

Sector Real Estate: Recuperación en resultados y carácter defensivo del sector impulsan atractivo

Resumen

Desde inicios del 2022 a la fecha, el sector se ha visto marcado por la recuperación en resultados, con elevados niveles de crecimiento año contra año en ingresos impulsados principalmente por el término de los descuentos a los locatarios, mayores tarifas de arriendo y la recuperación de las tasas de ocupación. Lo anterior debido a la mayor normalización de las operaciones. Sin embargo, la mejora en resultados no ha sido uniforme entre formatos, siendo el formato de oficinas el que presenta un mayor rezago producto de las altas tasas de vacancia. El desafiante escenario macroeconómico local que ha predominado durante los últimos dos trimestres ha tenido un impacto limitado en las compañías, reflejando el carácter defensivo del sector, mientras que se han visto alzas recientes en valorizaciones, impulsadas por menores presiones en los cap rate spreads.

Esperamos que la mejora en resultados continúe al cierre de este año y el próximo, aunque con un ritmo de crecimiento más contenido ante una base de comparación más normalizada. Si bien, la desaceleración en el consumo genera presiones en los ingresos variables de las compañías, alrededor del 80%-90% de los ingresos provenientes de los contratos es fijo e indexado a inflación, haciendo que éstos sean más resilientes ante deterioros en la economía. Pese al carácter defensivo que posee el sector, se debe considerar el mix de GLA que presentan las compañías, ya que aquellos operadores que poseen una mayor exposición a consumo básico verían menores presiones en el mediano plazo en comparación con los operadores que cuenten con una mayor participación en ingresos de segmentos más discrecionales.

Seguimos monitoreando los costos de ocupación, ya que ante un mayor escenario de riesgo, éstos podrían aumentar de manera importante, llevando a las compañías a renegociar sus contratos con el fin de evitar alzas en morosidad por parte de los *tenants* y una menor ocupación, lo que impactaría negativamente sus ingresos. No obstante, los costos de ocupación se encuentran en niveles saludables actualmente, mientras que la moderación de la tendencia inflacionaria podría indicar un cambio en la tendencia de las cifras de inflación antes de lo previsto, reduciendo la posibilidad de que se produzcan mayores presiones en los costos de ocupación como consecuencia de la inflación.

Nuestro escenario base considera márgenes Ebitda de largo plazo más en línea con su historia, producto de la recuperación de los ingresos por metro cuadrado a niveles similares a los registrados pre pandemia, junto con menores presiones en el margen operacional. Creemos que existen espacios de valorización en el sector ante un balance de riesgo contenido y la presencia de estos gatillantes en el mediano plazo. Vemos oportunidades debido a valoraciones atractivas en Cencoshopp (P.O. \$1.500) y Parauco (P.O. \$1.100), mientras que recomendamos una posición Neutral en Mallplaza (P.O. \$1.100).

Felipe Molina R.
Analista Sector
Retail & Real Estate
felipe.molinar@security.cl

Nicolás Libuy I.
Jefe Renta Variable
Local
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
Cencoshopp	Sobreponderar	\$1.500	11,8	0,7	5,0%
Mallplaza	Neutral	\$1.100	13,3	1,0	1,0%
Parque Arauco	Sobreponderar	\$1.100	12,8	0,6	3,8%

Alta exposición a consumo básico impulsa el atractivo, otorgándole un mix de GLA más defensivo

En los primeros nueve meses de este año, la compañía ha registrado un crecimiento en ingresos de 49,6% a/a, impulsados principalmente por la normalización de sus operaciones junto con mejoras en los contratos de arriendo, expandiendo el margen bruto en 228 p.b hasta 95,3%. El margen Ebitda Ajustado, en tanto, se expandió 44 p.b, a pesar de mayores gastos de administración y ventas (+108,3% a/a), ubicándose en 88,7%. Por su parte, la compañía registró un alza en su superficie arrendable (GLA) de 0,3% a/a, alcanzando 1.341.268 m², impulsados por la incorporación de GLA en Portal Osorno y Costanera Center. Con esto, a nivel consolidado, la tasa de ocupación aumentó hasta el 97,9% (97,4% en septiembre 2021).

