



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## Cencosud Shopping S.A.

Anual desde Envío Anterior

**ANALISTAS:**

Camila Alvarado

Hernán Jiménez

[camila.alvarado@humphreys.cl](mailto:camila.alvarado@humphreys.cl)

[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

**FECHA**

Febrero 2022

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Líneas de bonos y bonos Tendencia	<b>AA+</b> <b>Estable</b>
--------------------------------------	------------------------------

EEFF base	30 de septiembre de 2021
-----------	--------------------------

#### Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Línea de bonos	N° 940 de 06.05.19
Serie A (BCSSA-A)	Primera emisión
Serie C (BCSSA-C)	Segunda emisión
Línea de bonos	N° 941 de 06.05.19
Serie B (BCSSA-B)	Primera emisión
Serie D (BCSSA-D)	Segunda emisión
Serie E (BCSSA-E)	Segunda emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	sep-21
Ingresos de actividades ordinarias	50.250	86.448	228.990	146.755	136.936
Costo de ventas	-7.593	-15.378	-6.239	-10.362	-9.587
<b>Ganancia bruta</b>	<b>42.657</b>	<b>71.070</b>	<b>222.751</b>	<b>136.393</b>	<b>127.349</b>
Gasto de administración	-3.086	-4.036	-13.571	-14.877	-6.865
Cotos financieros	-28.431	-33.420	-33.741	-10.400	-8.084
<b>Ganancia</b>	<b>76.585</b>	<b>81.593</b>	<b>405.481</b>	<b>249.419</b>	<b>35.016</b>
EBITDA	45.164	66.160	209.117	121.418	120.411

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	sep -21
Activos corrientes	26.871	70.516	136.000	93.751	167.106
Activos no corrientes	817.707	2.927.526	3.668.442	3.884.647	3.827.926
<b>Total activos</b>	<b>844.579</b>	<b>2.998.042</b>	<b>3.804.442</b>	<b>4.008.410</b>	<b>3.995.032</b>
Pasivos corrientes	15.036	44.139	89.744	50.291	86.723
Pasivos no corrientes	667.499	1.488.671	1.177.165	1.246.122	1.242.664
Total pasivos	682.535	1.532.810	1.266.909	1.296.413	1.329.387
Patrimonio	162.043	1.465.233	2.537.533	2.681.985	2.665.645
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>844.579</b>	<b>2.998.042</b>	<b>3.804.442</b>	<b>3.978.398</b>	<b>2.685.465</b>
Deuda financiera	613.420	1.829	544.656	559.022	579.177

# 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”. También cuentan con estacionamientos, oficinas, hotel y mirador en el Sky Costanera. Dentro de su rubro opera 13 centros comerciales y 27 *power centers* con presencia en Chile, Colombia y Perú.

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— cambia de razón social a **Cencosud Shopping**. Cuenta con activos inmobiliarios en operación desde 1993 en Chile, desde 1999 en Perú y desde 2012 en Colombia.

A septiembre de 2021, la empresa obtuvo ingresos por \$136.936 millones, presentaba una deuda financiera de \$579.177 millones y un nivel de patrimonio de \$2.665.645 millones. A la misma fecha, **Cencosud Shopping** operaba una superficie arrendable de 1.338.761 m<sup>2</sup> entre los tres países en los que opera y un nivel de ocupación global del 97,44%.

En relación con la contingencia, asociada a la crisis producto del Covid-19, la compañía ha visto afectado su nivel de ingresos. Sin embargo, al tercer trimestre del 2021 se ha observado una recuperación de los mismos, mostrando un aumento del 10,19% respecto al mismo periodo del 2020. Lo anterior guarda relación con la reapertura parcial de los centros comerciales según el “Plan Paso a Paso” y también con el término de los planes de descuento ofrecidos a los arrendatarios a partir del último trimestre del 2021. De todas formas, dado el calendario de vencimiento de **Cencosud Shopping** —cuya amortización de capital más próxima es en 2029— la reducción de ingresos no le afectaría para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. La clasificadora seguirá monitoreando el comportamiento de la pandemia y el efecto que ésta tendría en la capacidad de pago de la compañía.

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 la buena calidad de los activos inmobiliarios que se entregan en arriendo y la inelasticidad que presentan este tipo de ingresos con respecto al consumo. Lo anterior se basa en la política de arrendamiento que tienen los activos, los que son principalmente cánones fijos (71,78% a septiembre de 2021), y la ubicación en los que se encuentran (puntos de ventas con elevada concurrencia). De esta forma, el crecimiento de los ingresos que genera la compañía, de forma orgánica, provienen esencialmente de un aumento en la superficie arrendable. Dada esta característica se presume como altamente probable que la empresa pueda refinanciar los bonos *bullet* a su vencimiento, dentro de ciertos márgenes, incluso cuando se observe una baja en los flujos y un alza en la tasa de interés de los créditos.

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 con lo anterior, se debe considerar que, a medida que se van incorporando más centros comerciales, se atenúan 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 promedio ponderado de 9,9 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 del *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 (clasificado en “Categoría AA-”) 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 la 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.

