

Sector Retail: Presión en mercado laboral, cambios en consumo y evolución de actividad promocional, las claves para el sector

Resumen

Las presiones que recibió el sector en 2020 se pueden desglosar en varios canales. Por un lado, están los efectos de los primeros meses de la crisis sanitaria sobre el segmento de tiendas por departamento, producto de cambios de canal y de mix de ventas, que se sumaron a mayores costos asociados a la mantención de las operaciones. A su vez, el segmento de retail financiero vio una notoria alza en el costo por riesgo producto del deterioro en el mercado laboral. El segmento de centros comerciales, por su parte, realizó descuentos a arrendatarios, los que junto a mayores flexibilidades de pagos presionaron sus resultados. Mientras tanto, el segmento de supermercados dio cuenta de un impacto heterogéneo entre los operadores, producto de la operación parcial de restaurantes, la ubicación de los locales, la exposición a diferentes formatos y su posicionamiento en el canal online. Sin embargo, a partir del tercer trimestre se registró una mejora en las perspectivas del sector de la mano de los retiros de fondos de las AFP's, una menor actividad promocional y mejoras en eficiencias operacionales. Esto, se tradujo en alzas importantes en ingresos junto con expansiones en márgenes producto de una menor actividad promocional en los segmentos retail y mejoras en el costo por riesgo del retail financiero.

En este escenario, si bien esperamos que el consumo enfrente desafíos durante 2021, afectado por la debilidad del mercado laboral, con cifras de desempleo que se ubicarían en torno a 10%, consideramos un positivo comienzo de año en términos de márgenes. Esto se apoya en una débil base de comparación y bajos niveles de actividad promocional, a la vez que otros destinos del consumo se mantienen con limitaciones. Sin embargo, tenemos una visión de mayor cautela más a mediano plazo, como consecuencia de la reactivación de otros sectores que se han mantenido más rezagados como viajes, restaurantes y entretenimiento junto a una mayor penetración del canal online en los segmentos retail frente a su historia. Al sumar una mayor recuperación de los inventarios de la industria desde los niveles actuales, estimamos márgenes más comprimidos que en el pasado a mediano plazo.

Finalmente, nuestro escenario base considera 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 Perú.

Si bien consideramos que existen algunos espacios de valorización, el panorama para el sector presenta retos importantes debido a presiones en el mercado laboral. Sin embargo, vemos oportunidades debido a valorizaciones atractivas en Cencoshopp (P.O:\$1.840) y Mallplaza (P.O: \$1.760). Por otro lado, recomendamos una posición Neutral para Ripley (P.O:\$370) y SMU (P.O: \$190) ante falta de gatillantes de valorización junto a mantener desafíos importantes, y Cencosud (P.O: \$1.650) y Falabella (P.O:\$3.400) producto de valorizaciones más ajustadas.

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	\$1.650	13,0	0,9	0,7%
Cencoshopp	Sobreponderar	\$1.840	45,6	0,9	1,8%
Falabella	Neutral	\$3.400	30,6	1,5	0,1%
Mallplaza	Sobreponderar	\$1.760	24,7	1,5	0,2%
Ripley	Neutral	\$370	8,6	0,5	0%
SMU	Neutral	\$190	40,6	0,9	2,4%

Será clave la protección de márgenes

Durante 2020, los resultados de la compañía se vieron impulsados principalmente por una mejora en los segmentos retail en Chile, registrando un crecimiento de 17,9% en supermercados y 31% en mejoramiento del hogar, como consecuencia de los retiros de fondos hacia fines del año pasado. Por otro su parte, el margen Ebitda alcanzó el 9,6% (+44 p.b), apoyado también en mejoras operacionales y planes de eficiencia, donde el margen Gav alcanzó el 21,9% (23,2% en 2019). Con todo, la compañía registró una mejora de 11% a/a en Ebitda, destacando su aumento en participación de mercado y su buena posición en el canal online, con una penetración de 15% al 4T20 en supermercados Chile.

Hacia adelante, en 2021 esperamos una caída de -4,5% en ingresos en el segmento de supermercados, producto de una alta base de comparación y cambios en el consumo luego de una recuperación de segmentos como restaurantes y viajes. En términos de márgenes, también esperamos algunas presiones como consecuencia de una mayor competencia en el canal online y una menor dilución de gastos, lo que llevaría a un margen operacional de 5,2% en el año (7,1% en 2020), normalizándose en 4,1% en el largo plazo, en línea con el promedio de los últimos 5 años. Sin embargo, vemos un sesgo al alza producto de las transformaciones de tiendas hacia el formato de Atacarejo (Brasil) y Cash & Carry (Perú).

Por su lado, nuestro escenario base en el segmento de mejoramiento del hogar considera una caída de -9% a/a en ingresos, como consecuencia de una alta base de comparación (crecimiento de 14,6% en 2020) y una menor demanda por productos relacionados al home office. Esto se da a pesar de una mayor reanudación de las obras de construcción. Los márgenes, por su parte, enfrentarían presiones ante una mayor recuperación de los inventarios de la industria, lo que empujaría hacia un incremento de la actividad promocional para la segunda mitad del año, alcanzando el 10,9% en margen operacional (13,5% en 2020).

Por último, en tiendas por departamento, esperamos una recuperación del margen bruto hasta 26% (22,9% en 2020), producto del cierre del segmento en Perú y Johnson en Chile junto a una menor actividad promocional en la industria durante el primer semestre y un mix de ventas y canal más favorable respecto a 2020 hacia el segundo semestre (aunque bajo su historia).

En definitiva, a nivel consolidado esperamos un margen Ebitda ajustado de 8,8% en 2021, estabilizándose en torno a 7,6% en el largo plazo. A su vez, mantenemos una cuota de cautela por la alta exposición a Argentina (18% de los ingresos), donde esperamos que las operaciones se mantengan presionadas por un panorama económico desafiante, junto con una depreciación del peso argentino frente al peso de 46% para el 2021.

