



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

A n a l i s t a s

Macarena Villalobos M.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

macarena.villalobos@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Cencosud Shopping S.A.

Marzo 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos	AA+
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	30 de noviembre de 2018

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 y 30 años
Monto máximo	UF 12.000.000 cada una
Moneda de emisión	Pesos o Unidades de Fomento
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos del emisor. El uso específico que el emisor dará a los fondos obtenidos de cada emisión se indicará en cada escritura complementaria.
Garantías	No contempla, salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del emisor de acuerdo con los artículos 2.465 y 2.469 del Código Civil.

Covenants financieros de las líneas de bonos en proceso de inscripción	
Covenant	Límite
Pasivo exigible / Patrimonio total	≤ 1,5 veces
Activos libres de gravamen / Pasivo exigible	≥ 1,2 veces

Estados de Resultado Consolidado IFRS		
MM\$	2017	nov-18
Ingresos de actividades ordinarias	50.250	64.189
Costo de ventas	-7.593	-7.375
Ganancia bruta	42.657	56.814
Gasto de administración	-3.086	-8.114
Costos financieros	-28.431	-29.505
Ganancia	76.585	16.490
EBITDA	40.341	49.482

Balance General Consolidado, IFRS		
MM\$	2017	nov-18
Activos corrientes	26.871	528.340
Activos no corrientes	817.707	2.837.138
Total activos	844.579	2.889.977
Pasivos corrientes	15.036	28.498
Pasivos no corrientes	667.499	1.310.835
Total pasivos	682.535	1.339.333
Patrimonio	162.043	1.550.644
Total pasivos y patrimonio	844.579	2.889.977
Deuda financiera ¹	613.420	917.351

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Cencosud Shopping S.A. (Cencosud Shopping) es una sociedad perteneciente al grupo Cencosud creada con el fin de desarrollar, construir, administrar, gestionar, explotar y arrendar locales y espacios en centros comerciales del tipo "Mall". Dentro de su rubro opera 10 centros comerciales y 23 *power centers* en Chile.

Si bien la sociedad fue constituida recientemente, en octubre de 2005 se creó bajo la razón social Costanera Center S.A. pero en octubre de 2018—y tras una fusión y división—se cambia de razón social a **Cencosud Shopping**, cuenta con activos inmobiliarios en operación desde 1993 en Chile.

A noviembre de 2018 la empresa generó ingresos contables cercanos a UF 2,3 millones y registraba una deuda financiera por UF 33,3 millones, operando una superficie arrendable del orden de 1.256.000 metros cuadrados. Sin embargo, se estima que sería de UF 8,2 millones al considerar los ingresos de todos los activos durante el 2018 (proforma) y el EBITDA ascendería a UF 7,5 millones.

Uno de los principales fundamentos que sustentan la clasificación de las líneas de bonos de **Cencosud Shopping** en "Categoría AA+" es la capacidad de generación de flujo que presentaría la sociedad considerando los activos inmobiliarios con los que cuenta y la inelasticidad que presentan este tipo de activos con respecto al consumo. Lo anterior se basa en la política de arrendamiento que tienen los activos, los que son principalmente fijos, y la ubicación en los que se encuentran (puntos de ventas con elevada

¹ Incluye los pasivos financieros con empresas del grupo Cencosud S.A.

conurrencia). De esta forma, el crecimiento de los ingresos que genere la compañía, de forma orgánica, provienen esencialmente de un aumento en la superficie arrendable.

Otro aspecto que se destaca son las características propias del negocio, las cuales, una vez que se materializan las inversiones, permiten que el flujo de caja operacional de la empresa sea elevado en relación con su nivel de ingresos. Junto a lo anterior, se debe considerar que, a medida que se van incorporando más centros comerciales, se atenúa los efectos que se pueden generar por el debilitamiento de un punto de arriendo en particular, lo que debiera de reafirmarse una vez que entren en operación nuevos inmuebles. Además, los arriendos se encuentran pactados principalmente en el largo plazo, teniendo en la actualidad una madurez cercana a los 13 años y en unidades de fomento, lo cual limita los impactos de la inflación sobre los ingresos. A ello se suma que los principales arrendadores son empresas con adecuada o elevada solvencia o, en su defecto, entidades cuya importancia relativa es muy reducida en el contexto del total de ingresos del emisor.