Destacamos la alta exposición que posee a servicios esenciales (68,9% del GLA), especialmente a consumo básico, el cual ha mostrado una mayor resiliencia ante deterioros en la economía local. En la misma línea, valoramos el alto porcentaje de GLA asociado a empresas relacionadas, ya que éstas cuentan con contratos de mayor duración, reduciendo así los riesgos de vacancia. Si bien, se han visto presiones en la categoría de oficinas (4,9% del GLA), la favorable ubicación y calidad de activos, le permitiría reducir las tasas de vacancia en el futuro en esa categoría en particular, mientras que esperamos ver mayores presiones en categorías más discretionales producto de la desaceleración del consumo a nivel local. Con respecto a los costos de ocupación, estos presentan un alza en Chile y Perú, alcanzando 7,8% y 7,0% respectivamente, sin embargo, se encuentran en niveles saludables, mientras que el alza es atribuible principalmente al reajuste por inflación de los contratos junto con el término de los beneficios a los locatarios.

A pesar de que esperamos presiones de costos en su operación local, lo que llevaría el margen Ebitda a 87,6% durante 2023, consideramos que la compañía presenta un atractivo mix de GLA ante un eventual mayor deterioro en el consumo discrecional, a la vez que sus contratos de arriendo presentan una duración media de 12,9 años (8,4 años según ingresos). Por otro lado, esperamos que los nuevos proyectos brownfield en Chile (40.000 m²), La Molina en Perú (35.500 m², 2023) y Altos del Prado (1.500 m², 2022), impulsen sus resultados. Con esto, nuestro escenario base considera un crecimiento promedio de GLA de 1,4% anual para los próximos dos años, con un margen Ebitda de 88,7% 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: \$1.500

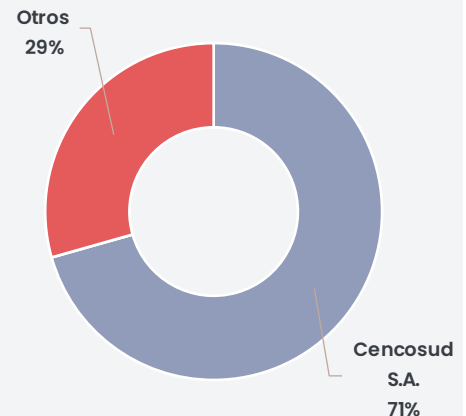
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CENCOSHOPP
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1.500
Precio Actual (\$)	1.199
Precio Min/Max12M (\$)	737 / 1.206
Market Cap (MMUS\$)	2.218
Volumen Diario (MM\$)*	1.145
Nº Acciones (millones)	1.705,8
Free Float	28%
Peso IPSA	1,9%
Dividend Yield 12M	7,5%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF, Departamento de Estudios

CENCOSHOPP | Sector: Real Estate | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 1.199 | P. Objetivo: \$1.500

Estado de Resultados

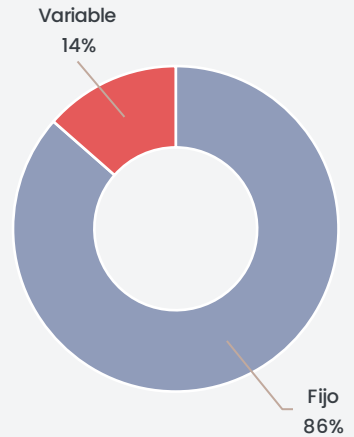
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Ingresos	146.755	215.063	289.366	306.110	322.154
Variación (%)	-35,9%	46,5%	34,5%	5,8%	5,2%
Resultado Operacional	369.855	134.000	267.141	436.249	462.716
Variación (%)	-38,3%	-63,8%	99,4%	63,3%	6,1%
Margen Operacional (%)	252,0%	62,3%	92,3%	142,5%	143,6%
EBITDA	121.892	195.780	255.880	268.054	285.721
Variación (%)	-41,3%	60,6%	30,7%	4,8%	6,6%
Margen EBITDA (%)	83,1%	91,0%	88,4%	87,6%	88,7%
Utilidad Neta	249.726	81.056	159.852	269.427	301.557
Variación (%)	-38,0%	-67,5%	97,2%	68,5%	11,9%
Margen Neto (%)	170,2%	37,7%	55,2%	88,0%	93,6%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Deuda / Activos (%)	15,6%	16,6%	18,4%	17,0%	16,6%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	12,5	18,9	50,1	31,9	26,3
Liquidez Corriente (x)	1,86	2,71	1,77	1,35	1,27
Deuda Neta / Ebitda (x)	4,91	3,24	2,51	2,49	2,51
Deuda Financiera (MM \$)	622.194	659.932	747.168	723.745	742.875

