Sector Real Estate: Pese a carácter defensivo del sector, perspectiva de tasas largas limitan atractivo

Resumen

Desde inicios de 2023, el sector ha mostrado una recuperación en resultados, con crecimientos en ingresos de dos dígitos año contra año, impulsados principalmente por alzas en las tasas de ocupación y mejoras marginales en las tarifas de arriendo, contrarrestando así el menor dinamismo en las ventas de sus locatarios, el cual se hizo notar con mayor fuerza en las categorías más discrecionales, tales como Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar. El desafiante escenario macroeconómico local que predominó durante el 2023 tuvo un impacto limitado en las compañías en términos de resultados, reflejando el carácter defensivo del sector, mientras que, en términos de valorizaciones, se vieron alzas durante la última parte del año, impulsadas por menores presiones en los cap rate spreads.

Esperamos que la mejora en resultados continúe durante el año, aunque con un ritmo de crecimiento más contenido, ante una base de comparación normalizada. Pese a que la desaceleración en el consumo ha generado presiones en los ingresos variables de las compañías, alrededor del ~89% de los ingresos provenientes de los contratos es fijo e indexado a inflación, haciendo que éstos sean más resilientes ante deterioros en la economía. Si bien, durante el 2023, hubo una mayor preferencia hacia operadores con una mayor exposición hacia consumo básico, consideramos que esto iría perdiendo relevancia en un contexto de mejoras paulatinas por el lado del consumo, lo cual significaría un impulso adicional en el mediano plazo para aquellos operadores que cuentan con una mayor participación en ingresos de segmentos discrecionales.

Por el lado de los costos de ocupación, si bien estos se mantienen en niveles saludables, alzas más pronunciadas podrían llevar 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. Sin embargo, consideramos que la moderación de la inflación a nivel local reduciría la posibilidad de que se produzcan mayores presiones en los costos de ocupación.

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. No obstante, vemos espacios de valorización reducidos las compañías del sector, los cuales ya estarían internalizando un balance de riesgo contenido y la presencia de estos gatillantes en el mediano plazo. A raíz de lo anterior, recomendamos una posición Neutral en Cencoshopp (P.O. $1.650), Mallplaza (P.O. $1.450) y Parauco (P.O. $1.400).

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

Nicolás Libuy I.
Subgerente 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	Neutral	$1.650	12,3	0,9	6,9%
Mallplaza	Neutral	$1.450	12,7	0,9	2,1%
Parque Arauco	Neutral	$1.400	15,4	0,8	2,9%

Menores espacios de valorización opacarían atractivo plan de crecimiento en GLA

En los primeros nueve meses de este año, la compañía ha registrado un crecimiento en ingresos de 12,5% a/a, impulsados por alzas en la tasa de ocupación consolidada, junto con mejoras en sus contratos de arriendo. El margen Ebitda Ajustado, en tanto, se expandió 126 p.b, producto de una mejora de 111 p.b. en margen bruto, ubicándose en 90,0%. Por su parte, la compañía registró un alza en su superficie arrendable (GLA) de 0,3% a/a, alcanzando 1.344.894 m^2, explicado por la incorporación de GLA en Portal Osorno, Costanera Center y Power Centers, las cuales compensaron las caídas en GLA de algunos activos producto de remodelaciones. Con esto, a nivel consolidado, la tasa de ocupación se ubicó en 98,4%.

Destacamos la alta exposición que posee a servicios esenciales (53,2% del GLA consolidado), en especial a consumo básico, el cual ha mostrado una mayor resiliencia ante deterioros en la economía local. En la misma línea, valoramos la duración de sus contratos (11,3 años en términos de GLA). Si bien, se han visto presiones en la categoría de oficinas (4,8% 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 una recuperación paulatina en las ventas de categorías discrecionales ante mejores perspectivas en el consumo a nivel local. Con respecto a los costos de ocupación, la mayor alza ocurrió en Chile (+1,0 p.p.), alcanzando 8,7%, sin embargo, se encuentran en niveles saludables, mientras que el alza es atribuible principalmente al reajuste por inflación de los contratos y las menores ventas de algunos segmentos.