Riesgos

- ↓ Mayor competencia en el canal e-commerce.
- ↓ Empeoramiento escenario local en Argentina
- ↑ Protección de márgenes mayores a lo esperado, producto de transformaciones de formato en sus tiendas de supermercados en Brasil y Perú

Cencosud

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$1.650

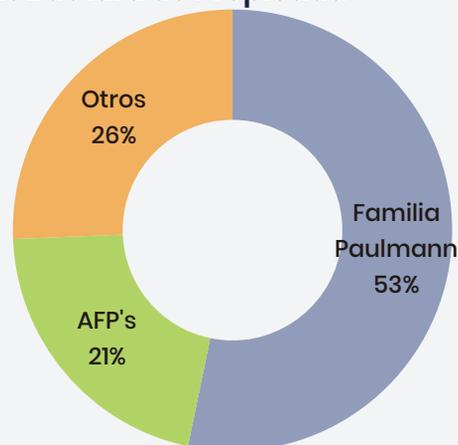
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CENCOSUD
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	1.650
Precio Actual (\$)	1.485
Precio Min/Max 12M (\$)	594 / 1.530
Market Cap (MMUS\$)	6.047
Volumen Diario (MM\$)*	7.984
Nº Acciones (millones)	2.863,1
Free Float	47%
Peso IPSA	5,3%
Dividend Yield 12M	2,1%

Fuente: Departamento de Estudios

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

CENCOSUD | Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 1.485 | P. Objetivo: \$1.650

Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos	9.491.362	10.053.006	9.663.363	10.006.186	10.190.208
Variación (%)	-2,7%	5,9%	-3,9%	3,5%	1,8%
Resultado Operacional	730.343	650.502	714.341	687.308	667.565
Variación (%)	21,2%	-10,9%	9,8%	-3,8%	-2,9%
Margen Operacional (%)	7,7%	6,5%	7,4%	6,9%	6,6%
EBITDA Ajustado*	869.053	964.350	850.643	817.439	794.384
Variación (%)	36,7%	11,0%	-11,8%	-3,9%	-2,8%
Margen EBITDA Aj. (%)	9,2%	9,6%	8,8%	8,2%	7,8%
Utilidad Neta	243.511	133.166	327.235	272.678	254.066
Variación (%)	-5,6%	-45,3%	145,7%	-16,7%	-6,8%
Margen Neto (%)	2,6%	1,3%	3,4%	2,7%	2,5%

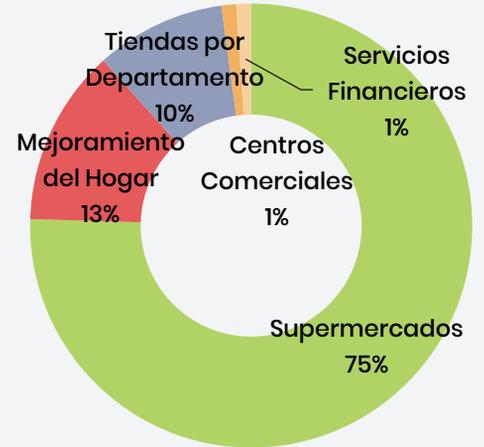
* Sin considerar Revaluaciones de Propiedades de Inversión, Ni efectos hiperinflación

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	59%	58%	56%	56%	56%
EBITDA Aj.* / Gastos Financieros (x)	3,1	3,6	4,1	4,0	4,1
Liquidez Corriente (x)	1,27	1,09	1,13	1,15	1,15
Deuda Neta / Ebitda Aj.*	1,92	1,15	1,25	1,35	1,41
Deuda Financiera (MM \$)	3.231.811	2.455.361	2.360.194	2.443.925	2.488.871

VALORIZACIONES					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	990	1.265	-	-	-
Precio Utilidad (x)	18,7	27,2	13,0	15,6	16,7
EV / Ebitda Aj.* (x)	6,1	5,6	7,0	7,3	7,6
Bolsa Libro (x)	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8
Precio Ventas (x)	0,30	0,36	0,44	0,42	0,42
ROA (%)	2,0%	1,2%	3,0%	2,4%	2,2%
ROE (%)	5,5%	3,4%	7,8%	6,2%	5,6%

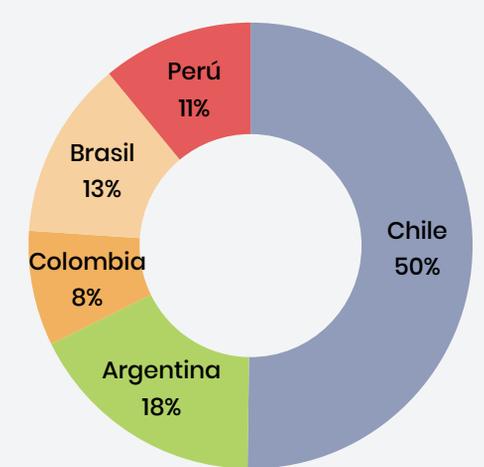
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

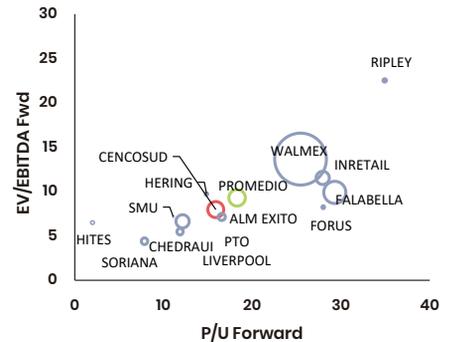
EV/EBITDA Trailing



B/L Trailing



Comparables*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

*: Multiplos Forward 2021

Recuperación en resultados y altos niveles de GLA operativo impulsarían valorización

Al cierre del 2020, el GLA operativo de la compañía alcanzó el 91% (87,8% en promedio durante el cuarto trimestre), lo que estuvo acompañado de descuentos a algunos locales y flexibilizaciones en sus pagos. De esta forma, los ingresos cayeron -21,1% durante el cuarto trimestre, presionando el margen bruto en 561 p.b hasta 90,2%. El margen operacional ajustado, en tanto, se expandió 16 p.b producto de menores gastos de administración y ventas (-60,6% a/a), hasta 84,5%. Por su parte, la compañía registró un alza en su superficie arrendable (GLA) de 0,3% a/a, hasta los 1.338.761 m², impulsado por la incorporación de una tienda Easy de 3.818 m² en el Portal Temuco (junio 2020). Con esto, a nivel consolidado, la tasa de ocupación disminuyó hasta el 98,1% (98,7% en diciembre 2019).

