

Sector Retail: Segmentos discrecionales enfrentarían una mayor presión, privilegiando consumo básico

Resumen

En 2021, el sector captó el impulso proveniente de la mayor liquidez en los hogares, luego de los retiros de fondos de las AFP's y las medidas de apoyo, mientras que a nivel operacional, inventarios en niveles saludables, mejoras en eficiencias y una recuperación en el mix de ventas apoyaron los resultados. Esto, se tradujo en alzas importantes en ingresos junto con expansiones en márgenes producto de una mayor participación de vestuario en tiendas por departamento y una menor actividad promocional en los segmentos retail. El segmento financiero, en tanto, a pesar de mantener los costos por riesgos contenidos, vio una mayor presión en la última parte del año ante una base de comparación más desafiante, presionando la rentabilidad del segmento. Por último, si bien en centros comerciales las menores restricciones a la movilidad junto con el término de los descuentos a locatarios estimularon las recuperaciones de resultados, las alzas en las curvas de rendimiento mantuvieron las valorizaciones del segmento presionadas.

En este escenario, si bien esperamos que el consumo mantenga el impulso durante la primera mitad del año, producto de las considerables medidas de apoyo implementadas durante 2021 y ante niveles de liquidez en los hogares que continúan por sobre su historia, mantenemos una visión de mayor cautela a mediano plazo, como consecuencia de una mayor penetración del canal online en los segmentos retail frente a su historia, una mayor actividad promocional producto de la normalización en los niveles de inventarios, mayores costos laborales, un mercado laboral algo más presionado (desempleo promedio en torno a 9% en 2022) y una base de comparación desafiante debido a las medidas de apoyo implementadas durante 2021.

Finalmente, nuestro escenario base considera un mayor crecimiento en Colombia y Perú durante 2022, a la vez que, respecto al tipo de cambio, esperamos depreciaciones frente al peso en Argentina (-39% a/a), Brasil (-1% a/a) y Perú (-2% a/a), mientras que el peso Colombiano se mantendría plano.

Si bien consideramos que existen algunos espacios de valorización, el panorama para el sector presenta retos importantes debido a la desaceleración del consumo y un mercado laboral que se deteriora en el margen. Sin embargo, vemos oportunidades debido a valorizaciones atractivas en Cencosud (P.O:\$1.700) y SMU (P.O: \$180). Por otro lado, recomendamos una posición Neutral para Falabella (P.O:\$3.050), Ripley (P.O:\$330), Cencoshopp (P.O:1.640) y Mallplaza (P.O:\$1.450), ante la falta de gatillantes de valorización y donde consideramos que se mantienen desafíos importantes en términos de protección de márgenes.

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 |
|------------|---------------|-----------------|-------------|-------------|----------------|
| Cencosud | Sobreponderar | \$1.700 | 11,7 | 0,8 | 2,3% |
| Cencoshopp | Neutral | \$1.640 | 13,0 | 0,5 | 6,2% |
| Falabella | Neutral | \$3.050 | 13,5 | 1,0 | 2,3% |
| Mallplaza | Neutral | \$1.450 | 19,1 | 0,8 | 2,1% |
| Ripley | Neutral | \$330 | 10,5 | 0,2 | 2,9% |
| SMU | Sobreponderar | \$180 | 7,3 | 0,6 | 10,9% |

Mejoras operacionales y alta exposición a consumo básico impulsan atractivo

Durante el primer trimestre, los resultados de la compañía se vieron impulsados por una mejora en los segmentos retail en Chile, registrando un crecimiento de 16,6% a/a en supermercados, 7,1% a/a en mejoramiento del hogar y 19,1% a/a en tiendas por departamento, como consecuencia de la elevada liquidez en el país. Por su parte, el margen Ebitda alcanzó el 12,8% (+81 p.b), apoyado por un mejor margen bruto (+45 p.b) y a pesar del deterioro en margen Gav (-18 p.b). Con todo, la compañía registró una mejora de 29% a/a en Ebitda, destacando su buena posición en el canal online, con una penetración de 10% al IT22 (total).

Hacia adelante, en 2022 esperamos una caída de -1,4% en ingresos en el segmento de supermercados, producto de una alta base de comparación y ante una desaceleración del consumo. En términos de márgenes, también esperamos algunas presiones como consecuencia de una mayor competencia en el canal online y debido a una mayor dificultad en el traspaso de precios, lo que llevaría a un margen operacional de 6,6% en el año (9,2% en 2021), normalizándose en 4,6% en el largo plazo, sobre el promedio previo a la crisis sanitaria (4,1%) y como resultado de las mejoras operacionales realizadas por la compañía, donde destacamos las transformaciones de tiendas hacia el formato de Cash & Carry en Brasil y Perú.

Por su lado, nuestro escenario base en el segmento de mejoramiento del hogar considera una caída de -1,3% a/a en ingresos, presentando también una alta base de comparación (crecimiento de 21% en 2021) y debido a una menor demanda de clientes retail, ante una mayor debilidad del ciclo económico y una menor relevancia de los productos relacionados al home office. Los márgenes, por su parte, enfrentarían presiones ante una mayor recuperación de los inventarios de la industria, lo que empujaría hacia un mayor incremento de la actividad promocional para la segunda mitad del año, alcanzando el 10,8% en margen operacional (16,2% en 2021).

Por último, en tiendas por departamento, la contracción en margen bruto alcanzaría los 86 p.b (hasta 28,3%), debido a la recuperación de la actividad promocional y ante un mix de ventas normalizado en la base de comparación durante la segunda mitad del año, aunque manteniéndose por sobre su historia (27,3%).

En definitiva, a nivel consolidado esperamos un margen Ebitda ajustado de 9,6% en 2022, 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 39% para el 2022.