A pesar de que esperamos presiones de costos en su operación local, lo que llevaría el margen Ebitda a 89,2% durante 2024, consideramos que la compañía presenta un atractivo mix de GLA ante un eventual mayor deterioro en el consumo discrecional. Por otro lado, esperamos que la construcción de un nuevo centro comercial en Vitacura (+75.000 m2, 2027) y San Juan de Lurigancho en Perú (+100.000 m2, 2027), los nuevos proyectos brownfield en Chile (+60.500 m2) y Colombia (+12.500 m2), junto con la apertura de La Molina en Perú (+41.000 m2, 2024), generen un crecimiento en GLA de 4,9% en promedio durante los próximos cuatro años, lo que a su vez, impulsaría los resultados y le permitiría alcanzar un margen Ebitda Ajustado de 90,0% 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
- ↓ Mayor deterioro en ventas de categorías discrecionales
- ↑ Crecimiento en GLA mayor al esperado

Cencoshopp

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: $1.650

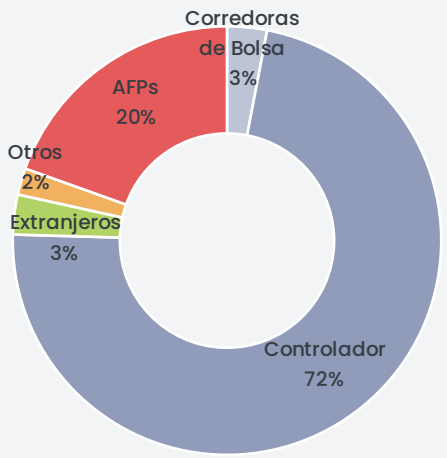
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CENCOSHOPP
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo ($)	1.650
Precio Actual ($)	1.510
Precio Min/Max 12M ($)	1.051/ 1.564
Market Cap (MMUS$)	2.830
Volumen Diario (MM$)*	733
Nº Acciones (millones)	1.705,8
Free Float	28%
Peso IPSA	1,9%
Dividend Yield 12M	6,3%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF, Departamento de Estudios

CENCOSHOPP | Sector: Real Estate | Recomendación: Neutral | P. Actual ($): 1.510 | P. Objetivo: $1.650

Estado de Resultados

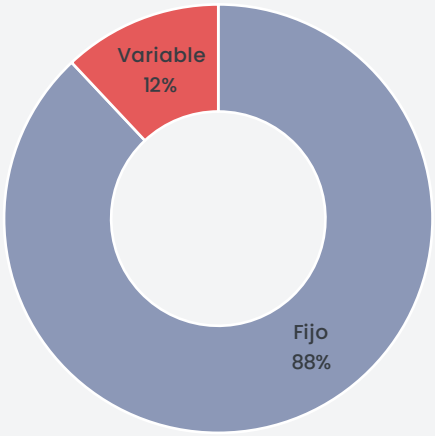
ESTADO DE RESULTADOS Millones de pesos	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Ingresos	215.063	286.950	315.057	341.234	373.308
Variación (%)	46,5%	33,4%	9,8%	8,3%	9,4%
Resultado Operacional	133.971	287.498	277.446	338.232	359.944
Variación (%)	-63,8%	114,6%	-3,5%	21,9%	6,4%
Margen Operacional (%)	62,3%	100,2%	88,1%	99,1%	96,4%
EBITDA Ajustado	195.638	257.974	283.159	304.109	335.912
Variación (%)	60,6%	31,9%	9,8%	7,4%	10,5%
Margen EBITDA Aj. (%)	91,0%	89,9%	89,9%	89,1%	90,0%
Utilidad Neta	81.056	181.876	198.923	229.889	235.559
Variación (%)	-67,5%	124,4%	9,4%	15,6%	2,5%
Margen Neto (%)	37,7%	63,4%	63,1%	67,4%	63,1%

INDICADORES DE CRÉDITO	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Deuda / Activos (%)	15,0%	16,6%	17,0%	20,7%	22,0%
EBITDA Aj. / Gastos Fin. Netos (x)	18,9	54,0	-	32,5	23,8
Liquidez Corriente (x)	2,7	2,1	1,5	2,7	2,6
Deuda Neta / Ebitda Aj. (x)	2,9	2,4	2,3	2,8	2,8
Deuda Financiera (MM $)	595.692	674.550	708.425	912.965	1.007.737