VALORIZACIONES					
	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Precio de cierre (\$)	1.139	920	-	-	-
Precio Utilidad (x)	1.166,8	11,0	13,8	20,2	16,4
EV / Ebitda (x)	20,9	11,3	10,5	10,1	9,7
Bolsa Libro (x)	0,73	0,59	0,78	0,73	0,69
Precio Ventas (x)	13,2	7,3	7,1	6,7	6,3
ROA (%)	0,0%	3,6%	3,7%	2,4%	2,8%
ROE (%)	0,1%	5,3%	5,6%	3,6%	4,2%

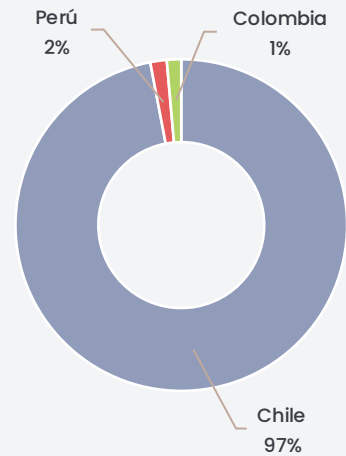
Fuente: Departamento de Estudios

Distribución Ingresos por Arriendo



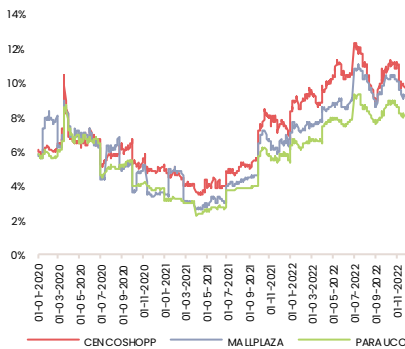
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

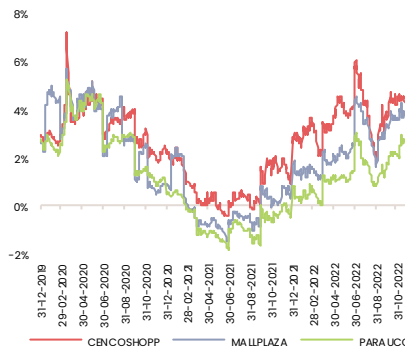


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

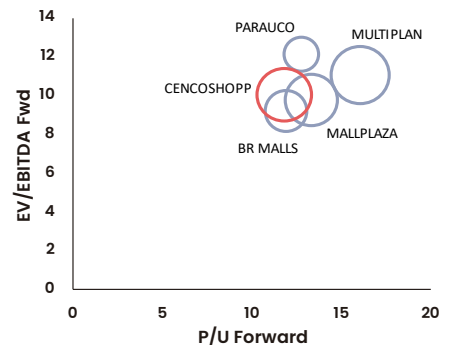
Cap Rate



Cap Rate Spread



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Destacamos maduración de centros comerciales y plan de crecimiento en GLA

Desde inicios del 2022 a la fecha, la compañía presenta un crecimiento acumulado de 51,8% en relación con el mismo periodo el año anterior, debido al reajuste de tarifas, la recuperación en las tasas de ocupación y la mayor normalización de su GLA operativo. Por su parte, los gastos de administración y ventas aumentaron 60,3% a/a, producto de la mayor actividad en sus centros comerciales junto con mayores provisiones por incobrables. Con esto, el margen Ebitda se expandió 190 p.b, hasta 75,6% frente a 73,7% un año atrás, mientras que la superficie arrendable alcanzó 1.860.000 m² (+0,5% a/a), impulsada principalmente por la ampliación de activos existentes en Chile (+18.000 m²).