Riesgos

- ↓ Mayor competencia en el canal e-commerce.
- ↓ Empeoramiento escenario local en Argentina
- ↑ Protección de márgenes mayores a lo esperado

Cencosud

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$1.700

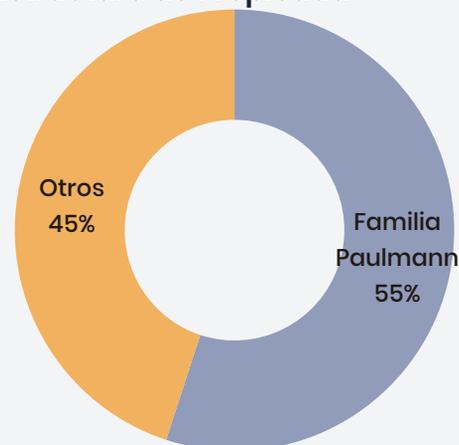
INFORMACIÓN RELEVANTE

| | |
|-------------------------|---------------|
| Ticker BCS | CENCOSUD |
| Riesgo | Medio |
| Precio Objetivo (\$) | 1.700 |
| Precio Actual (\$) | 1.362 |
| Precio Min/Max 12M (\$) | 1.057 / 1.594 |
| Market Cap (MMUS\$) | 4.350 |
| Volumen Diario (MM\$)* | 6.055 |
| Nº Acciones (millones) | 2.863,1 |
| Free Float | 45% |
| Peso IPSA | 6,1% |
| Dividend Yield 12M | 25,5% |

Fuente: Departamento de Estudios

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2021

CENCOSUD | Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 1.362 | P. Objetivo: \$1.700

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% |

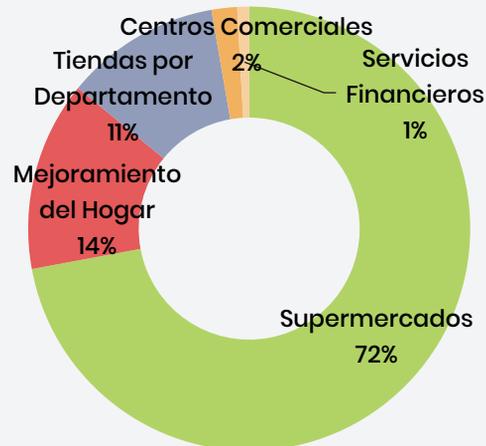
* Sin considerar Revaluaciones de Propiedades de Inversión, Ni efectos hiperinflación

| 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% |

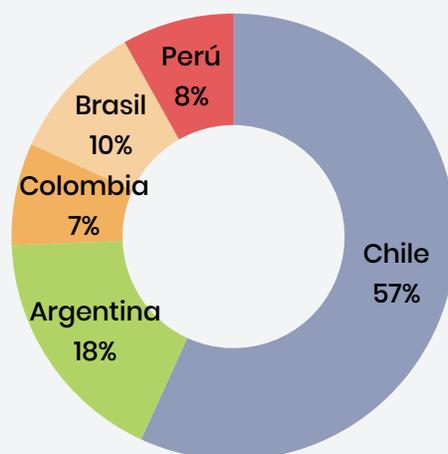
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

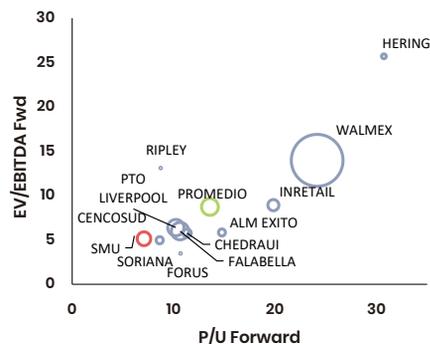
EV/EBITDA Trailing



B/L Trailing



Comparables*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

*: Múltiplos Forward 2022

Destacamos mix de GLA, Cap Rates Spreads limitaría desencadenantes de valorización a corto plazo

En 2021 y luego de los resultados del IT22, la compañía vio impulsado sus resultados por una mayor normalización en sus operaciones, lo que estuvo acompañado del término de los descuentos aplicados a locatarios durante la crisis sanitaria. De esta forma, los ingresos aumentaron 51,5% durante el primer trimestre, expandiendo el margen bruto en 420 p.b hasta 98,5%. El margen operacional ajustado, en tanto, se expandió 153 p.b a pesar de los mayores gastos de administración y ventas (124,6% a/a), hasta 91,1%. Por su parte, la compañía registró un alza en su superficie arrendable (GLA) de 0,1% a/a, hasta los 1.339.988 m², impulsado principalmente por la incorporación de GLA en Portal Osorno (1.820 m²) y 482 m² en Perú. Con esto, a nivel consolidado, la tasa de ocupación disminuyó hasta el 97,5% (97,9% en marzo 2021).

En el caso del costo de ocupación, este subió hasta el 6,8% en marzo (6,3% diciembre 2021), como consecuencia del término de los descuentos a los locatarios y una desaceleración del consumo, aunque manteniéndose en niveles saludables. En este escenario, valoramos la alta exposición a servicios esenciales (53,7% del GLA), segmentos que suelen mostrar una mayor resiliencia al ciclo económico. Por su parte, si bien podrían persistir algunas presiones en la categoría de oficinas (4,9% del GLA), creemos que el segmento al que están orientadas las oficinas, una favorable ubicación y un mayor retorno a la presencialidad, le permitiría atenuar un mayor impacto en sus niveles de vacancia y arriendos, a la vez que en entretenimiento (6,2% del GLA) esperamos una mayor estabilidad en las operaciones 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 89,7% durante 2022, 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 15,6 años (12,7 años por 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 2,8% anual para los próximos 2 años, con un margen Ebitda de 89,6% 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
- ↑ Crecimiento en GLA mayor al esperado

Cencoshopp

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$1.640

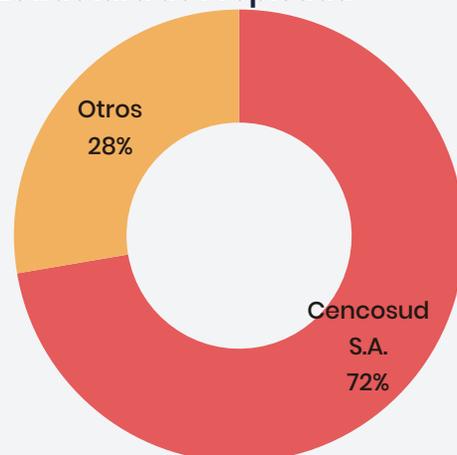
INFORMACIÓN RELEVANTE

| | |
|-------------------------|-------------|
| Ticker BCS | CENCOSHOPP |
| Riesgo | Bajo |
| Precio Objetivo (\$) | 1.640 |
| Precio Actual (\$) | 825 |
| Precio Min/Max 12M (\$) | 726 / 1.299 |
| Market Cap (MMU\$) | 1.680 |
| Volumen Diario (MMS)* | 1.293 |
| Nº Acciones (millones) | 1.705,8 |
| Free Float | 29% |
| Peso IPSA | 1,3% |
| Dividend Yield 12M | 10,9% |