VALORIZACIONES	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Precio de cierre ($)	920	1.339	1.420	1.510	-
Precio / Utilidad* (x)	11,0	15,0	11,8	12,4	11,5
Precio / FFO	10,2	10,8	10,5	11,1	10,1
EV / Ebitda Aj. (x)	11,0	11,3	10,9	11,2	10,5
Bolsa Libro (x)	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9
ROA* (%)	3,6%	3,8%	4,9%	4,4%	4,6%
ROE* (%)	5,3%	5,7%	7,5%	7,0%	7,4%

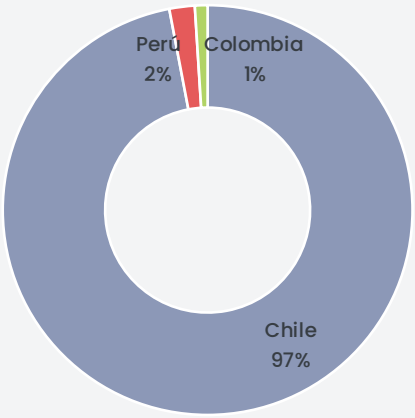
Fuente: Departamento de Estudios
* Excluye Revaluación de Activos

Distribución Ingresos por Arriendo



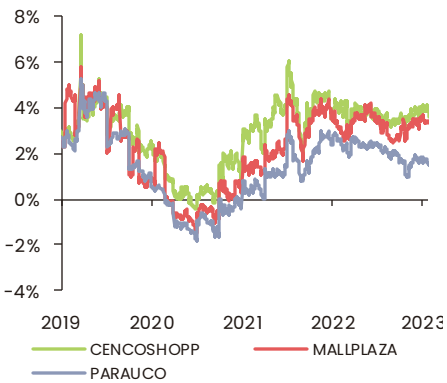
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

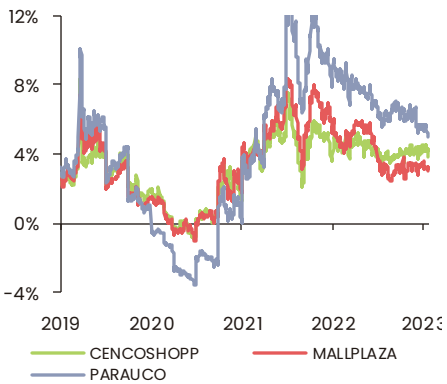


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

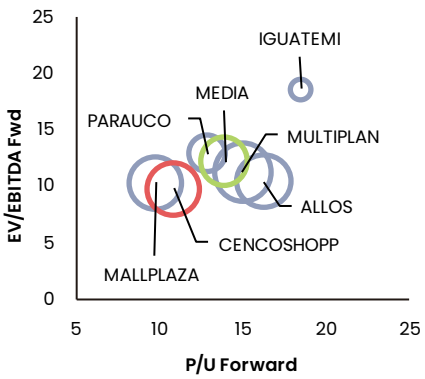
Cap Rate Spread (BTP-10)



FFO Yield Spread (BTP-10)



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Mayor maduración de centros comerciales y gradual recuperación del consumo impulsarían resultados

A septiembre de 2023, la compañía presenta un crecimiento acumulado de 14,6% en relación con el mismo periodo el año anterior, explicado por el reajuste de tarifas de arrendamiento y alzas en la tasa de ocupación consolidada, las cuales contrarrestaron las menores ventas provenientes de categorías discrecionales. Por otro lado, el margen Ebitda presentó un deterioro de 62 p.b, como consecuencia de un incremento en costos asociado a un mayor pago de contribuciones a nivel local, ubicándose en 77,0%, mientras que la superficie arrendable alcanzó 1.928.000 m^2 (+3,7% a/a), impulsada principalmente por la remodelación y ampliación de activos existentes en Chile (+30.000 m^2).