En el caso del costo de ocupación, este cayó hasta el 7,3% en diciembre (7,7% septiembre 2020), como consecuencia de los descuentos realizados a los locatarios y planes de control de gastos, lo que junto a la alta exposición de la compañía a arrendatarios en la categoría de servicios esenciales (53,6% del GLA) disminuiría posibles presiones en los contratos a medida que se normalizan las operaciones. Por su parte, si bien podrían existir algunas presiones en las categorías de oficinas (4,9% del GLA) y entretenimiento (6,6% del GLA), creemos que el segmento al que están orientadas las oficinas (A+), le permitiría atenuar un mayor impacto en sus niveles de vacancia y arriendos, a la vez que en entretenimiento esperamos una mejora del escenario para patios de comida, restaurantes y cines, los que presentan la mayor proporción de la categoría.

A pesar de que esperamos presiones de costos en su operación local, lo que llevaría el margen Ebitda a 89,4% durante 2021, consideramos que la compañía presenta un atractivo mix de GLA en un escenario de recuperación, a la vez que sus contratos de arriendo presentan una duración media de 10,6 años (6,5 años por ingresos). Por otro lado, esperamos que una mayor maduración de aperturas recientes como Portal Angamos y Portal El Llano, sumado a los proyectos de La Molina en Perú (35.700 m², 2022) y La 65 en Colombia (78.000 m², 2022), impulsarían sus resultados. Con esto, nuestro escenario base considera un crecimiento promedio de GLA de 3,8% anual para los próximos 3 años, con un margen Ebitda de 89,7% 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
- ↑ Crecimiento en GLA mayor al esperado

Cencoshopp

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$1.840

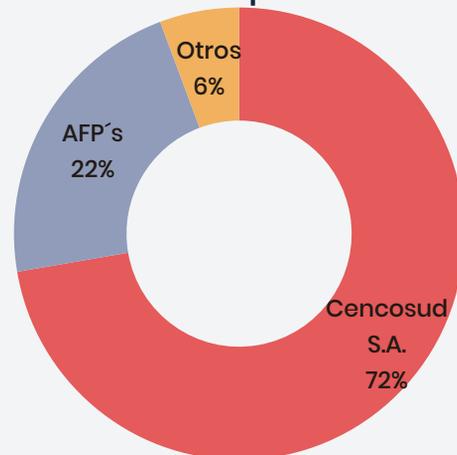
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CENCOSHOPP
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1.840
Precio Actual (\$)	1.385
Precio Min/Max 12M (\$)	985 / 1.638
Market Cap (MMUS\$)	3.347
Volumen Diario (MMS)*	1.304
Nº Acciones (millones)	1.705,8
Free Float	29%
Peso IPSA	1,8%
Dividend Yield 12M	4,0%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

CENCOSHOPP | Sector: Retail | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 1.385 | P. Objetivo: \$1.840

Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos	228.990	146.755	212.652	244.015	258.055
Variación (%)	-2,2%	-35,9%	44,9%	14,7%	5,8%
Resultado Operacional	599.791	369.855	440.013	467.744	481.286
Variación (%)	48,2%	-38,3%	19,0%	6,3%	2,9%
Margen Operacional (%)	261,9%	252,0%	206,9%	191,7%	186,5%
EBITDA Ajustado *	207.811	121.892	190.114	217.848	231.393
Variación (%)	0,1%	-41,3%	56,0%	14,6%	6,2%
Margen EBITDA Aj. (%)	90,8%	83,1%	89,4%	89,3%	89,7%
Utilidad Neta	402.800	249.726	301.851	317.919	327.504
Variación (%)	62,7%	-38,0%	20,9%	5,3%	3,0%
Margen Neto (%)	175,9%	170,2%	141,9%	130,3%	126,9%

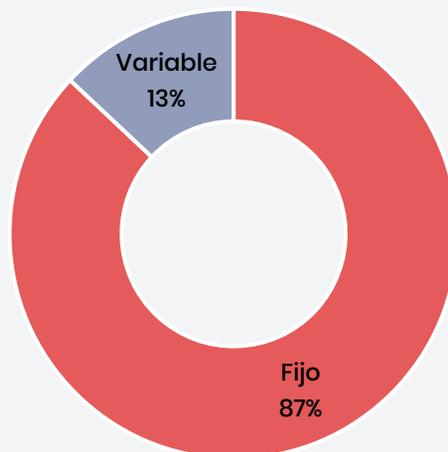
* No considera revalorización de activos

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	33%	33%	35%	37%	39%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	6,3	12,5	20,8	20,8	20,9
Liquidez Corriente (x)	1,52	1,86	1,52	1,52	1,52
Deuda Neta / Ebitda Aj. (x)	2,59	4,40	2,63	2,63	2,62
Deuda Financiera (MM \$)	546.624	559.526	507.617	582.481	615.996

VALORIZACIONES					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	1.692	1.139	-	-	-
Precio Utilidad Aj. (x)	268,3	1.167,0	45,6	34,8	30,5
EV / Ebitda Aj. (x)	16,5	20,3	15,0	13,5	12,8
Bolsa Libro (x)	1,2	0,7	0,9	0,9	0,8
Precio Ventas (x)	12,6	13,2	11,1	9,7	9,2
ROA (%)	10,6%	6,3%	7,2%	7,2%	7,0%
ROE (%)	15,9%	9,3%	11,1%	11,4%	11,5%

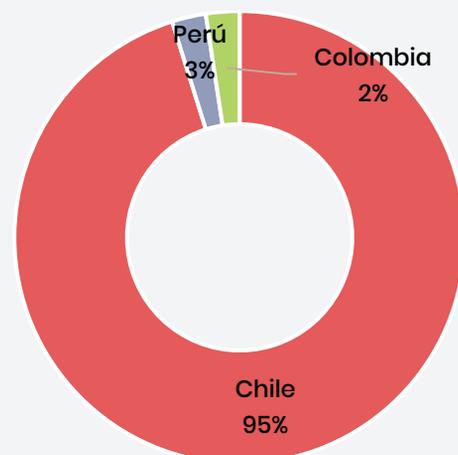
Fuente: Departamento de estudios

Distribución Ingresos por Arriendo



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

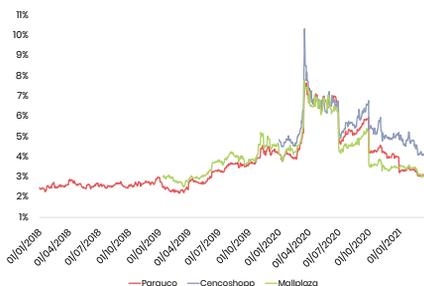


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

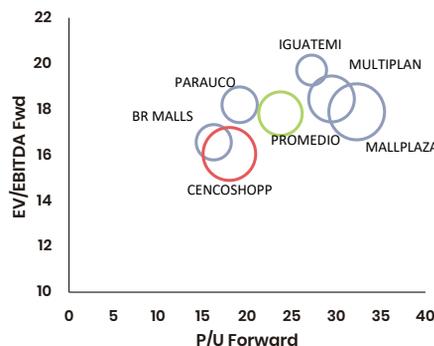
Cap Rate



Cap Rate Spread



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Atractivo posicionamiento omnicanal con recuperación de márgenes a mediano plazo