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2021

CENCOSHOPP | Sector: Retail | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 825 | P. Objetivo: \$1.640

Estado de Resultados

| ESTADO DE RESULTADOS | | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Millones de pesos | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Ingresos | 146.755 | 215.063 | 246.168 | 260.793 | 272.099 |
| Variación (%) | -35,9% | 46,5% | 14,5% | 5,9% | 4,3% |
| Resultado Operacional | 369.855 | 134.000 | 273.785 | 327.047 | 337.109 |
| Variación (%) | -38,3% | -63,8% | 104,3% | 19,5% | 3,1% |
| Margen Operacional (%) | 252,0% | 62,3% | 111,2% | 125,4% | 123,9% |
| EBITDA Ajustado * | 121.892 | 195.781 | 220.705 | 233.971 | 244.036 |
| Variación (%) | -41,3% | 60,6% | 12,7% | 6,0% | 4,3% |
| Margen EBITDA Aj. (%) | 83,1% | 91,0% | 89,7% | 89,7% | 89,7% |
| Utilidad Neta | 249.726 | 81.056 | 162.814 | 218.507 | 224.855 |
| Variación (%) | -38,0% | -67,5% | 100,9% | 34,2% | 2,9% |
| Margen Neto (%) | 170,2% | 37,7% | 66,1% | 83,8% | 82,6% |

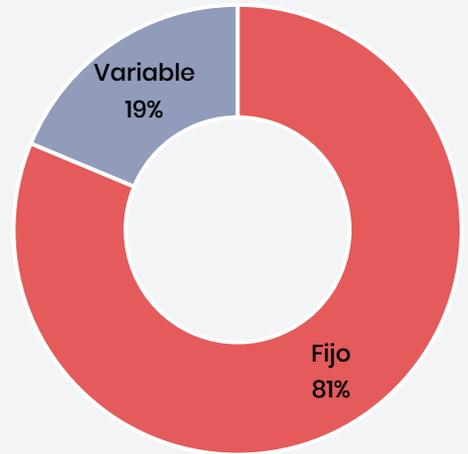
* No considera revalorización de activos

| INDICADORES DE CRÉDITO | | | | | |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Deuda / Activos (%) | 33% | 33% | 34% | 35% | 36% |
| EBITDA / Gastos Financieros Netos (x) | 12,5 | 18,9 | 18,6 | 18,6 | 18,6 |
| Liquidez Corriente (x) | 1,86 | 2,71 | 2,71 | 2,71 | 2,71 |
| Deuda Neta / Ebitda Aj. (x) | 4,40 | 2,92 | 2,96 | 2,96 | 2,96 |
| Deuda Financiera (MM \$) | 559.526 | 597.170 | 683.409 | 723.956 | 755.301 |

| VALORIZACIONES | | | | | |
|-------------------------|--------|------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Precio de cierre (\$) | 1139 | 1011 | - | - | - |
| Precio Utilidad Aj. (x) | 1167,0 | 121 | 13,0 | 11,4 | 10,8 |
| EV / Ebitda Aj. (x) | 20,3 | 11,7 | 9,4 | 9,0 | 8,8 |
| Bolsa Libro (x) | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Precio Ventas (x) | 13,2 | 8,0 | 5,8 | 5,5 | 5,2 |
| ROA (%) | 6,3% | 2,0% | 3,9% | 5,0% | 4,9% |
| ROE (%) | 9,3% | 3,0% | 5,9% | 7,6% | 7,6% |

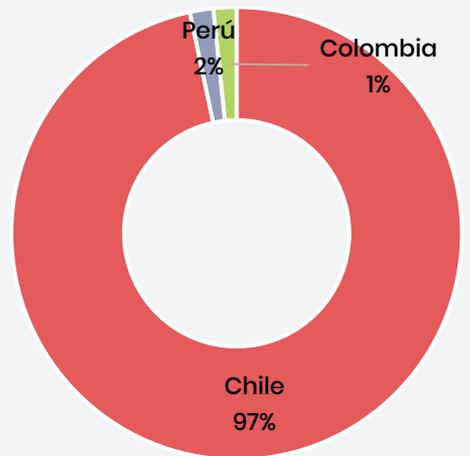
Fuente: Departamento de estudios

Distribución Ingresos por Arriendo



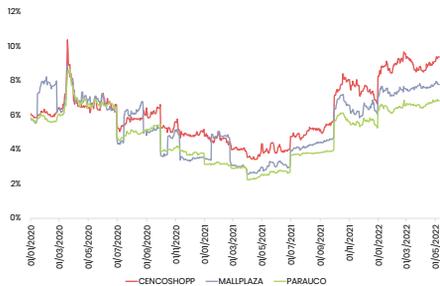
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

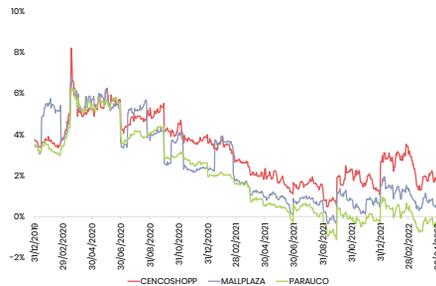


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

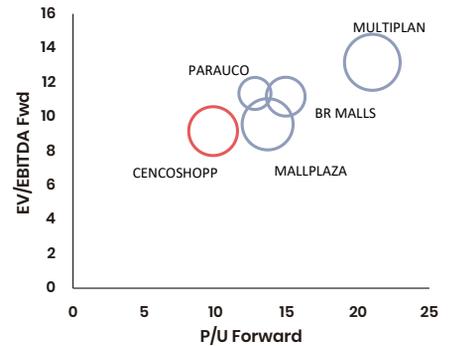
Cap Rate



Cap Rate Spread



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Atractivo desarrollo omnicanal, protección de márgenes el desafío

Durante 2021, los resultados de la compañía se vieron impulsados, principalmente, producto de una mejora en los segmentos retail en Chile, luego de las medidas de apoyo, destacando un crecimiento en ingresos de 37% a/a y acompañado de una mejora en margen bruto de 179 p.b en estas categorías. Esto se explicó por una menor actividad promocional junto a un mejor en el mix de ventas, contrarrestando las presiones provenientes de una mayor penetración del canal online. Con todo, Falabella registró un aumento de 21,2% en ingresos en el año, acompañado de una expansión de 311 p.b en margen bruto y un crecimiento de 91,2% a/a en Ebitda.