Además, la clasificación se ve favorecida por el posicionamiento que tienen los activos de **Cencosud Shopping**, convirtiéndola en uno de los principales operadores del negocio inmobiliario orientado a la industria *retail*. Asimismo, se reconoce la experiencia que posee en el desarrollo de nuevos centros comerciales.

La categoría de riesgo asignada también reconoce como elemento positivo la presencia del Grupo Cencosud como controlador de la entidad, que cuenta con una elevada solvencia y experiencia en el sector comercial, permitiéndole además actuar con sus marcas como tiendas anclas de los proyectos desarrollados.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve limitada por el hecho de que la sociedad—inserta en el rubro inmobiliario comercial—requiere hacer inversiones relevantes en activos fijos para mantener un crecimiento orgánico en el futuro, las cuales son financiadas—en general—por una mezcla de deuda y flujos de efectivo generados por la operación de otros centros comerciales. En este sentido, la ejecución de proyectos no exitosos o menos rentables que los existentes podría deteriorar la relación actual entre capacidad de generación de flujos del emisor y sus obligaciones financieras. Sin embargo, existen mitigantes sobre el riesgo de una baja rentabilidad y viabilidad de los proyectos, como compromisos firmados por los potenciales locatarios al inicio de las obras de construcción y que el financiamiento de las obras se encuentre asegurado antes de ejecutarlas.

El proceso de evaluación también incorpora el alto nivel de competencia en el sector en que se desenvuelve la compañía, lo que puede generar, en el mediano-largo plazo, presiones en el precio de arrendamiento de cada local. Tampoco se puede descartar que a futuro existan cambios en los hábitos de compra de los consumidores que generen una disminución en la demanda de los centros ya existentes y/o pueda provocar un exceso de capacidad instalada en zonas geográficas específicas.

Con todo, se precisa que los riesgos aludidos son marginales, compatibles con una clasificación de los bonos en "Categoría AA+".

Para la mantención de la clasificación es necesario que el grupo controlador no aumente significativamente su nivel de endeudamiento de manera de requerir del flujo generado por **Cencosud Shopping**.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Estabilidad de sus indicadores y alta generación de caja (el margen EBITDA de los activos alcanza ratios promedios superiores al 80%).
- Amplia cartera de centros comerciales con contratos de arrendamientos mayoritariamente a tarifas fijas y de largo plazo.

Fortalezas complementarias

- *Duration* de los contratos.
- Participación de mercado, sumado a la experiencia en el desarrollo de nuevos centros comerciales
- Apoyo de su grupo controlador (Cencosud).

Riesgos considerados

- Aumento significativos en el endeudamiento del grupo controlador (baja probabilidad de ocurrencia).
- Reducción de precios de arrendamiento por mayor competencia o cambio de hábito de consumidores (de baja probabilidad de darse en forma abrupta en períodos reducidos de tiempo).

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

El signo "+" representa a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Antecedentes generales

Historia

Cencosud Shopping nace como sociedad en octubre de 2018 tras la fusión por incorporación de Cencosud Shopping Centers S.A. y, posteriormente, la división de la sociedad ya fusionada en dos sociedades anónimas cerradas: **Cencosud Shoppings S.A.** (que se identifica como sociedad continuadora) y una nueva sociedad denominada Cencosud Inmobiliaria S.A. Con esta serie de operaciones, **Cencosud Shopping** incorpora todos los activos de renta inmobiliaria comercial que pertenecían a Cencosud S.A. y totalizando cerca de 1.256.000 metros cuadrados de superficie arrendable.