Durante el cuarto trimestre, los resultados de la compañía se vieron impulsados, principalmente, producto de una mejora en los segmentos retail en Chile, luego de los retiros de fondos de las AFP's, destacando un crecimiento en ingresos de 43% a/a y acompañado de una mejora en margen bruto de 301 p.b de estas categorías. Esto se explicó por una menor actividad promocional, que más que compensó un mix de ventas y canal más desfavorable respecto al 4T19 en tiendas por departamento. Con todo, Falabella registró un aumento de 14,8% en ingresos en el trimestre, acompañado de una expansión de 154 p.b en margen bruto y un crecimiento de 60,9% en Ebitda.

En este contexto, apoyado en las positivas cifras de ventas de enero (5,8% a/a, IVCM) y los bajos niveles de inventarios e importaciones, esperamos un año que comience positivamente producto de una menor actividad promocional. Estimamos que los mayores riesgos en la protección de márgenes se darían a partir del segundo semestre, luego que se establezcan los niveles de inventarios, acompañado de un mix de canal algo más desfavorable respecto a su historia. Por esto, ante efectos aún negativos sobre el mercado laboral, y su consiguiente impacto en el consumo, esperamos un crecimiento de 4,4% en ingresos con un margen bruto de 31,6% en 2021 (Chile), para alcanzar una mayor normalización a partir de 2022, donde registraría un margen operacional de 6,2% en el país (segmento no bancario), bajo el 8,9% en promedio de los últimos 5 años. En el caso del banco en Chile, creemos que los efectos sobre el mercado laboral podrían mantener bajo presión el costo por riesgo durante el año (6,74%, similar a 2019), el que mejoraría hasta 5,5% sobre colocaciones en el largo plazo (6,38% en 2020).

En Perú, nuestro escenario base en el negocio retail considera una recuperación del margen operacional (no bancario) hasta 5,6% en 2021 (1,6% en 2020). El segmento bancario, por su parte, disminuiría la presión en el costo por riesgo en el año, llegando a 11% sobre colocaciones, para estabilizarse en 9,5% en el largo plazo, en línea con el promedio de los últimos 5 años.

Finalmente, a nivel consolidado, el margen Ebitda se situaría en torno a 12,5% en el largo plazo, por debajo de su promedio de los últimos 10 años (13,7%).

Riesgos

- ↓ Mayor competencia en el canal e-commerce.
- ↓ Recuperación de márgenes más lenta de lo esperado
- ↓ Deterioro en el consumo en los países en los que opera

Falabella

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$3.400

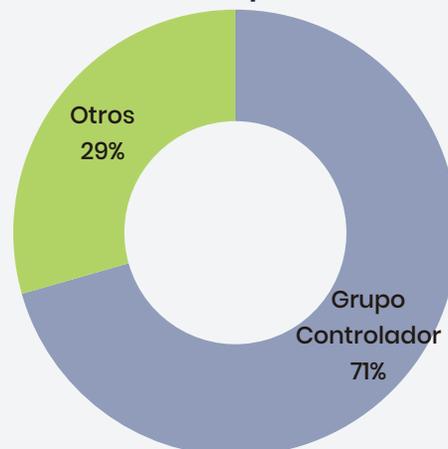
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	FALABELLA
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	3.400
Precio Actual (\$)	3.148
Precio Min/Max 12M (\$)	1.519 / 3.330
Market Cap (MMUS\$)	10.941
Volumen Diario (MMS)*	8.734
Nº Acciones (millones)	2.508,8
Free Float	29%
Peso IPSA	6,1%
Dividend Yield 12M	1,1%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

FALABELLA | Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 3.148 | P. Objetivo: \$3.400

Estado de Resultados

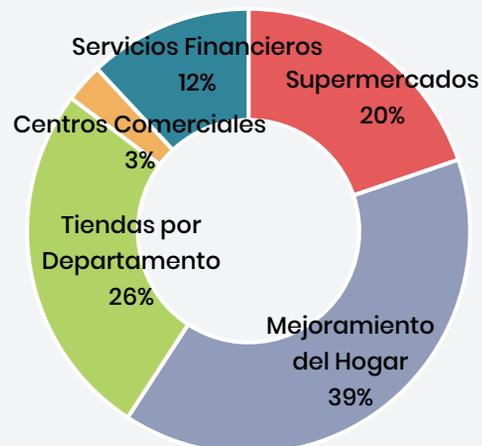
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos	9.410.775	9.468.800	9.882.660	10.519.075	11.063.334
Variación (%)	1,9%	0,6%	4,4%	6,4%	5,2%
Resultado Operacional	705.475	366.454	646.873	774.150	852.172
Variación (%)	-19,7%	-48,1%	76,5%	19,7%	10,1%
Margen Operacional (%)	7,5%	3,9%	6,5%	7,4%	7,7%
EBITDA	1.141.336	828.455	1.086.813	1.242.746	1.345.417
Variación (%)	-5,2%	-27,4%	31,2%	14,3%	8,3%
Margen EBITDA (%)	12,1%	8,7%	11,0%	11,8%	12,2%
Utilidad Neta	295.474	30.758	258.047	339.625	384.112
Variación (%)	-38,2%	-89,6%	739,0%	31,6%	13,1%
Margen Neto (%)	3,1%	0,3%	2,6%	3,2%	3,5%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	66%	68%	70%	71%	71%
EBITDA / Gastos Financieros (x)	5,6	3,8	4,6	5,0	5,2
Liquidez Corriente (x)	1,19	1,40	1,41	1,41	1,41
Deuda Neta / Ebitda	2,31	2,68	2,11	1,96	1,90
Deuda Financiera (MM \$)	2.634.268	2.216.521	2.292.781	2.437.504	2.555.281