En este contexto, esperamos un año que se vaya desacelerando en resultados a lo largo del año para la compañía, producto de una desafiante base de comparación, un menor dinamismo en el consumo ante el término de las medidas de apoyo y una mayor actividad promocional, lo que dificultaría la capacidad de traspaso de precio en los segmentos discrecionales, presionando de esta forma, los márgenes. Por esto, ante mercado laboral que se deteriora en el margen, y su consiguiente impacto en el consumo, esperamos una caída de -2,6% en ingresos y con un margen operacional de 6,4% en 2022 (Chile, no bancario), estabilizándose en 6,6% hacia el largo plazo, bajo el 8,1% en promedio de los últimos 5 años. En el caso del banco en Chile, creemos que los efectos sobre el mercado laboral y la menor liquidez en los hogares mantendrían bajo presión el costo por riesgo durante el año (6%, sobre colocaciones), el que mejoraría hasta 5,5% sobre colocaciones en el largo plazo, sobre su promedio (4,3%).

En Perú, nuestro escenario base en el negocio retail considera una leve recuperación del margen operacional (no bancario) hasta 5,4% en 2022 (5,3% en 2021). El segmento bancario, por su parte, disminuiría la presión en el costo por riesgo en el año, llegando a 12% sobre colocaciones, para estabilizarse en 9% en el largo plazo, en línea con el promedio de los últimos 10 años.

Finalmente, a nivel consolidado, los ingresos aumentarían un 1,3% en el año, con un margen Ebitda que se situaría en torno a 11,7% (12,5% en el largo plazo), por debajo de su promedio de los últimos 10 años (13,3%).

Riesgos

- ↓ Mayor competencia en el canal e-commerce.
- ↓ Menor protección de márgenes a los esperados
- ↓ Mayor deterioro en el consumo en los países en los que opera

Falabella

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$3.050

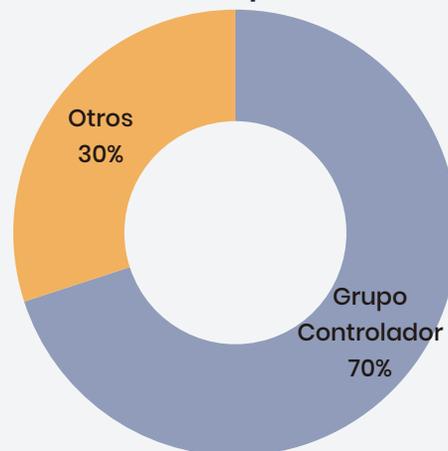
INFORMACIÓN RELEVANTE

| | |
|--------------------------------|---------------|
| Ticker BCS | FALABELLA |
| Riesgo | Medio |
| Precio Objetivo (\$) | 3.050 |
| Precio Actual (\$) | 2.240 |
| Precio Min/Max 12M (\$) | 2.212 / 3.493 |
| Market Cap (MMUS\$) | 6.530 |
| Volumen Diario (MMS)* | 9.981 |
| Nº Acciones (millones) | 2.508,8 |
| Free Float | 29% |
| Peso IPSA | 5,5% |
| Dividend Yield 12M | 4,2% |

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2021

FALABELLA | Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 2.240 | P. Objetivo: \$3.050

Estado de Resultados

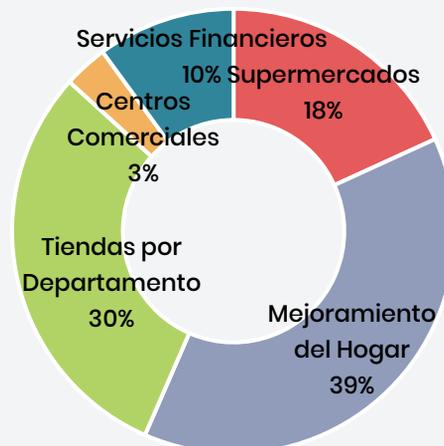
| ESTADO DE RESULTADOS | | | | | |
|------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Millones de pesos | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Ingresos | 9.468.800 | 11.471.883 | 11.615.980 | 11.838.025 | 12.278.349 |
| Variación (%) | 0,6% | 21,2% | 1,3% | 1,9% | 3,7% |
| Resultado Operacional | 366.454 | 1.116.753 | 848.358 | 912.898 | 962.988 |
| Variación (%) | -48,1% | 204,7% | -24,0% | 7,6% | 5,5% |
| Margen Operacional (%) | 3,9% | 9,7% | 7,3% | 7,7% | 7,8% |
| EBITDA | 828.455 | 1.584.236 | 1.353.948 | 1.436.223 | 1.510.398 |
| Variación (%) | -27,4% | 91,2% | -14,5% | 6,1% | 5,2% |
| Margen EBITDA (%) | 8,7% | 13,8% | 11,7% | 12,1% | 12,3% |
| Utilidad Neta | 30.758 | 652.031 | 420.300 | 465.081 | 495.722 |
| Variación (%) | -89,6% | 2019,9% | -35,5% | 10,7% | 6,6% |
| Margen Neto (%) | 0,3% | 5,7% | 3,6% | 3,9% | 4,0% |

| INDICADORES DE CRÉDITO | | | | | |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Deuda / Activos (%) | 68% | 69% | 71% | 72% | 74% |
| EBITDA / Gastos Financieros (x) | 3,8 | 9,5 | 8,3 | 8,8 | 9,0 |
| Liquidez Corriente (x) | 1,40 | 1,24 | 1,34 | 1,34 | 1,34 |
| Deuda Neta / Ebitda | 2,68 | 1,57 | 1,81 | 1,73 | 1,70 |
| Deuda Financiera (MM \$) | 2.216.521 | 2.486.923 | 2.453.911 | 2.487.452 | 2.571.984 |

| VALORIZACIONES | | | | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Precio de cierre (\$) | 2.630 | 2.779 | - | - | - |
| Precio Utilidad (x) | 214,5 | 10,7 | 13,8 | 12,5 | 11,7 |
| EV / Ebitda (x) | 12,2 | 7,0 | 7,3 | 6,9 | 6,7 |
| Bolsa Libro (x) | 13 | 12 | 11 | 11 | 11 |
| Precio Ventas (x) | 0,70 | 0,61 | 0,50 | 0,49 | 0,47 |
| ROA (%) | 0,2% | 3,0% | 1,9% | 2,0% | 2,1% |
| ROE (%) | 0,5% | 9,8% | 6,4% | 7,3% | 8,0% |

