	0,38	0,32	0,27	0,25
ROA (%)	2,6%	1,0%	-1,2%	1,6%	2,5%
ROE (%)	6,9%	10,0%	-5,1%	4,8%	7,4%

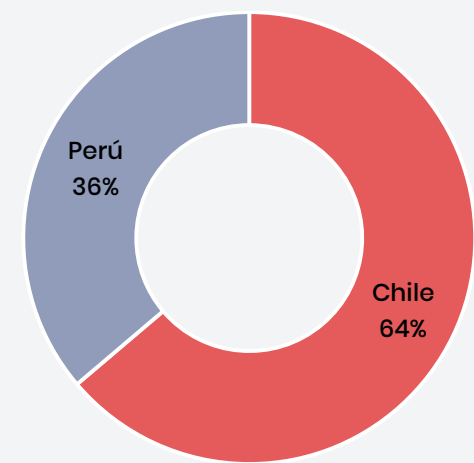
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

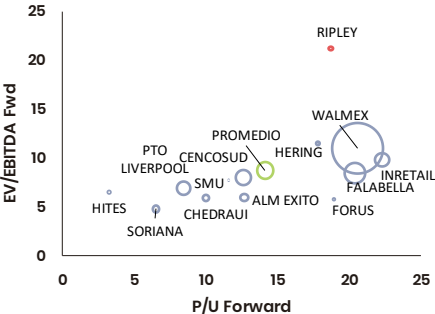
P/U Trailing



B/L Trailing



Comparables*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.
*: Multiplos Forward 2021

Exposición a consumo básico junto con atractivos espacios de valorización

SMU ha venido realizando mejoras en la gestión de inventarios y logística de sus operaciones, lo que se ha traducido en una mejora en términos de márgenes. Así, el margen bruto alcanzó a 29,5% durante el primer semestre (29,3% un año atrás). Sin embargo, los cierres del comercio por cuarentenas, junto con horarios de operación más reducidos, han tenido un impacto significativo en los formatos más pequeños como tiendas de conveniencia (OK Market), especialmente en los lugares céntricos (30% de la venta de Unimarc y 60% de la venta de Mayorista 10). De esta forma, las ventas en tiendas equivalentes (SSS) se han visto presionadas, creciendo sólo 0,2% a junio (6M), con una caída de -6,1% en el último trimestre.

Por otro lado, ante un escenario de un menor dinamismo en la economía a la par de un aumento en los niveles de incertidumbre local, valoramos la exposición de la compañía en consumo básico, donde el 98% de sus ingresos provienen de alimentos, a la vez que los cambios en la estructura financiera durante los últimos años le entregan una mayor flexibilidad operativa.

Finalmente, si bien creemos que aún existe algún espacio de mejoras operacionales, con remodelaciones de tiendas y optimizaciones en logística, debido a una mayor centralización de sus operaciones y una mayor automatización y estandarización de procesos, nuestro escenario base considera alzas en los gastos de administración. Estos estarían asociados a costos laborales, seguros y servicios externos, lo que llevaría a la compañía a tener un margen Ebitda de 7,9% en 2020 y 8% en el largo plazo.

Riesgos

- ↓ Recuperación de la actividad más lenta a lo esperado
- ↓ Mayores costos asociados a deterioro de la situación en Chile
- ↓ Alta exposición a zonas céntricas en la región metropolitana
- ↓ Baja exposición a canal online

SMU

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$200

INFORMACIÓN RELEVANTE

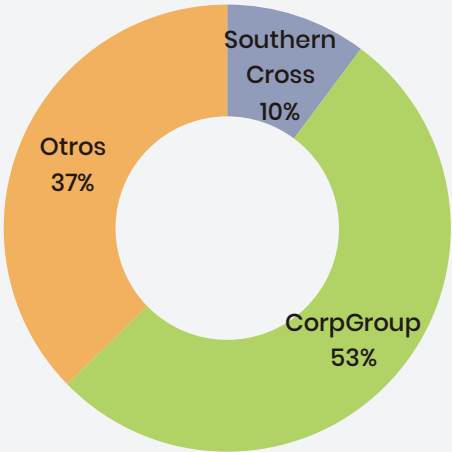
Ticker BCS	SMU
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	200
Precio Actual (\$)	118
Precio Min/Max 12M (\$)	110 / 179
Market Cap (MMUS\$)	914,4
Volumen Diario (MM\$)*	1.166
Nº Acciones (millones)	5.772,6
Free Float	47%
Peso IPSA	0,9%