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, aunque creemos que el menor crecimiento en otros países presenta un desafío ante un eventual menor dinamismo del consumo a nivel local, en particular, si consideramos la alta exposición en términos de GLA a Tiendas por Departamento (27% del GLA). No obstante, creemos que una recuperación gradual del consumo contribuiría a mantener estos riesgos controlados, además de impulsar aquellas categorías que vieron un mayor rezago en términos de resultados durante el 2023. Actualmente, la firma presenta una ocupación de 95,3%, con una duración promedio remanente de contratos de arrendamiento de 7 años. Por otro lado, los costos de ocupación aumentaron 1,3 p.p. durante el periodo, alcanzando un 11,5% en promedio los últimos doce meses, en comparación con el 10,2% obtenido un año atrás.

Hacia adelante, esperamos menores presiones en costos, producto de una normalización de provisiones y una mayor dilución de gastos, alcanzando un margen Ebitda de 77,5% el 2024. Adicionalmente, el GLA experimentaría un crecimiento promedio de 1,7% durante los próximos tres años, incorporando proyectos greenfield en Colombia, donde aún 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 (28.600 m2 y 5.500 m2 respectivamente). Lo anterior, sumado a una mayor maduración de sus centros comerciales más recientes, le permitiría obtener un margen Ebitda en torno a 78,2%.

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
- ↕ Adquisición de Open Plaza Perú.

Mallplaza

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: $1.450

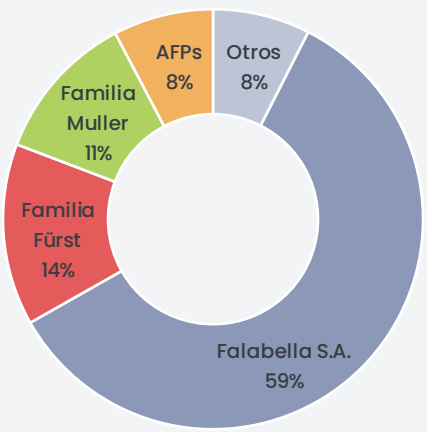
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	MALLPLAZA
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo ($)	1.450
Precio Actual ($)	1.290
Precio Min/Max 12M ($)	980 / 1.410
Market Cap (MMUS$)	2.778
Volumen Diario (MM$)*	298
Nº Acciones (millones)	1.960,0
Free Float	15%
Peso IPSA	1,0%
Dividend Yield 12M	-

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF, Departamento de Estudios

MALLPLAZA | Sector: Real Estate | Recomendación: Neutral | P. Actual ($): 1.290 | P. Objetivo: $1.450

Estado de Resultados

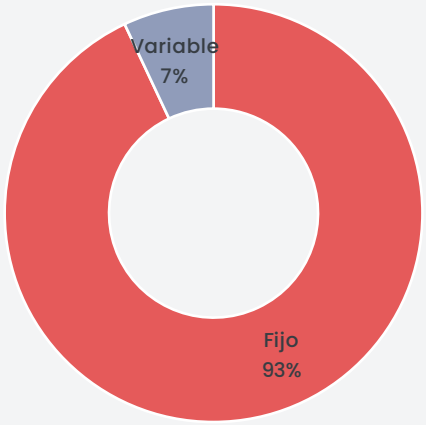
ESTADO DE RESULTADOS Millones de pesos	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Ingresos	276.695	370.925	420.077	460.923	496.411
Variación (%)	47,7%	34,1%	13,3%	9,7%	7,7%
Resultado Operacional	140.691	366.845	498.705	420.638	442.103
Variación (%)	122,5%	160,7%	35,9%	-15,7%	5,1%
Margen Operacional (%)	50,8%	98,9%	118,7%	91,3%	89,1%
EBITDA Ajustado	208.621	282.699	323.025	357.045	386.024
Variación (%)	79,7%	35,5%	14,3%	10,5%	8,1%
Margen EBITDA Aj. (%)	75,4%	76,2%	76,9%	77,5%	77,8%
Utilidad Neta	46.556	156.661	336.228	261.915	277.005
Variación (%)	280,1%	236,5%	114,6%	-22,1%	5,8%
Margen Neto (%)	16,8%	42,2%	80,0%	56,8%	55,8%