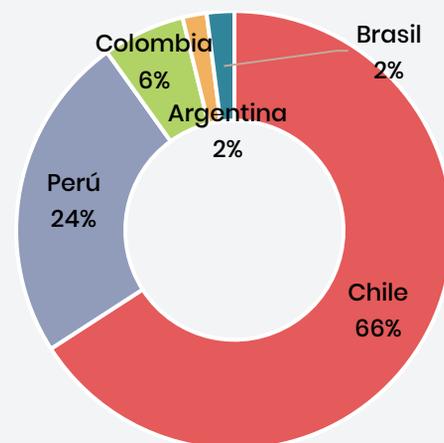
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

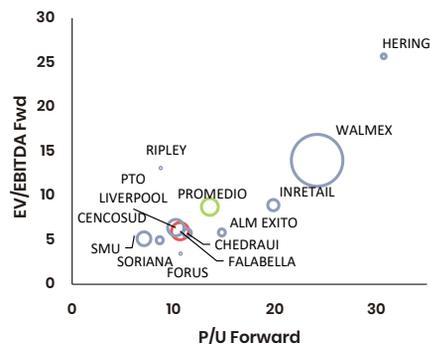
EV/EBITDA Trailing



B/L Trailing



Comparables*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

*: Multiplos Forward 2021

Destacamos maduración de centros comerciales y crecimiento en GLA

Durante el 2021, la compañía presentó un crecimiento de 51% en ingresos, debido a una mayor normalización de su GLA operativo (finalizando el año en niveles prepandemia), la incorporación de Mallplaza NQS (41.000 m², Bogotá) y el término de los descuentos en arriendo a locatarios. Por su parte, se vio un descenso en los GAV (-22% 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 locatarios. Con todo, el margen Ebitda anotó una expansión hasta el 75,4% frente a 62% de 2020. Por su parte, la superficie arrendable (GLA) alcanzó los 1.858.000 m² (2,4% a/a), impulsada principalmente por la apertura de Mallplaza Comas (68.000 m², Perú)

Por otro lado, el costo de ocupación se ha mantenido en niveles saludables, alcanzando un 9% en el año (10% en 2020), debido a la recuperación en las ventas de los arrendatarios. A pesar de que consideramos que persiste algo de incertidumbre respecto a la evolución del costo de ocupación con un menor dinamismo del consumo, generando eventuales presiones en los contratos, esperamos que este se mantenga en rangos sostenibles ante una mayor normalización de las operaciones.

Hacia adelante, si bien aún vemos presiones en los ingresos producto de su exposición a entretenimiento (15% del GLA) y algunas presiones en costos, producto de mayores costos laborales y servicios, esperamos un crecimiento en ingresos de 21% en 2022 con un margen bruto de 71%, ante una normalización en la operación de los centros comerciales. Por otro lado, la firma presenta una ocupación de 91%, con una duración remanente de contratos de arriendo de 6 años en promedio, con contratos 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 (67.000 metros cuadrados) y brownfield en Chile y Colombia (20.600m² y 9.500m², respectivamente). Esto generaría un crecimiento en GLA de 1,7% en promedio, durante los próximos 3 años, por debajo del 5,3% 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 78% 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: \$1.450

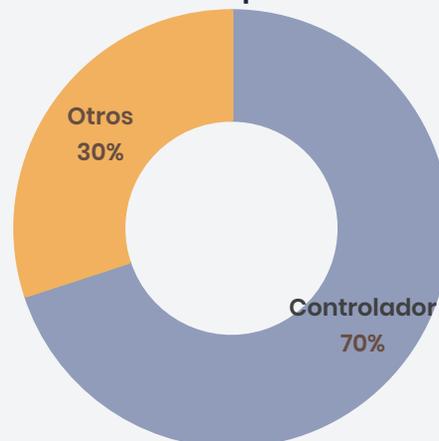
INFORMACIÓN RELEVANTE

| | |
|-------------------------|-------------|
| Ticker BCS | MALLPLAZA |
| Riesgo | Bajo |
| Precio Objetivo (\$) | 1.450 |
| Precio Actual (\$) | 778 |
| Precio Min/Max 12M (\$) | 681 / 1.307 |
| Market Cap (MMUS\$) | 1.770 |
| Volumen Diario (MMS)* | 396 |
| Nº Acciones (millones) | 1.960 |
| Free Float | 29% |
| Peso IPSA | 0,8% |
| Dividend Yield 12M | 1,4% |

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2021

MALLPLAZA | Sector: Retail | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 778 | P. Objetivo: \$1.450

Estado de Resultados

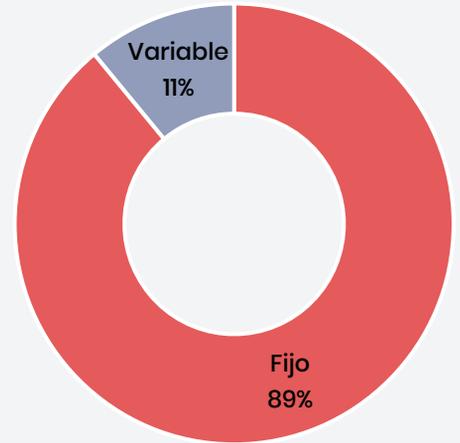
| ESTADO DE RESULTADOS | | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Millones de pesos | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Ingresos | 187.329 | 276.694 | 334.217 | 346.693 | 370.237 |
| Variación (%) | -39,5% | 47,7% | 20,8% | 3,7% | 6,8% |
| Resultado Operacional | 63.235 | 140.693 | 193.630 | 207.678 | 222.495 |
| Variación (%) | -65,8% | 122,5% | 37,6% | 7,3% | 7,1% |
| Margen Operacional (%) | 33,8% | 50,8% | 57,9% | 59,9% | 60,1% |
| EBITDA | 116.113 | 208.621 | 253.002 | 269.380 | 288.415 |
| Variación (%) | -51,3% | 79,7% | 21,3% | 6,5% | 7,1% |
| Margen EBITDA (%) | 62,0% | 75,4% | 75,7% | 77,7% | 77,9% |
| Utilidad Neta | 12.247 | 46.557 | 80.258 | 105.531 | 114.205 |
| Variación (%) | -87,8% | 280,2% | 72,4% | 31,5% | 8,2% |
| Margen Neto (%) | 6,5% | 16,8% | 24,0% | 30,4% | 30,8% |