Dividend Yield 12M

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

SMU | Sector: Retail | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 118 | P. Objetivo: \$200

Estado de Resultados

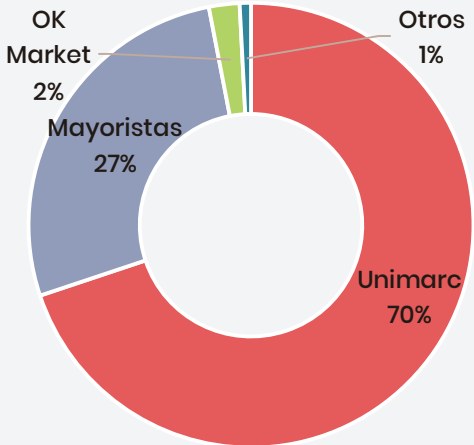
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	2.295.415	2.297.032	2.323.379	2.416.148	2.508.111
Variación (%)	17%	0,1%	11%	4,0%	3,8%
Resultado Operacional	102.554	111.788	95.259	108.727	107.849
Variación (%)	9,1%	9,0%	-14,8%	14,1%	-0,8%
Margen Operacional (%)	4,5%	4,9%	4,1%	4,5%	4,3%
EBITDA	152.502	198.015	182.475	198.124	200.649
Variación (%)	7,4%	29,8%	-7,8%	8,6%	1,3%
Margen EBITDA (%)	6,6%	8,6%	7,9%	8,2%	8,0%
Utilidad Neta	33.033	34.584	18.143	17.574	11.830
Variación (%)	19,5%	4,7%	-47,5%	-3,1%	-32,7%
Margen Neto (%)	1,4%	1,5%	0,8%	0,7%	0,5%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	62%	65%	65%	65%	65%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	2,7	3,9	3,6	4,0	4,0
Liquidez Corriente (x)	0,69	0,65	0,65	0,64	0,64
Deuda Neta / Ebitda (x)	3,81	4,44	4,64	4,29	4,26
Deuda Financiera (MM \$)	581.460	878.742	846.995	850.570	854.114

VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	191	147			
Precio Utilidad (x)	33,4	24,2	39,1	40,4	60
EV / Ebitda (x)	11,0	7,7	8,5	7,9	7,8
Bolsa Libro (x)	1,6	1,2	1,0	1,0	1,0
Precio Ventas (x)	0,48	0,37	0,31	0,29	0,28
ROA (%)	1,8%	1,7%	0,9%	0,8%	0,6%
ROE (%)	4,8%	4,8%	2,5%	2,4%	1,6%

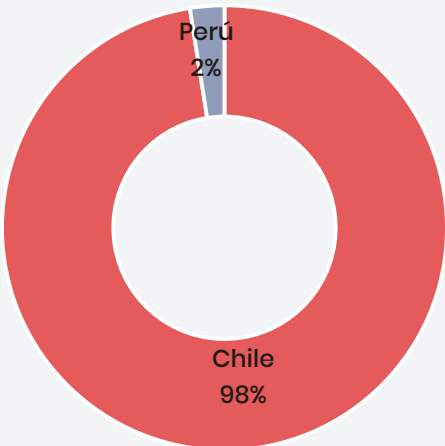
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos Chile



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

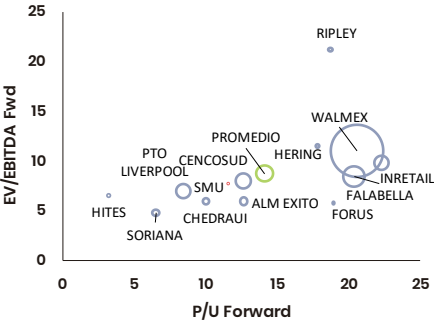
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.
*: Multiplos Forward 2021

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

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

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

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

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

Sebastián Montero A.
Analista de Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

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

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

Paulina Feliú Q.
Analista de Inversiones
paulina.feliu@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](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.