La compañía tiene como objeto el desarrollo, construcción, administración, gestión, explotación y arriendos de locales y espacios en centros comerciales del tipo “mall” y oficinas.

Propiedad

Al 30 de noviembre la propiedad de **Cencosud Shopping** se compone como se presenta en la Tabla 1.

Tabla 1: Accionistas de la sociedad

Accionistas	Propiedad
Cencosud S.A.	99,99996%
Inversiones Quinchamalí	0,00004%

Análisis financiero

Debido a que los estados financieros de **Cencosud Shopping** a noviembre de 2018 no son representativos de la capacidad de originación de flujos de la compañía, el análisis que se presenta se realizó en base a los flujos proforma realizados por la sociedad, que considera todos los activos traspasados a la nueva sociedad los cuales disponen de historia para un período más que razonable.

Ingresos y EBITDA

Los ingresos que presentan los activos de **Cencosud Shopping** muestran un comportamiento estable de baja volatilidad. Frente al EBITDA generado, se observa un elevado margen dentro de lo esperado para este tipo de activos. Al cierre de 2018 se esperaba que los activos inmobiliarios que conforma la compañía generen un margen EBITDA cercano al 90,9%, tal como se presenta en la Ilustración 1.

Al revisar los ingresos por activos, se puede apreciar que cerca del 24% proviene de Costanera Center y un 19% de Alto Las Condes. El resto se distribuye entre 31 otros centros ubicados en Chile. La *Ilustración 2* presenta la distribución de los ingresos generados por los diez principales activos de la compañía.

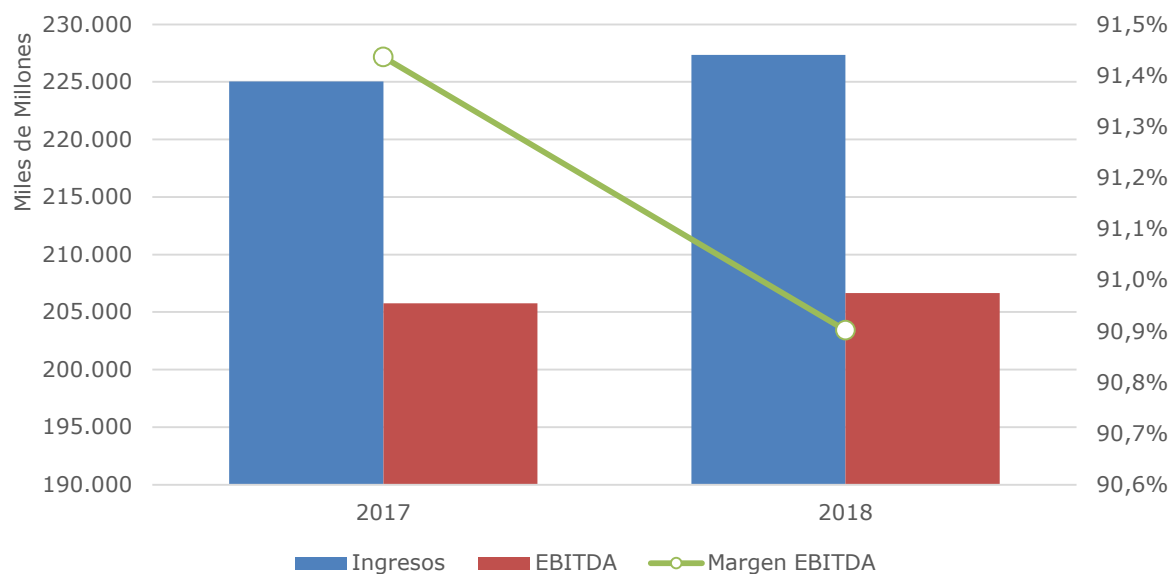


Ilustración 1: Ingresos y EBITDA de los activos de la compañía, proforma.