En este contexto, si bien destacamos la maduración de sus centros comerciales, la cual le permite contar con tasas de ocupación estables producto de una mayor duración de los contratos, la limitada exposición que presenta a otros países, junto con la poca diversificación que poseen sus activos en términos de formato, presenta un desafío ante un menor dinamismo del consumo, especialmente si consideramos la alta exposición en términos de GLA a segmentos más discretos (45% del GLA). Actualmente, la firma presenta una ocupación de 95%, con una duración remanente de contratos de arriendo de 6 años en promedio. Por otro lado, los costos de ocupación se han mantenido en niveles saludables, alcanzando un 10,0% en promedio durante los últimos doce meses en comparación con el 9,0% obtenido un año atrás.

Hacia adelante, si bien aún vemos presiones en costos, producto de mayores costos laborales y de servicios, esperamos un margen Ebitda de 76,3% el 2023, impulsado principalmente por una mejora de 5,6% a/a en ingresos. Adicionalmente, el GLA experimentaría mayores tasas de crecimiento, incorporando proyectos greenfield en Colombia, donde se mantiene una baja penetración de centros comerciales, mediante la construcción de Mallplaza Cali (67.000 m²), así como también proyectos brownfield en Chile y Colombia (12.000 m² y 9.500 m² respectivamente). Esto generaría un crecimiento promedio anual en GLA de 2,0% durante los próximos 2 años, por debajo del 4,2% 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 77,7% 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
- ↓ Falta de compradores para Nuevos Desarrollos S.A. ante una eventual valorización mayor a la esperada.

Mallplaza

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$1.100

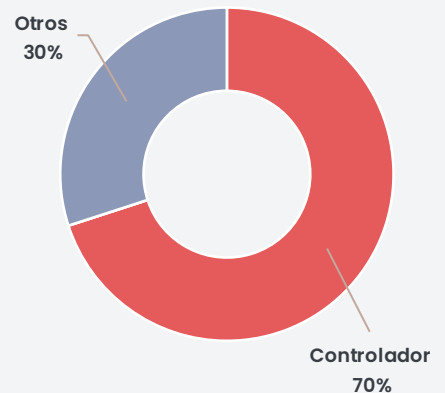
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	MALLPLAZA
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1.100
Precio Actual (\$)	956
Precio Min/Max12M (\$)	655 / 990
Market Cap (MMUS\$)	2.032
Volumen Diario (MM\$)*	492
Nº Acciones (millones)	1.960
Free Float	15%
Peso IPSA	0,9%
Dividend Yield 12M	2,3%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF, Departamento de Estudios

MALLPLAZA | Sector: Real Estate | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 956 | P. Objetivo: \$1.100

Estado de Resultados

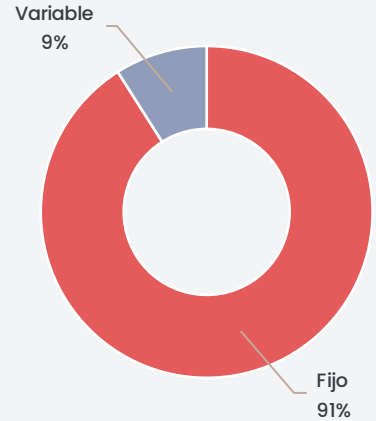
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Ingresos	187.329	276.695	386.970	408.519	444.046
Variación (%)	-39,5%	47,7%	39,9%	5,6%	8,7%
Resultado Operacional	63.238	140.691	224.567	245.593	273.751
Variación (%)	-65,8%	122,5%	59,6%	9,4%	11,5%
Margen Operacional (%)	33,8%	50,8%	58,0%	60,1%	61,6%
EBITDA	116.113	208.622	289.446	311.700	345.097
Variación (%)	-51,3%	79,7%	38,7%	7,7%	10,7%
Margen EBITDA (%)	62,0%	75,4%	74,8%	76,3%	77,7%
Utilidad Neta	12.248	46.556	69.781	119.321	159.285
Variación (%)	-87,8%	280,1%	49,9%	71,0%	33,5%
Margen Neto (%)	6,5%	16,8%	18,0%	29,2%	35,9%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Deuda / Activos (%)	33%	29%	34%	34%	34%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	4,3	6,3	4,4	5,6	7,1
Liquidez Corriente (x)	1,35	1,17	2,11	1,68	1,78
Deuda Neta / Ebitda (x)	8,65	4,4	3,6	3,7	3,2
Deuda Financiera (MM \$)	1.206.984	1.051.413	1.345.923	1.371.480	1.380.388