INDICADORES DE CRÉDITO	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Deuda / Activos (%)	25,2%	28,8%	26,2%	24,3%	21,5%
EBITDA Aj. / Gastos Fin. Netos (x)	6,3	11,1	14,0	15,0	12,2
Liquidez Corriente (x)	1,2	2,5	2,1	1,5	1,4
Deuda Neta / Ebitda Aj. (x)	4,4	3,5	3,4	2,9	2,3
Deuda Financiera (MM $)	1.032.921	1.300.377	1.211.344	1.160.395	1.061.565

VALORIZACIONES	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Precio de cierre ($)	912	1.058	1.245	1.290	-
Precio / Utilidad* (x)	38,4	34,3	16,2	13,1	11,8
Precio / FFO	10,6	10,7	12,6	10,8	10,1
EV / Ebitda Aj. (x)	13,7	11,5	11,0	10,1	9,0
Bolsa Libro (x)	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8
ROA* (%)	1,1%	1,3%	3,2%	4,0%	4,4%
ROE* (%)	2,0%	2,5%	5,7%	6,8%	7,0%

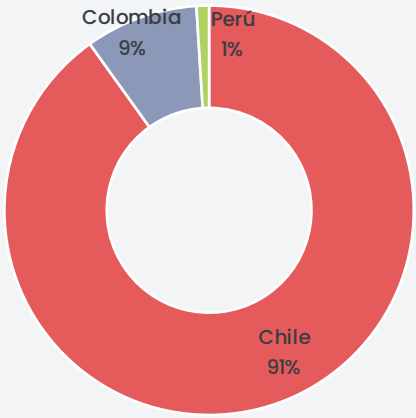
Fuente: Departamento de Estudios
* Excluye Revaluación de Activos

Distribución Ingresos por Arriendo



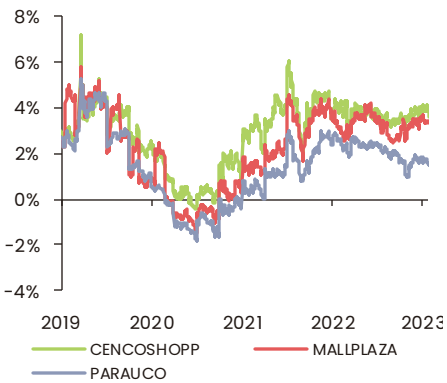
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

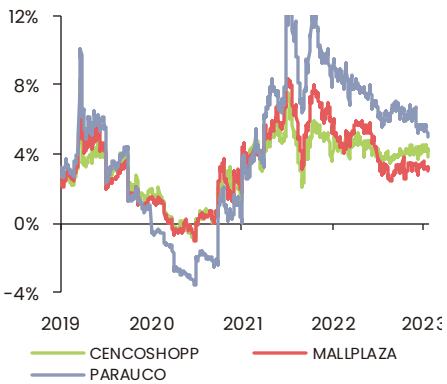


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

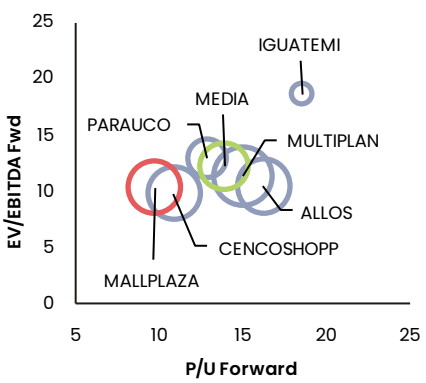
Cap Rate Spread (BTP-10)



FFO Yield Spread (BTP-10)



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Destacamos la incorporación de nuevos centros comerciales y diversificación geográfica

Durante los primeros nueve meses del año 2023, la compañía acumuló un crecimiento en ingresos de 13,0% a/a, impulsados por mejoras en ingresos en los tres países en donde opera, ante mayores tasas de ocupación y la mayor madurez de sus centros comerciales ubicados en Colombia. Lo anterior, contrarrestó el menor dinamismo en ventas provenientes de sus locatarios, especialmente en aquellos ligados a categorías más discrecionales, los cuales se vieron más afectadas producto del marcado deterioro en el consumo en Chile y Perú. En términos de margen Ebitda Ajustado, a nivel consolidado, este alcanzó un 71,0%, lo cual representa un deterioro de 2,6 p.p frente al 73,7% registrado un año atrás, asociado a mayores impuestos territoriales y gastos en provisiones por incobrables. Por su parte, la superficie arrendable se ubicó en 1.123.500 m^2 (-0,1% a/a).