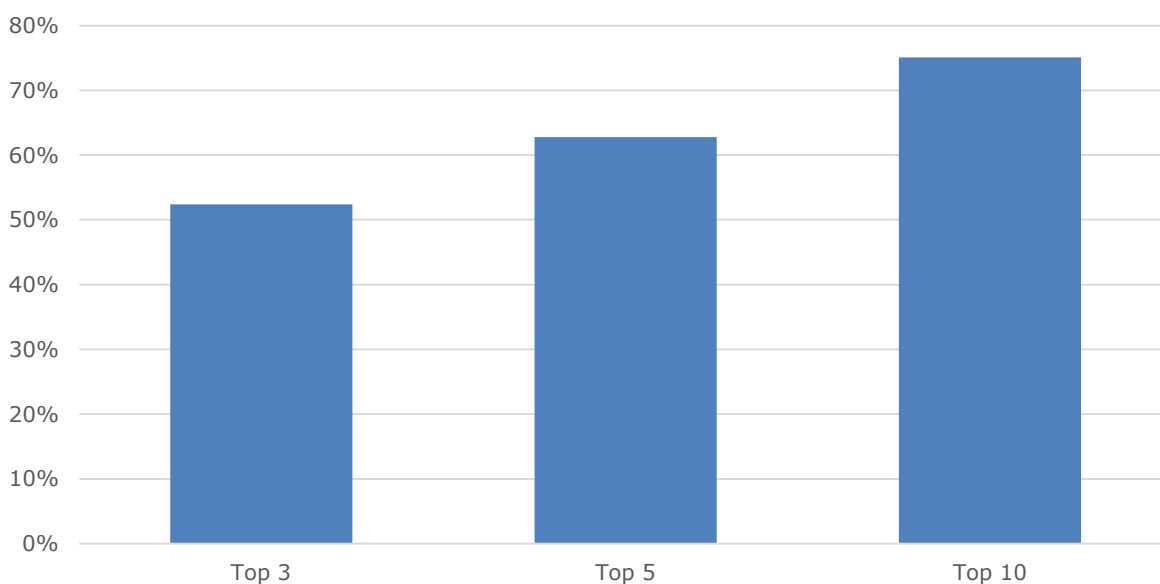


Ilustración 2: Distribución de ingresos de los principales activos

En términos de EBITDA, la desagregación es relativamente similar. Cerca del 24% del EBITDA proviene de Costanera Center, seguido por Alto Las Condes, aportando un 20% del EBITDA. La *Ilustración 3* presenta la distribución del EBITDA dentro de los diez principales activos.