VALORIZACIONES					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	3.241	2.630	-	-	-
Precio Utilidad (x)	21,4	21,5	30,6	23,3	20,6
EV / Ebitda (x)	10,6	12,2	10,5	9,3	8,8
Bolsa Libro (x)	1,6	1,3	1,5	1,5	1,4
Precio Ventas (x)	0,86	0,70	0,80	0,75	0,71
ROA (%)	1,6%	0,2%	1,3%	1,6%	1,7%
ROE (%)	4,7%	0,5%	4,2%	5,4%	5,9%

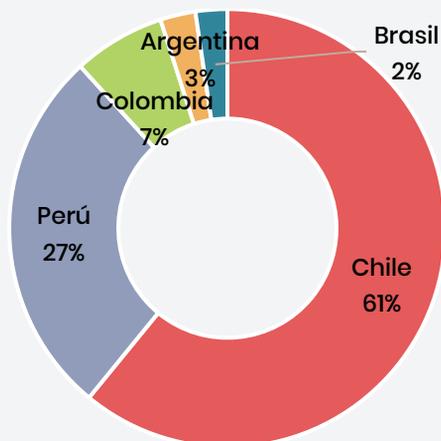
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

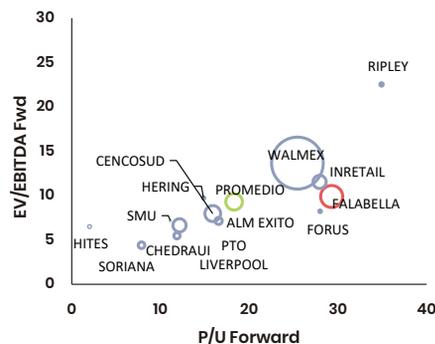
EV/EBITDA Trailing



B/L Trailing



Comparables*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

*: Multiplos Forward 2021

Atractivo plan de crecimiento en GLA

Durante el cuarto trimestre de 2020, la compañía presentó una caída de -16% en ingresos, debido a menores niveles de operación en la región (GLA operativo de 76% al cierre, 74% en promedio) junto a descuentos en arriendos a algunos locatarios. Por otro lado, se vio un descenso en los GAV (-40,1% a/a) producto de menores gastos por provisiones de deudores incobrables, asociado en parte a una alta base de comparación y una positiva evolución de los socios comerciales. Con todo, el margen Ebitda anotó una expansión hasta el 67,6% frente a 62,4% un año atrás. Por su parte, la superficie arrendable (GLA) alcanzó los 1.814.000 m², impulsada principalmente por la incorporación de Mallplaza NQS (41.000 m², Bogotá) y la apertura de Mallplaza Comas (68.000 m², Perú)

Por otro lado, el costo de ocupación se ha mantenido en niveles saludables, alcanzando un 10% en diciembre (9% en septiembre 2020), debido a las flexibilidades entregadas por la compañía. A pesar de que consideramos que persiste algo de incertidumbre respecto a la evolución del costo de ocupación con la baja en los descuentos y las presiones que se podrían generar en los contratos, creemos que el escenario ha mejorado, especialmente luego del impulso en ventas en los arrendatarios (8,8% a/a) producto de los retiros de fondos y la implementación de soluciones de omnicanalidad.

Hacia adelante, si bien esperamos presiones en los ingresos producto de su exposición a entretenimiento (14% del GLA) y algunas presiones en costos, esperamos un crecimiento en ingresos de 54% en 2021 con un margen bruto de 72%, a la vez que consideramos que la firma presenta buenos niveles de ocupación (93% a diciembre), con una duración remanente de contratos de arriendo de 7 años en promedio, sumado a que los contratos están indexados a la inflación. Adicionalmente, se daría un alto crecimiento en GLA, incorporando proyectos greenfield en Colombia, donde se mantiene una baja penetración de centros comerciales, mediante la construcción de Mallplaza Cali (60.000 metros cuadrados, paralizado) y brownfield en Chile, Perú y Colombia (23.000, 11.000 y 37.000 m², respectivamente). Esto generaría un crecimiento en GLA de 2,6% en promedio, durante los próximos 3 años, algo por debajo del 4,5% promedio de los últimos 5 años. Lo anterior, sumado a una mayor maduración de sus centros comerciales más recientes, le permitiría mantener un margen Ebitda en torno a 79,6% 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

Mallplaza

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$1.760

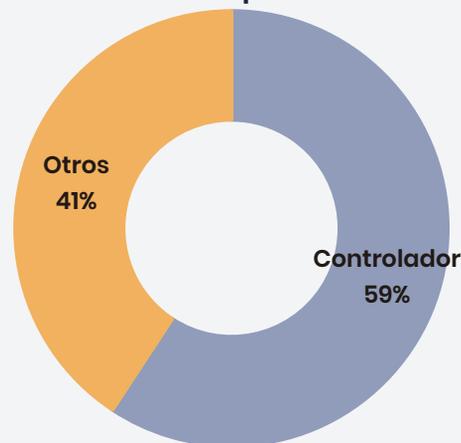
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	MALLPLAZA
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1.760
Precio Actual (\$)	1.375
Precio Min/Max 12M (\$)	888 / 1.491
Market Cap (MMUS\$)	3.584
Volumen Diario (MMS)*	572
Nº Acciones (millones)	1.960,0
Free Float	29%
Peso IPSA	1,0%
Dividend Yield 12M	1,1%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

MALLPLAZA | Sector: Retail | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 1.375 | P. Objetivo: \$1.760

Estado de Resultados

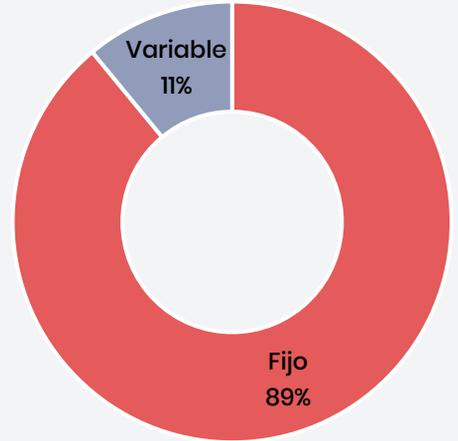
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos	309.598	187.329	289.162	320.348	347.689
Variación (%)	0,1%	-39,5%	54,4%	10,8%	8,5%
Resultado Operacional	185.147	63.235	171.547	201.479	218.594
Variación (%)	-7,8%	-65,8%	171,3%	17,4%	8,5%
Margen Operacional (%)	59,8%	33,8%	59,3%	62,9%	62,9%
EBITDA	238.307	116.113	219.763	254.997	276.761
Variación (%)	-3,6%	-51,3%	89,3%	16,0%	8,5%
Margen EBITDA (%)	77,0%	62,0%	76,0%	79,6%	79,6%
Utilidad Neta	100.076	12.247	109.236	133.648	146.226
Variación (%)	-14,7%	-87,8%	791,9%	22,3%	9,4%
Margen Neto (%)	32,3%	6,5%	37,8%	41,7%	42,1%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	43%	48%	47%	48%	49%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	6,9	2,6	4,2	4,5	4,6
Liquidez Corriente (x)	0,77	1,35	1,85	1,85	1,85
Deuda Neta / Ebitda (x)	3,60	8,50	4,04	3,86	3,86
Deuda Financiera (MM \$)	893.753	1189.780	1.200.024	1.329.443	1.442.910