VALORIZACIONES					
	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Precio de cierre (\$)	1.107	939	-	-	-
Precio Utilidad (x)	177,1	39,5	26,9	15,7	11,8
EV / Ebitda (x)	28,6	14,0	10,6	10,2	9,1
Bolsa Libro (x)	1,23	1,02	1,04	1,00	0,97
Precio Ventas (x)	11,6	6,7	4,8	4,6	4,2
ROA (%)	0,3%	1,3%	1,8%	3,0%	3,9%
ROE (%)	0,6%	2,4%	3,6%	5,9%	7,5%

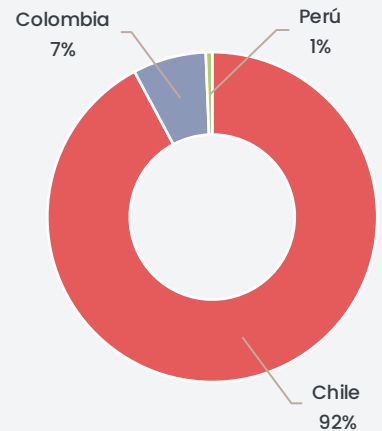
Fuente: Departamento de Estudios

Distribución Ingresos por Arriendo



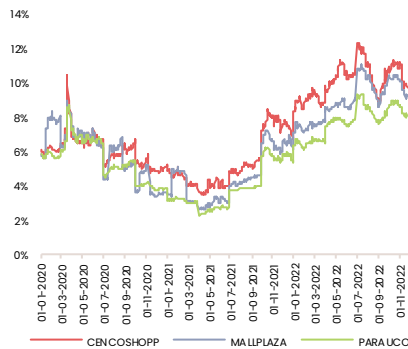
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

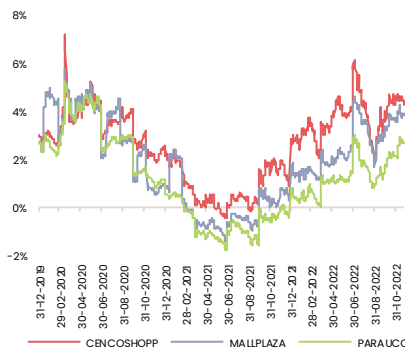


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

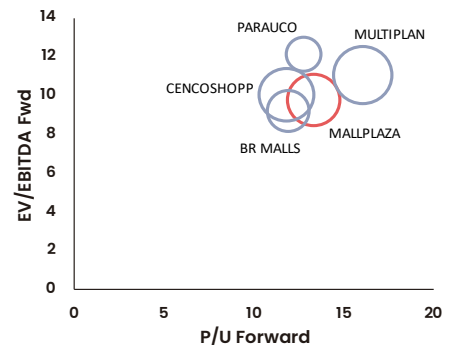
Cap Rate



Cap Rate Spread



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Diversificación en las operaciones impulsa atractivo frente a desaceleración a nivel local

Durante los primeros nueve meses del año 2022, la compañía acumuló un crecimiento en ingresos de 55,5% a/a, impulsado por mejoras en ingresos en los tres países en donde opera, ante mayores ventas de locatarios, mejoras en las tarifas de arriendo y la normalización de sus operaciones. En términos de margen bruto, a nivel consolidado anotó un aumento de 133 p.b, alcanzando un 77,0%, mientras que el margen Ebitda Ajustado se expandió 4,6 p.p, hasta 70,0% frente al 65,5% registrado un año atrás. Por su parte, la superficie arrendable alcanzó 1.124.500 m² (+5,1% a/a), impulsada por la apertura de Parque Alegre en Colombia (+47.000 m²), junto con la incorporación de GLA en Chile (+19.000 m²).