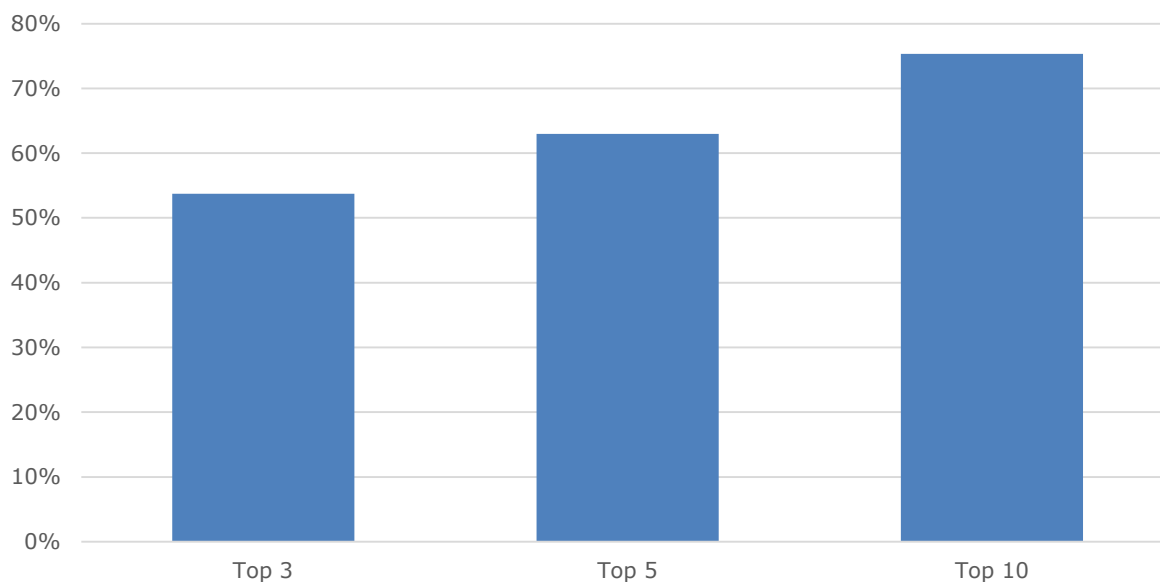


Ilustración 3: Distribución del EBITDA de los principales activos

Índice de Cobertura Global

El Índice de Cobertura Global es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo esperado de vigencia de la deuda (supuesto **Humphreys**), descontado a la tasa de interés esperado de la misma (supuesto **Humphreys**), y el valor de la deuda financiera, sin considerar la perpetuidad de la generación de los flujos que puede tener. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, se presume que no debiera de presentar problemas para dar cumplimiento de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos).

En el caso de **Cencosud Shopping**, se utilizó la deuda financiera informada por la sociedad con posterioridad a la colocación de los bonos, estos es US\$ 900 millones, y suponiendo una madurez de 10 años, presentando una relación de 3,5 veces. Con esto, se presume que la compañía tiene una elevada capacidad de hacer frente a sus deudas ya que los flujos que podría generar serían superior el nivel de deuda actual. La trayectoria de este indicador, suponiendo que toda la deuda se paga al término de los 25 años, se presenta en la Ilustración 4.

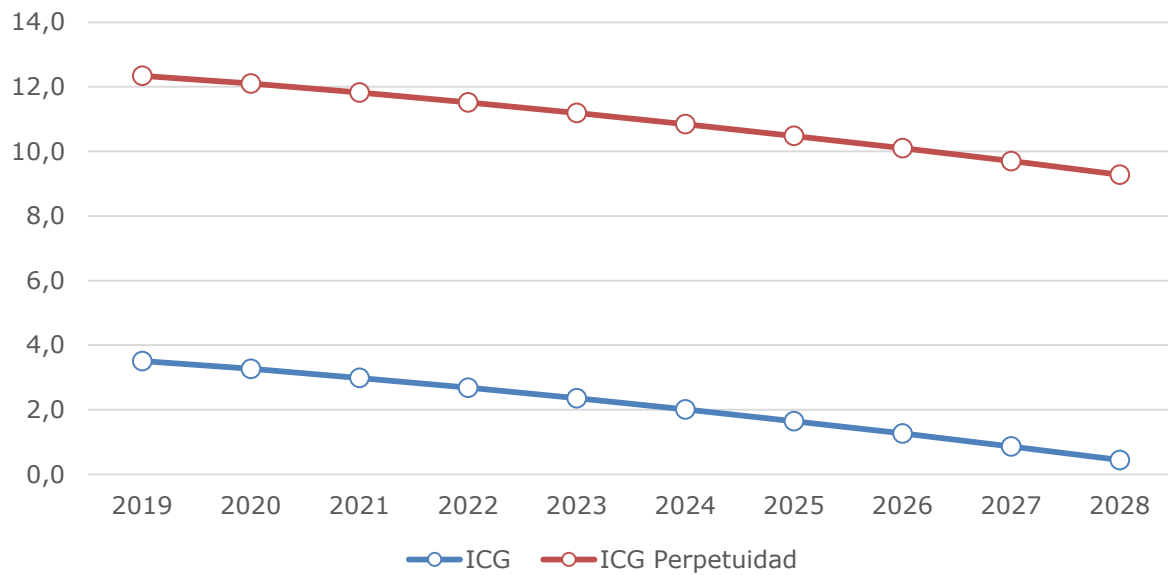


Ilustración 4: Índice de Cobertura Global de la Deuda

“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”