VALORIZACIONES					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	1578	1107	-	-	-
Precio Utilidad (x)	26,8	177,1	24,7	20,2	18,4
EV / Ebitda (x)	16,1	28,4	17,3	15,4	14,6
Bolsa Libro (x)	1,74	1,23	1,51	1,45	1,40
Precio Ventas (x)	9,1	11,6	9,3	8,4	7,8
ROA (%)	3,0%	0,3%	2,9%	3,3%	3,4%
ROE (%)	5,2%	0,6%	5,4%	6,3%	6,6%

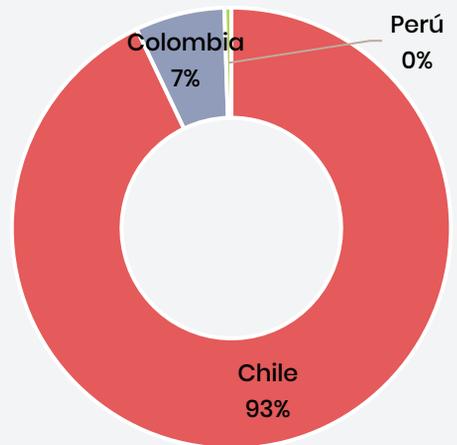
Fuente: Departamento de estudios

Distribución Ingresos por Arriendo



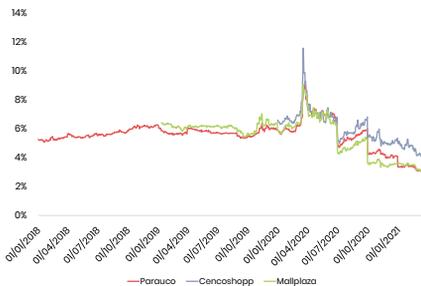
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

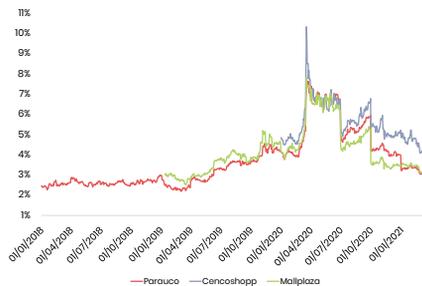


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

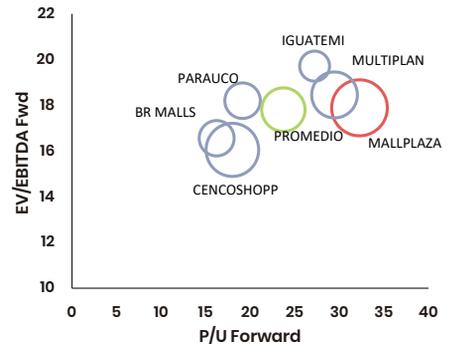
Cap Rate



Cap Rate Spread



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Espacios de valorización ante mejoras en perspectivas

Durante 2020, la compañía se vio impactada en todos los segmentos en los que opera. En tiendas por departamento, registró un cambio desfavorable de canal y mix de ventas lo que junto con restricciones a la venta online en Perú (retornando gradualmente a fines de mayo), presionó considerablemente los ingresos y márgenes del segmento, para luego ir recuperando terreno de la mano de una mejora del segmento en Chile, producto de las medidas de liquidez implementadas en el país, junto a una menor actividad promocional. En el retail financiero, si bien un debilitamiento en las capacidades de pago de los clientes y un aumento de la morosidad llevó a alzas en los costos por riesgo durante los primeros meses de la crisis sanitaria, este mostró una notoria mejoría a partir del tercer trimestre, producto de los retiros de fondos de las AFP's. Por su lado, el segmento inmobiliario se vio afectado principalmente por la operación parcial en el Mall Aventura en Perú. Con todo, se registró una caída de -23,5% en ingresos durante los 9 meses a septiembre, acompañado de una caída de 678 p.b en margen bruto.

Hacia adelante, en tiendas por departamento esperamos que los márgenes muestren una recuperación en 2021, debido a la baja actividad promocional de la industria, producto de la caída en los inventarios del sector, especialmente en productos durables. No obstante, vemos algunos riesgos en el mediano plazo producto de cambios en el consumo ante la reactivación de otros sectores, y la mantención de presiones provenientes del mercado laboral, el que continuaría con cifras de desempleo promedio en torno a 10% en el año. Con todo, consideramos un margen operacional de 0,5% en Chile en el largo plazo (0,1% en 2021), por debajo del 1,4% registrado los últimos 8 años y como consecuencia de la mayor penetración del canal online, junto a una mayor actividad promocional desde los niveles actuales. 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 m², noviembre 2019), y la apertura de los centros comerciales de Chiclayo (48.600 m², noviembre 2020), Iquitos (51.300 m²) y San Juan de Lurigancho (60.400 m²), los que esperamos que entren en operación en 2022, generando un aumento de 54% en GLA en ese año. En el caso del retail financiero, si bien esperamos un mayor costo por riesgo durante el año (hasta 11,15% sobre colocaciones en Chile), nuestro escenario base considera una mejora relevante en 2022 para normalizarse hacia el largo plazo en 9% sobre colocaciones (Chile).

Finalmente, a nivel consolidado esperamos un margen Ebitda en torno a 11,6% en 2021 (8,9% ajustado) y estabilizándose en torno a 13,6% en el largo plazo (10,3% ajustado).