| INDICADORES DE CRÉDITO | | | | | |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Deuda / Activos (%) | 48% | 46% | 50% | 50% | 50% |
| EBITDA / Gastos Financieros Netos (x) | 2,6 | 5,3 | 5,4 | 5,5 | 5,6 |
| Liquidez Corriente (x) | 1,35 | 1,17 | 1,17 | 1,17 | 1,17 |
| Deuda Neta / Ebitda (x) | 8,50 | 4,35 | 4,33 | 4,22 | 4,21 |
| Deuda Financiera (MM \$) | 1.189.780 | 1.032.921 | 1.247.658 | 1.294.232 | 1.382.125 |

| VALORIZACIONES | | | | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Precio de cierre (\$) | 1107 | 939 | - | - | - |
| Precio Utilidad (x) | 177,1 | 39,5 | 19,1 | 14,5 | 13,4 |
| EV / Ebitda (x) | 28,4 | 13,9 | 11,1 | 10,6 | 10,2 |
| Bolsa Libro (x) | 1,23 | 1,02 | 0,84 | 0,81 | 0,78 |
| Precio Ventas (x) | 11,6 | 6,7 | 4,6 | 4,4 | 4,1 |
| ROA (%) | 0,3% | 1,3% | 2,0% | 2,6% | 2,6% |
| ROE (%) | 0,6% | 2,4% | 4,0% | 5,1% | 5,3% |

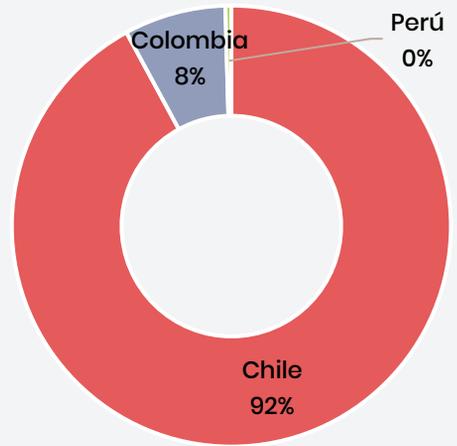
Fuente: Departamento de estudios

Distribución Ingresos por Arriendo



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos

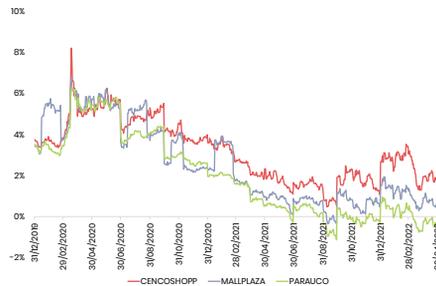


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

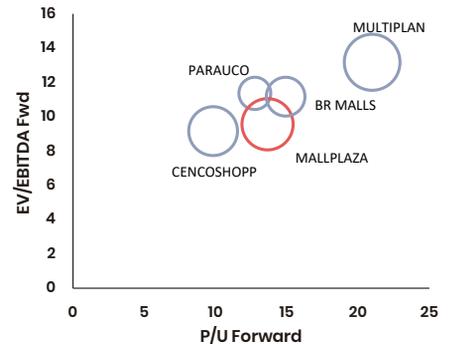
Cap Rate



Cap Rate Spread



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Presión en valorización ante desaceleración del consumo discrecional y protección de márgenes

Durante 2021, la compañía vio resultados positivos en todos los segmentos en los que opera. En tiendas por departamento, registró una recuperación de las ventas en tiendas físicas y el mix de ventas, lo que junto con un fuerte dinamismo en el consumo discrecional producto de las medidas de apoyo en Chile, impulsó los ingresos y márgenes del segmento, es un escenario de positivos niveles de actividad promocional. El retail financiero, por su parte, se vio impulsado ante menores gastos en provisiones producto de una mejoría en la morosidad en Chile, alcanzando un 2,4% en marzo (2,9% marzo 2021). Por su lado, el segmento inmobiliario registró un crecimiento de 21% en ingresos, luego de la apertura de Mall Aventura Chiclayo (47.621 m²). Con todo, se registró un alza de 37,6% en ingresos, acompañado de una mejora de 10x en Ebitda.

Hacia adelante, en tiendas por departamento esperamos que los márgenes muestren una contracción en 2022, debido una desafiante base de comparación, la dilución de las medidas de apoyo en Chile, una recuperación de la actividad promocional ante mayores niveles de inventarios y una debilidad en el empleo, en esa línea, esperamos una tasa de desempleo promedio en torno a 9% en el año. Con todo, consideramos un margen operacional de 1,0% en tiendas por departamento en Chile hacia el largo plazo (3,3% en 2022), por debajo del 1,4% registrado los últimos 10 años, 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 (noviembre 2020), Iquitos (51.300 m²) y San Juan de Lurigancho (60.400 m²), los que esperamos que entren en operación en 2024, generando un aumento de 52% en GLA en ese año. En el caso del retail financiero, esperamos un mayor costo por riesgo durante el año (hasta 10,5% sobre colocaciones en Chile), presionando en 11 p.p el margen operacional en el país desde los niveles actuales, a la vez que nuestro escenario base considera una mejora en el costo por riesgo de largo plazo de 1,1 p.p, hasta 9,4% sobre colocaciones (Chile).

Finalmente, a nivel consolidado esperamos un margen Ebitda en torno a 6,7% en 2022 (9,7% en 2021) y el largo plazo.

Riesgos

- ↓ Mayor competencia en el canal e-commerce
- ↓ Mayor desaceleración en el consumo discrecional
- ↓ Menor protección de márgenes

Ripley

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$330

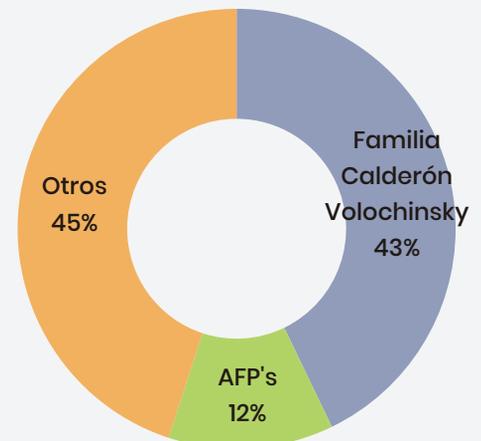
INFORMACIÓN RELEVANTE

| | |
|--------------------------------|-----------|
| Ticker BCS | RIPLEY |
| Riesgo | Alto |
| Precio Objetivo (\$) | 330 |
| Precio Actual (\$) | 125 |
| Precio Min/Max 12M (\$) | 118 / 242 |
| Market Cap (MMUS\$) | 280 |
| Volumen Diario (MMS)* | 444 |
| Nº Acciones (millones) | 1.936,1 |
| Free Float | 57% |
| Peso IPSA | 0,4% |
| Dividend Yield 12M | 15,2% |