Si bien, alrededor del 46% del GLA en Chile (58% de los ingresos) corresponde a segmentos discrecionales, creemos que una mejora en las perspectivas del consumo a nivel local para este año, permitirían una recuperación paulatina de aquellas categorías que se vieron más afectadas durante el 2023, que junto con una mayor moderación de la inflación, mantendría contenidos los riesgos asociados a alzas en los costos de ocupación y menores ingresos provenientes de las ventas de locatarios. En la actualidad, la compañía presenta una duración de 4,7 años en sus contratos de arriendo, mientras que los costos de ocupación se encuentran contenidos, alcanzando 10,6% frente a 9,6% un año atrás, con el alza asociada a disminuciones en las ventas consolidadas.

En el mediano plazo, esperamos menores presiones en costos, producto de una mayor dilución de gastos, lo que llevaría el margen Ebitda a 71,9% al cierre del 2024. Adicionalmente, el GLA experimentaría crecimientos de 3,1% en promedio durante los próximos tres años, producto de la incorporación de los shoppings centers Parque Fabricato y Titan Plaza, los cuales agregarían alrededor de 53.700 m^2 en Colombia, la apertura de Parque la Molina en Perú (+16.000 m^2), y el proyecto de "Fase Colorado" en Parque Arauco Kennedy que adicionaría alrededor de 35.500 m^2 en Chile, además de las expansiones y remodelaciones en el país (+5.900 m^2). Lo anterior, sumado a una mayor maduración de los activos más recientes y eficiencias generadas por mayores economías de escala, le permitirían alcanzar un margen Ebitda en torno a 72,4% 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
- ↓ Mayor deterioro en ventas de categorías discrecionales
- ↑ Crecimiento en GLA mayor al esperado

Parque Arauco

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: $1.400

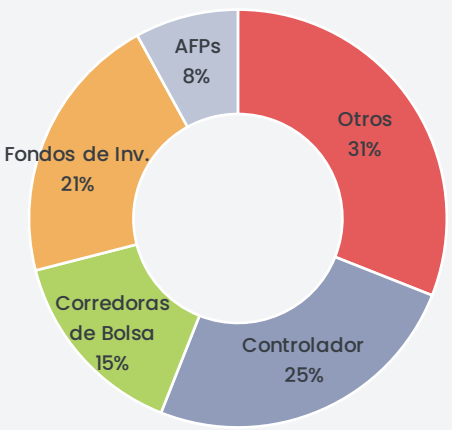
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	PARAUCO
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo ($)	1.400
Precio Actual ($)	1.495
Precio Min/Max 12M ($)	933/ 1.530
Market Cap (MMUS$)	1.487
Volumen Diario (MM$)*	964
Nº Acciones (millones)	905,7
Free Float	53%
Peso IPSA	2,6%
Dividend Yield 12M	2,3%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF, Departamento de Estudios

PARAUCO | Sector: Real Estate | Recomendación: Neutral | P. Actual ($): 1.495 | P. Objetivo: $1.400

Estado de Resultados

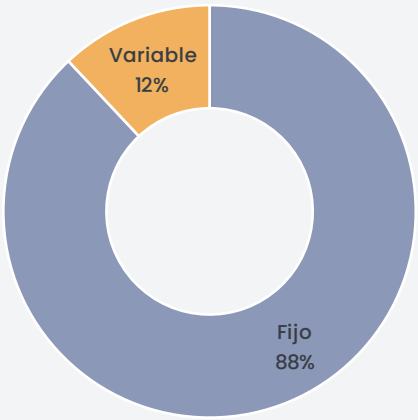
ESTADO DE RESULTADOS Millones de pesos	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Ingresos	169.859	231.156	264.208	284.171	304.280
Variación (%)	35,0%	36,1%	14,3%	7,6%	7,1%
Resultado Operacional	149.138	271.632	228.250	192.952	207.519
Variación (%)	99,4%	82,1%	-16,0%	-15,5%	7,5%
Margen Operacional (%)	87,8%	117,5%	86,4%	67,9%	68,2%
EBITDA Ajustado	119.008	170.697	187.534	204.399	219.776
Variación (%)	81,4%	43,4%	9,9%	9,0%	7,5%
Margen EBITDA Aj. (%)	70,1%	73,8%	71,0%	71,9%	72,2%
Utilidad Neta	23.438	101.032	107.612	108.659	118.974
Variación (%)	1169,5%	331,1%	6,5%	1,0%	9,5%
Margen Neto (%)	13,8%	43,7%	40,7%	38,2%	39,1%