Riesgos

- ↓ Mayor competencia en el canal e-commerce
- ↓ Reactivación más lenta del consumo en el segmento financiero
- ↓ Recuperación de márgenes más lento a lo esperado

Ripley

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$370

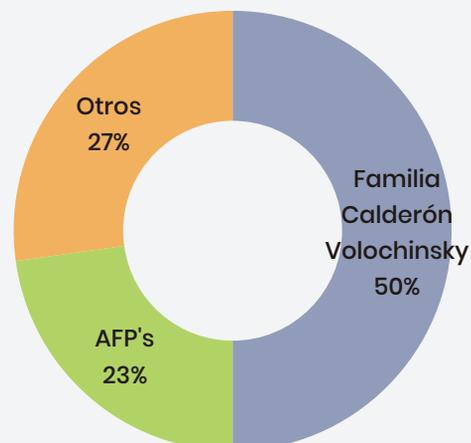
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	RIPLEY
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$)	370
Precio Actual (\$)	235
Precio Min/Max 12M (\$)	164 / 302
Market Cap (MMUS\$)	650
Volumen Diario (MMS)*	891
Nº Acciones (millones)	1.936,1
Free Float	50%
Peso IPSA	0,7%
Dividend Yield 12M	4,8%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

RIPLEY | Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 235 | P. Objetivo: \$370

Estado de Resultados

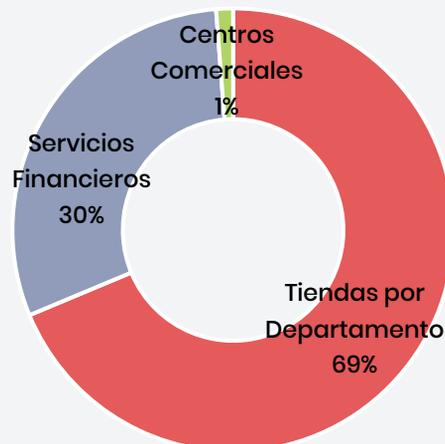
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingresos	1727.426	1463.113	1518.651	1621.519	1711.361
Variación (%)	1,5%	-15,3%	3,8%	6,8%	5,5%
Resultado Operacional	35.402	-79.433	71.232	83.417	103.454
Variación (%)	-53,5%	-324,4%	-189,7%	17,1%	24,0%
Margen Operacional (%)	2,0%	-5,4%	4,7%	5,1%	6,0%
EBITDA	151.526	30.891	176.877	202.280	230.665
Variación (%)	-7,5%	-79,6%	472,6%	14,4%	14,0%
Margen EBITDA (%)	8,8%	2,1%	11,6%	12,5%	13,5%
Utilidad Neta	100.683	-76.058	52.786	62.833	78.335
Variación (%)	44,5%	-175,5%	-169,4%	19,0%	24,7%
Margen Neto (%)	5,8%	-5,2%	3,5%	3,9%	4,6%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	71%	73%	73%	71%	72%
EBITDA / Gastos Financieros (x)	4,4	0,8	4,7	5,2	5,7
Liquidez Corriente (x)	1,11	1,24	1,26	1,21	1,20
Deuda Neta / Ebitda	7,77	31,25	5,79	5,60	5,00
Deuda Financiera (MM \$)	1.570.529	1.577.321	1.617.527	1.681.541	1.746.765

VALORIZACIONES					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	337	221			
Precio Utilidad (x)	6,3	-5,6	8,6	7,2	5,8
EV / Ebitda (x)	12,1	45,1	8,4	7,9	7,0
Bolsa Libro (x)	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4
Precio Ventas (x)	0,38	0,29	0,30	0,28	0,27
ROA (%)	1,0%	-2,3%	2,0%	2,2%	2,6%
ROE (%)	10,0%	-8,2%	5,5%	5,8%	7,0%

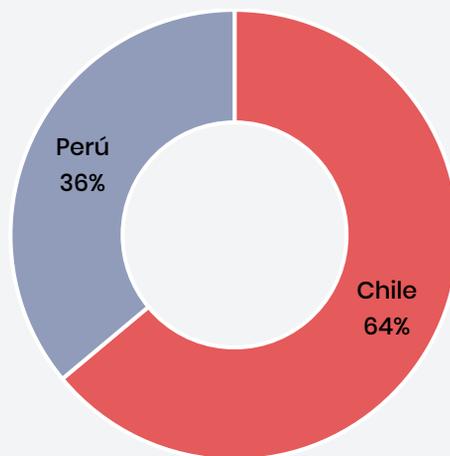
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

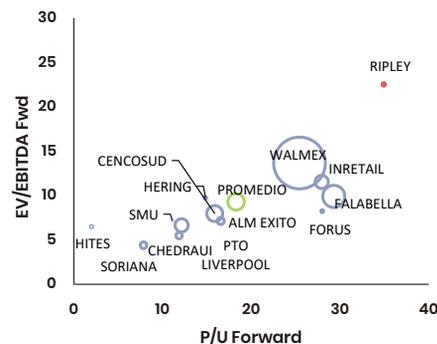
P/U Trailing



B/L Trailing



Comparables*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

*: Multiplos Forward 2021

Aumento de movilidad en zonas céntricas impulsaría resultados a partir del segundo trimestre

Durante 2020, los resultados de la compañía se vieron afectados por la reducción de la movilidad en las zonas céntricas y un menor número de locales, lo que llevó a un crecimiento de 0,8% en ingresos durante el año (4% a/a en SSS), perdiendo participación de mercado frente a sus comparables. Por formato, los ingresos mostraron variaciones de -1,2% en Unimarc, 4,9% en Mayoristas, -0,8% en OK Market y 42,3% en e-commerce (330% canal online considerando alianzas de última milla). Por su parte, el margen Gav se deterioró 63 p.b hasta 25,4%, producto de gastos asociados al COVID-19 (\$9.316 mm) y mayores gastos en seguros (135% a/a), contrarrestando la baja de -28,4% en publicidad. Con todo, registró una caída en Ebitda de -6,3% a/a y -13,8% a/a en utilidad.

Hacia adelante, si bien vemos riesgos en que una parte relevante de los ingresos está ubicada en zonas céntricas, junto a una baja penetración del canal online frente a sus comparables, valoramos su mix de ventas altamente expuesto a alimentos (en torno a 98%), ante un escenario de mayor debilidad en el consumo discrecional en el mediano plazo, producto de un mercado laboral que se mantendría relativamente débil.

En este escenario, esperamos un crecimiento en 2021 de 2,6% en ingresos, en línea con una mayor movilidad, impactando positivamente los formatos de Unimarc y OK Market, a la vez que valoramos una mayor incorporación de marcas propias, lo que podría impulsar sus márgenes. Por el lado de la superficie de ventas, esperamos un aumento de 1,1% anual en promedio por los próximos 3 años.