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2021

RIPLEY | Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 125 | P. Objetivo: \$330

Estado de Resultados

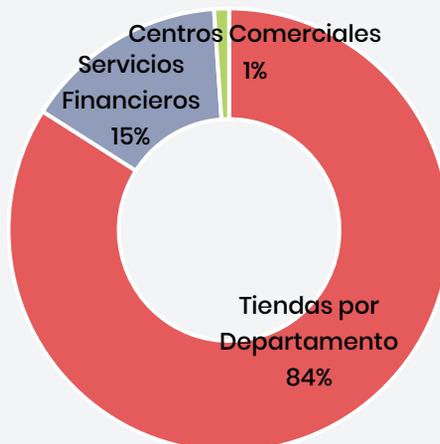
| ESTADO DE RESULTADOS | | | | | |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Millones de pesos | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Ingresos | 1.499.541 | 2.062.196 | 1.999.645 | 2.006.288 | 2.095.340 |
| Variación (%) | -13,2% | 37,5% | -3,0% | 0,3% | 4,4% |
| Resultado Operacional | -49.408 | 133.935 | 62.427 | 54.272 | 59.406 |
| Variación (%) | -239,6% | -371% | -53,4% | -13,1% | 9,5% |
| Margen Operacional (%) | -3,3% | 6,5% | 3,1% | 2,7% | 2,8% |
| EBITDA | 17.918 | 199.315 | 130.250 | 123.580 | 131.647 |
| Variación (%) | -82,4% | 1012,4% | -34,7% | -5,1% | 6,5% |
| Margen EBITDA (%) | 1,2% | 9,7% | 6,5% | 6,2% | 6,3% |
| Utilidad Neta | -83.478 | 78.568 | 23.225 | 15.700 | 18.719 |
| Variación (%) | -1829% | -194,1% | -70,4% | -32,4% | 19,2% |
| Margen Neto (%) | -5,6% | 3,8% | 1,2% | 0,8% | 0,9% |

| INDICADORES DE CRÉDITO | | | | | |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Deuda / Activos (%) | 73% | 73% | 73% | 73% | 72% |
| EBITDA / Gastos Financieros (x) | 1,5 | 5,6 | 4,7 | 4,4 | 4,5 |
| Liquidez Corriente (x) | 1,22 | 1,04 | 0,98 | 0,96 | 0,93 |
| Deuda Neta / Ebitda | 13,65 | 3,78 | 4,98 | 5,42 | 5,54 |
| Deuda Financiera (MM \$) | 1.583.270 | 1.393.935 | 1.408.207 | 1.476.686 | 1.540.281 |

| VALORIZACIONES | | | | | |
|-----------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Precio de cierre (\$) | 221 | 138 | | | |
| Precio Utilidad (x) | -5,1 | 3,4 | 10,5 | 15,5 | 13,0 |
| EV / Ebitda (x) | 20,8 | 4,9 | 6,3 | 6,8 | 6,9 |
| Bolsa Libro (x) | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Precio Ventas (x) | 0,29 | 0,13 | 0,12 | 0,12 | 0,12 |
| ROA (%) | -1,4% | 3,8% | 1,7% | 1,5% | 1,5% |
| ROE (%) | -8,3% | 8,1% | 2,4% | 1,6% | 1,8% |

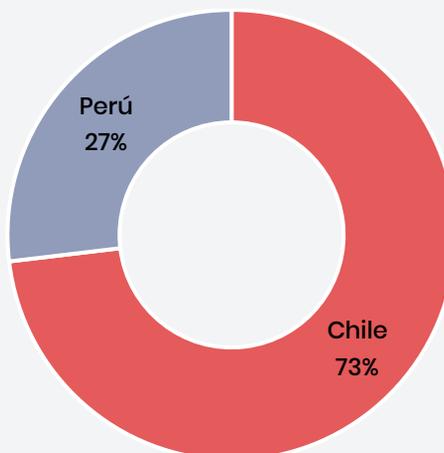
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

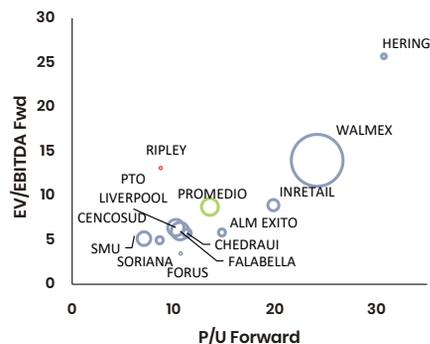
B/L Trailing



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

*: Múltiplos Forward 2021

Comparables*



Valoramos consolidación de mejoras operacionales y exposición a consumo básico

Durante 2021, los resultados de la compañía se vieron impulsados por el dinamismo en el consumo y la recuperación de la compra de reposición junto con un alza en las transacciones, lo que llevó a un crecimiento de 9,2% en ingresos durante el año (9% a/a en SSS), aunque perdiendo participación de mercado frente a sus comparables. Por formato, los ingresos mostraron variaciones de 10,6% a/a en Unimarc y 8,8% a/a en Mayoristas. Las ventas online, en tanto, alcanzaron una penetración de 0,9%. Por su parte, el margen Gav se disminuyó 192 p.b hasta 23,2%, producto un menor gasto del personal (-1,1%) y una mayor dilución de gastos, y contrarrestando el alza de 14,7% en arriendos y gastos comunes. Con todo, registró un alza en Ebitda de 25,4% a/a y 170% 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 2022 de 2,1% en ingresos, en línea con una mayor movilidad y un mejor desempeño en el canal mayorista, impactando positivamente los formatos de la compañía, a la vez que valoramos una mayor incorporación de marcas propias, lo que podría apoyar la protección de márgenes. Por el lado de la superficie de ventas, esperamos un aumento de 1,3% anual en promedio por los próximos 2 años.