INDICADORES DE CRÉDITO	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Deuda / Activos (%)	39,7%	39,2%	39,6%	39,2%	39,3%
EBITDA Aj. / Gastos Fin. Netos (x)	3,1	7,1	6,7	5,1	5,3
Liquidez Corriente (x)	2,18	1,65	1,21	1,00	1,5
Deuda Neta / Ebitda Aj. (x)	6,75	5,32	5,03	5,31	5,3
Deuda Financiera (MM $)	1.101.516	1.151.630	1.331.495	1.328.594	1.384.586

VALORIZACIONES	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Precio de cierre ($)	931	1.076	1.420	1.495	-
Precio / Utilidad* (x)	-	39,3	14,4	16,0	14,4
Precio / FFO	11,5	7,3	9,3	9,6	8,9
EV / Ebitda Aj. (x)	15,6	12,3	13,4	13,4	12,8
Bolsa Libro (x)	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
ROA* (%)	-0,3%	0,8%	2,6%	2,5%	2,7%
ROE* (%)	-0,6%	1,8%	5,6%	5,3%	5,6%

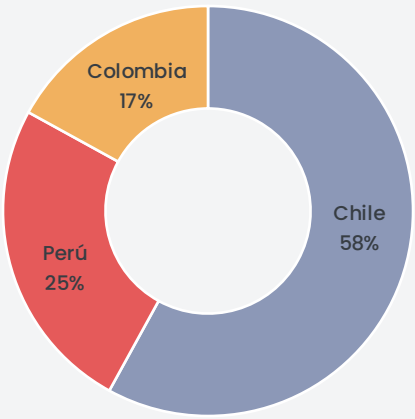
Fuente: Departamento de Estudios
* Excluye Revaluación de Activos

Distribución Ingresos por Arriendo



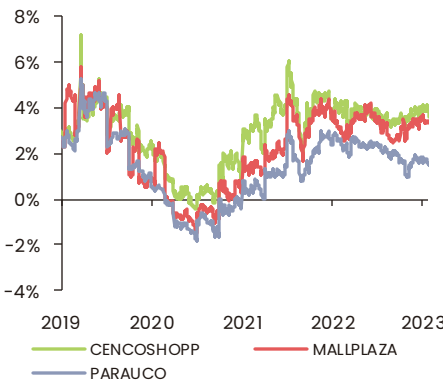
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

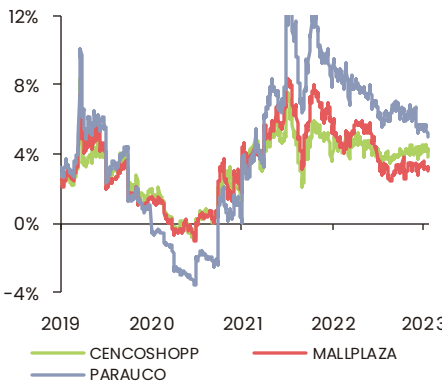


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

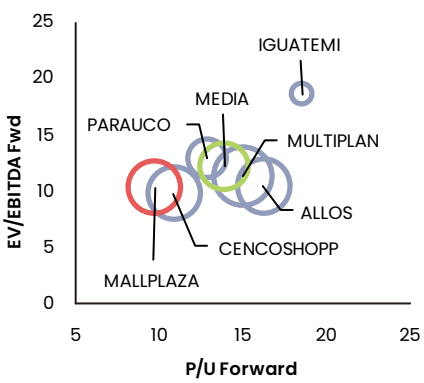
Cap Rate Spread (BTP-10)



FFO Yield Spread (BTP-10)



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.
Subgerente Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

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

Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@security.cl

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

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

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

Josefina Koljatic S.
Analista de Inversiones
josefina.koljatic@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 • (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.