Finalmente, creemos que aún existe algún espacio de mejoras operacionales, con remodelaciones de tiendas y optimizaciones en logística, dada una mayor centralización de sus operaciones, una mayor automatización de procesos, y una reducción de la dotación promedio (-4,1% en 2020). Así, nuestro escenario base considera una mejora en el margen Gav hasta 24,9% en el año (-54 p.b frente a 2020), manteniéndose en el largo plazo a pesar de presiones en costos salariales, seguros y servicios externos. Asimismo, esperamos un margen Ebitda de 8% en 2021 (8% en 2020) y 7,8% 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
- ↑ Eficiencias mejor a escenario base

SMU

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$190

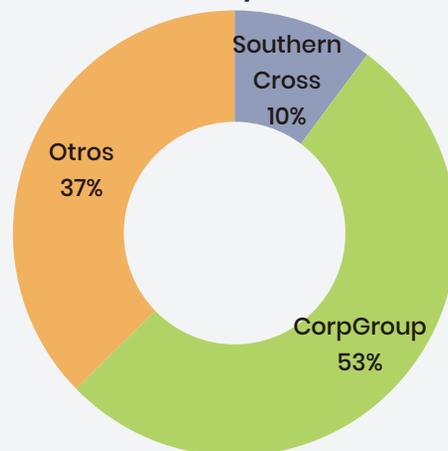
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	SMU
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	190
Precio Actual (\$)	109
Precio Min/Max 12M (\$)	100 / 159
Market Cap (MMUS\$)	907
Volumen Diario (MMS)*	505
Nº Acciones (millones)	5.772,6
Free Float	47%
Peso IPSA	0,6%
Dividend Yield 12M	4,1%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

SMU | Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$) : 109 | P. Objetivo: \$190

Estado de Resultados

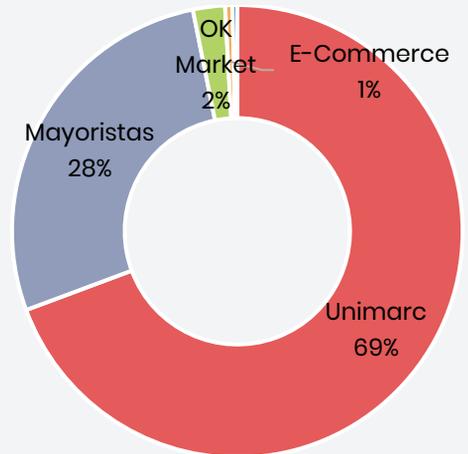
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos	2.297.032	2.316.346	2.376.810	2.471.508	2.577.298
Variación (%)	0,1%	0,8%	2,6%	4,0%	4,3%
Resultado Operacional	111.788	99.520	102.203	101.332	105.669
Variación (%)	9,0%	-11,0%	2,7%	-0,9%	4,3%
Margen Operacional (%)	4,9%	4,3%	4,3%	4,1%	4,1%
EBITDA	198.015	185.471	190.145	192.778	201.029
Variación (%)	29,8%	-6,3%	2,5%	1,4%	4,3%
Margen EBITDA (%)	8,6%	8,0%	8,0%	7,8%	7,8%
Utilidad Neta	34.584	29.828	15.593	11.598	15.243
Variación (%)	4,7%	-13,8%	-47,7%	-25,6%	31,4%
Margen Neto (%)	1,5%	1,3%	0,7%	0,5%	0,6%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	65%	67%	67%	67%	67%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	3,9	3,7	3,8	3,8	3,9
Liquidez Corriente (x)	0,65	0,84	0,85	0,84	0,84
Deuda Neta / Ebitda (x)	4,44	4,62	4,51	4,45	4,27
Deuda Financiera (MM \$)	878.742	856.725	856.949	857.301	857.694

VALORIZACIONES					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	147	107,0			
Precio Utilidad (x)	24,2	20,7	40,6	54,6	42
EV / Ebitda (x)	7,7	7,9	7,8	7,7	7,4
Bolsa Libro (x)	1,2	0,9	0,9	0,9	0,8
Precio Ventas (x)	0,37	0,27	0,27	0,26	0,25
ROA (%)	1,7%	1,4%	0,7%	0,5%	0,7%
ROE (%)	4,8%	4,1%	2,1%	1,6%	2,0%

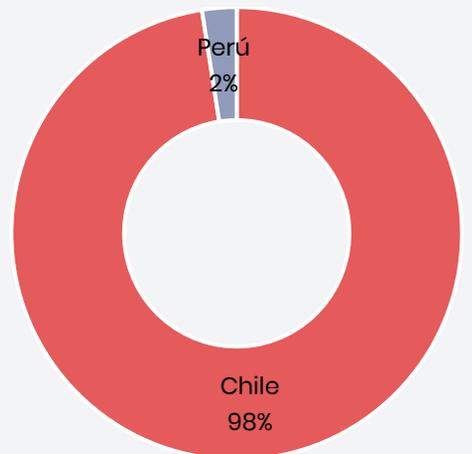
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos Chile



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

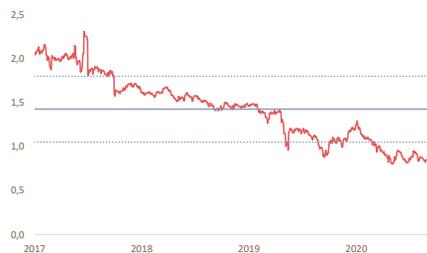


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

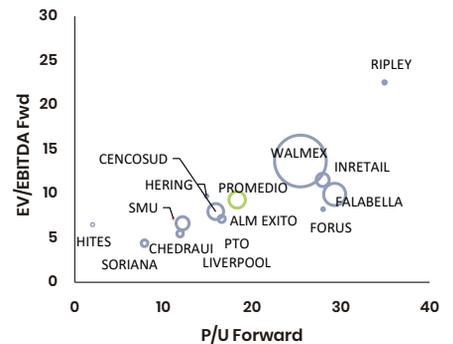
EV/EBITDA Trailing



B/L Trailing



Comparables*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

*: Multiplos Forward 2021

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

Paulina Feliú Q.
Analista de Inversiones
paulina.feliu@security.cl

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

Roberto Valladares R.
Analista de Inversiones
roberto.valladares@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.