Si bien, alrededor del 56% del GLA en Chile corresponde a segmentos más discrecionales, destacamos la mayor diversificación que presenta frente a sus pares, ya que el ~58% de sus ingresos corresponde a la operación en Chile, reduciendo así su exposición ante un mayor escenario de riesgo. Por otra parte, creemos que la alta calidad y el sólido posicionamiento que poseen algunos de sus shopping centers le permitiría continuar con la obtención de buenos resultados pese a la desaceleración del consumo a nivel local, mientras que la elevada exposición que posee a otros países y a distintos formatos podría contribuir a mantener los riesgos contenidos y compensar parcialmente la menor participación de consumo básico en el mix de GLA. Actualmente, la compañía presenta una duración de 4,9 años en sus contratos de arriendo, mientras que los costos de ocupación se encuentran en niveles saludables, alcanzando 9,5% frente a 8,2% un año atrás, con el alza asociada a una mayor actividad de los centros comerciales.

En el mediano plazo, esperamos presiones en costos, especialmente en Chile, lo que llevaría el margen Ebitda a 70,8% el 2023. Adicionalmente, el GLA experimentaría crecimientos de 0,79% en promedio durante los próximos tres años, producto de la incorporación de los nuevos proyectos brownfield Calle 72 y Ciudad del Río, los cuales agregarían alrededor de 22.500 m² en Colombia, junto con las ampliaciones y remodelaciones en Chile (+4.400 m²). Lo anterior, sumado a una mayor maduración de los activos más recientes, le permitirían alcanzar un margen Ebitda en torno a 72,1% 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
- ↓ Renegociación de contratos
- ↓ Baja exposición a consumo básico
- ↑ Crecimiento en GLA mayor al esperado

Parque Arauco

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$1.100

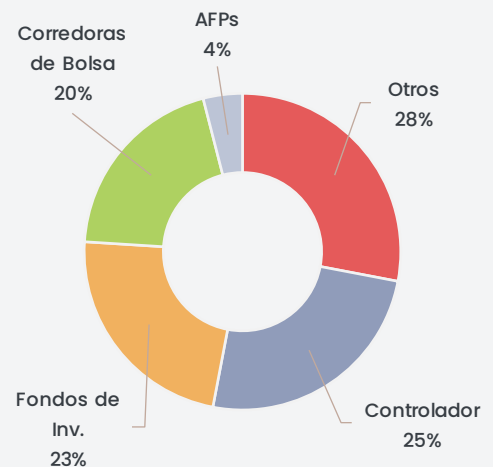
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	PARAUCO
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1.100
Precio Actual (\$)	960
Precio Min/Max12M (\$)	674 / 1.000
Market Cap (MMUS\$)	943
Volumen Diario (MM\$)*	1.186
Nº Acciones (millones)	905,7
Free Float	72%
Peso IPSA	2,1%
Dividend Yield 12M	2,1%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF, Departamento de Estudios

PARAUCO | Sector: Real Estate | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 960 | P. Objetivo: \$1.100

Estado de Resultados

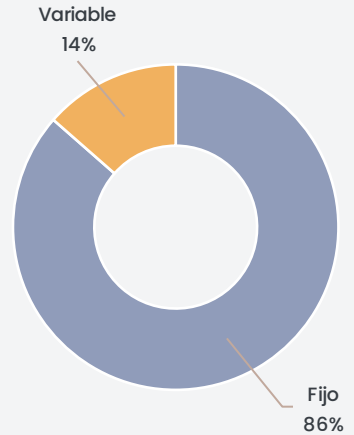
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Ingresos	125.852	169.859	239.530	248.975	263.608
Variación (%)	-38,8%	35,0%	41,0%	3,9%	5,9%
Resultado Operacional	74.802	149.138	229.447	226.682	213.576
Variación (%)	-59,3%	99,4%	53,8%	-1,2%	-5,8%
Margen Operacional (%)	59,4%	87,8%	95,8%	91,0%	81,0%
EBITDA	65.591	119.008	170.129	176.380	188.044
Variación (%)	-56,4%	81,4%	43,0%	3,7%	6,6%
Margen EBITDA (%)	52,1%	70,1%	71,0%	70,8%	71,3%
Utilidad Neta	1.846	23.438	84.377	100.873	95.839
Variación (%)	-98,0%	1169,5%	260,0%	19,6%	-5,0%
Margen Neto (%)	1,5%	13,8%	35,2%	40,5%	36,4%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Deuda / Activos (%)	48,2%	42,3%	41,9%	42,8%	44,0%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	1,5	3,1	8,0	5,4	4,4
Liquidez Corriente (x)	4,59	2,18	1,66	1,37	1,40
Deuda Neta / Ebitda (x)	14,02	7,36	5,84	6,41	6,48
Deuda Financiera (MM \$)	1.278.574	1.174.809	1.250.450	1.322.847	1.410.332