Finalmente, luego de las mejoras operacionales realizadas por la compañía, la menor dotación promedio (-9,1% a/a), una mayor centralización de sus operaciones y ante una alta base de comparación, nuestro escenario base considera un deterioro en el margen Gav hasta 24% en el año (75 p.b frente a 2021), alcanzando el 24,7% en el largo plazo producto de presiones en costos salariales, seguros y servicios externos. Asimismo, esperamos un margen Ebitda de 8,8% en 2022 (9,1% en 2021) y 8,1% en el largo plazo. En nuestra valorización, en torno a 50 pesos por acción son aportados por Activos por impuestos diferidos.

Riesgos

- ↓ 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: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$185

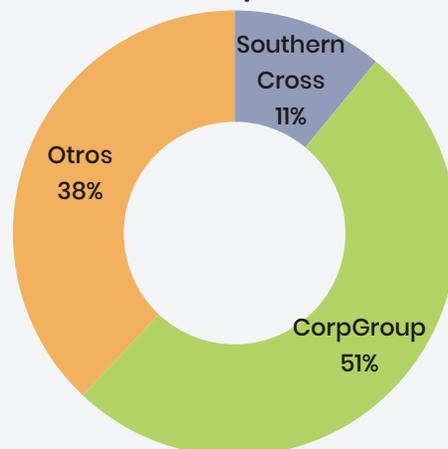
INFORMACIÓN RELEVANTE

| | |
|-------------------------|----------|
| Ticker BCS | SMU |
| Riesgo | Bajo |
| Precio Objetivo (\$) | 185 |
| Precio Actual (\$) | 84 |
| Precio Min/Max 12M (\$) | 69 / 110 |
| Market Cap (MMUS\$) | 551 |
| Volumen Diario (MMS)* | 300 |
| Nº Acciones (millones) | 5.772,6 |
| Free Float | 49% |
| Peso IPSA | 0,6% |
| Dividend Yield 12M | 11,7% |

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2021

SMU | Sector: Retail | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$) : 84 | P. Objetivo: \$185

Estado de Resultados

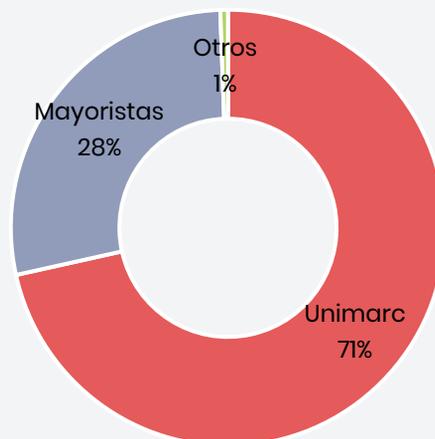
| ESTADO DE RESULTADOS | | | | | |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Millones de pesos | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Ingresos | 2.316.346 | 2.472.378 | 2.523.219 | 2.581.109 | 2.650.815 |
| Variación (%) | 0,8% | 6,7% | 2,1% | 2,3% | 2,7% |
| Resultado Operacional | 99.520 | 145.951 | 138.777 | 129.055 | 127.239 |
| Variación (%) | -11,0% | 46,7% | -4,9% | -7,0% | -1,4% |
| Margen Operacional (%) | 4,3% | 5,9% | 5,5% | 5,0% | 4,8% |
| EBITDA | 185.471 | 225.780 | 221.667 | 213.847 | 214.321 |
| Variación (%) | -6,3% | 21,7% | -1,8% | -3,5% | 0,2% |
| Margen EBITDA (%) | 8,0% | 9,1% | 8,8% | 8,3% | 8,1% |
| Utilidad Neta | 29.828 | 69.866 | 65.631 | 45.831 | 49.250 |
| Variación (%) | -13,8% | 134,2% | -6,1% | -30,2% | 7,5% |
| Margen Neto (%) | 1,3% | 2,8% | 2,6% | 1,8% | 1,9% |

| INDICADORES DE CRÉDITO | | | | | |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Deuda / Activos (%) | 67% | 66% | 66% | 66% | 66% |
| EBITDA / Gastos Financieros Netos (x) | 3,7 | 4,6 | 4,5 | 4,3 | 4,3 |
| Liquidez Corriente (x) | 0,84 | 0,84 | 0,84 | 0,84 | 0,84 |
| Deuda Neta / Ebitda (x) | 4,62 | 3,86 | 3,93 | 4,08 | 4,08 |
| Deuda Financiera (MM \$) | 856.725 | 871.426 | 872.103 | 872.873 | 873.801 |

| VALORIZACIONES | | | | | |
|-----------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Precio de cierre (\$) | 107,0 | 86,0 | | | |
| Precio Utilidad (x) | 20,7 | 7,1 | 7,3 | 9,8 | 9,1 |
| EV / Ebitda (x) | 7,9 | 6,1 | 6,1 | 6,2 | 6,2 |
| Bolsa Libro (x) | 0,9 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Precio Ventas (x) | 0,27 | 0,20 | 0,19 | 0,17 | 0,17 |
| ROA (%) | 1,4% | 3,1% | 2,9% | 2,0% | 2,1% |
| ROE (%) | 4,1% | 9,3% | 8,5% | 5,9% | 6,3% |

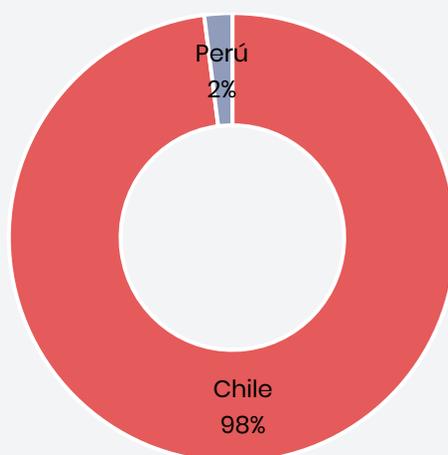
Fuente: Departamento de estudios

Distribución de Ingresos Chile



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

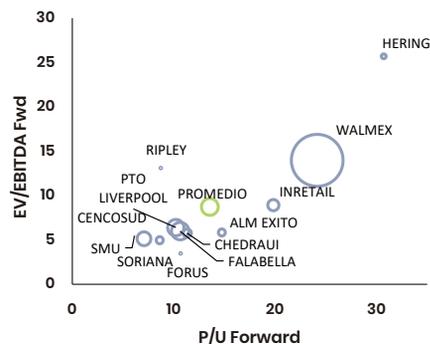
EV/EBITDA Trailing



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

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

Eduardo Salas V.
Economista Senior
eduardo.salas@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

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.