VALORIZACIONES					
	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Precio de cierre (\$)	1.163	940	-	-	-
Precio Utilidad (x)	77,0	24,1	15,2	13,4	11,0
EV / Ebitda (x)	31,7	16,3	12,2	12,6	12,3
Bolsa Libro (x)	0,97	0,66	0,63	0,63	0,61
Precio Ventas (x)	8,4	5,0	3,6	3,5	3,3
ROA (%)	-1,2%	-0,7%	0,4%	1,2%	1,8%
ROE (%)	-2,9%	-1,5%	0,8%	2,6%	4,0%

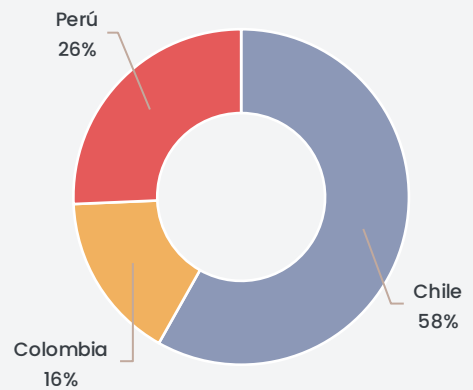
Fuente: Departamento de Estudios

Distribución Ingresos por Arriendo



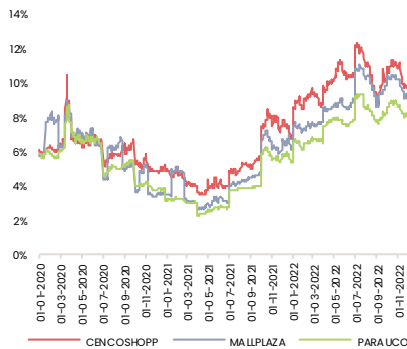
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

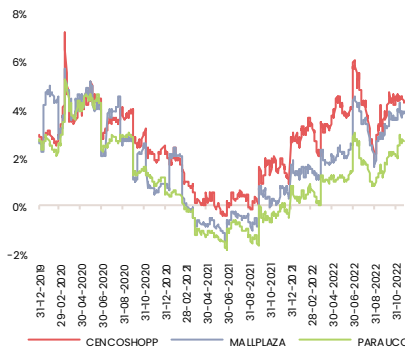


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

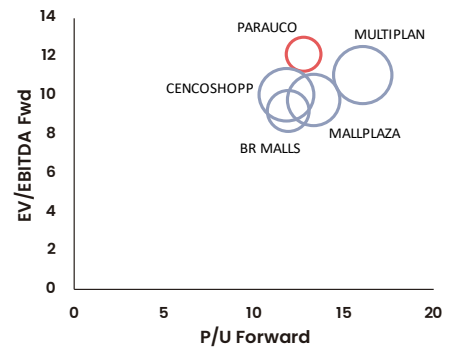
Cap Rate



Cap Rate Spread



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

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

Nicolás Libuy I.
Jefe Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Eduardo Salas V.
Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

María José Castro D.
Economista
maria.castrod@security.cl

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

Marcos Sandoval H.
Analista de Inversiones
marcos.sandoval@security.cl

Felipe Molina R.
Analista de Inversiones
felipe.molinar@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.
Analista de Inversiones
juan.vicencio@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.