Adicionalmente, el análisis no desconoce que postpandemia podría observarse cambios en los hábitos de la población en el sentido, por ejemplo, de disminuir las compras presenciales y, por ende, presionar a la baja el precio de arriendo de los locales comerciales. Sin embargo, el sector inmobiliario, específicamente, de centros comerciales ha mostrado que ha sido capaz de adaptarse a los cambios. En todo caso, en opinión de la clasificadora, se trata de un tema que deberá ir dilucidándose con el tiempo, siendo prematura cualquier conjetura taxativa a la fecha.

La perspectiva de la clasificación se califica de “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia ni en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Estabilidad de sus indicadores y alta generación de caja (el margen EBITDA alcanza ratios 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).

### Limitantes

- Aumento significativo 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 periodos reducidos de tiempo).
- Cambio de hábito de consumidores (con todo, en el tiempo la industria se ha ido adaptando al cambio de preferencias de la población).
- Tipo de cambio (proporcional a las inversiones en Colombia y Perú).

## 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.

## Hechos recientes

### Tercer trimestre 2021

A septiembre de 2021, **Cencosud Shopping** presentó ingresos por \$136.936 millones, lo que representa un aumento del 33,83% con respecto al mismo periodo del 2020; variación explicada principalmente por el relajamiento de ciertas restricciones y aforos asociados a la contingencia sanitaria. Los costos de venta disminuyeron un 59,44%, cerrando el tercer trimestre por un total de \$6.013 millones; a la misma fecha, los gastos de administración fueron de \$12.336 millones. La compañía presentó un EBITDA de \$127.277 millones, un 32,26% mayor al presentado a la misma fecha en 2020, obteniendo un margen EBITDA de 92,95%.

**Cencosud Shopping** terminó el tercer trimestre de 2021 presentando activos por \$3.995.032 millones, pasivos por \$1.329.387 millones y un patrimonio de \$2.685.465 millones.

## Oportunidades y fortalezas

### Posición en el mercado

**Cencosud Shopping** es el segundo operador de centros comerciales más grande en Chile, con de 1.338.761 m<sup>2</sup> arrendables en Chile, Perú y Colombia y una fluencia de 58.917 visitas a septiembre de 2021. Lo anterior, representa una ventaja comparativa para la compañía en diversos ámbitos, entre los que se encuentra la diversificación de ingresos por mall. **Cencosud Shopping**, además, cuenta con diversificación geográfica que le permite tener una mayor estabilidad en los flujos y no ser monodependiente de las fluctuaciones económicas de las regiones o países.

### Composición, nivel y estabilidad de los flujos

Los ingresos de la compañía están determinados fundamentalmente por el arrendamiento de sus espacios comerciales. La fortaleza, en el caso de los ingresos, viene dada por el alto componente fijo de los mismos (71,78% a septiembre de 2021) los cuales están establecidos en contratos de arriendo a largo plazo y valorizadas en UF, lo que permite a la compañía exponerse a la volatilidad del mercado minorista, sino que más bien estar ligada al crecimiento del país. Asimismo, se observa estabilidad en los flujos del grupo, debido a la alta tasa de ocupación de sus malls (97,44% a septiembre de 2021).

Asimismo, puesto que el negocio es intensivo en inversión, pero de bajos costos y gastos de explotación, su etapa operativa le permite la generación de excedentes elevados para el pago de sus pasivos (la compañía posee un margen EBITDA mayor al 80%), independiente que en el futuro una reducida capacidad de retribuir a su capital.

Cabe agregar que, a juicio de la clasificadora, la crisis del Covid-19 es particularmente excepcional y la disminución de los ingresos fue el resultado de la decisión de la autoridad de prohibir la apertura de los centros comerciales.

### Elevado *know how* en su mercado

Dentro del negocio de los centros comerciales, algunos factores de vital importancia son la operación y la ubicación de cada mall. Dado lo anterior, una fortaleza relevante de **Cencosud Shopping** es la amplia trayectoria que posee el equipo desarrollando proyectos de centros comerciales (más de 25 años de experiencia) con conocimiento elevado en la operación, experiencia específica en la negociación de compra de nuevos terrenos y la elección de estos últimos en base a estudios técnicos para determinar el flujo que tendrá cada nuevo proyecto a construir. De la misma manera, la empresa posee un fuerte dominio en iniciativas de remodelación y ampliación de sus centros comerciales ya existentes, lo cual significa una intervención no menor en su operación. Todo lo anterior, queda reflejado en el éxito de su actual *mix* de centros comerciales.

### Solvencia del controlador

Cencosud S.A. controla el 71,64% de **Cencosud Shopping**. Es una entidad clasificada en "Categoría AA-", con capacidad financiera para apoyar futuros requerimientos de capital y con experiencia en el sector comercial,

principalmente a través de las tiendas anclas del grupo. A septiembre de 2021, Cencosud S.A. presenta un patrimonio de \$4.840 miles de millones.

## Factores de riesgo

### Riesgo de crecimiento

Como se ha citado anteriormente, el negocio inmobiliario es intensivo en inversión, por lo que realizar proyectos exitosos podría implicar una importante caída de flujos de caja en relación con los niveles de deuda, disminuyendo la capacidad de pago de la empresa. En todo caso, se reconoce que este elemento es atenuado por la existencia de 40 centros comerciales<sup>1</sup> (baja la importancia relativa de cada nueva inversión) y la experiencia del emisor (más de 25 años en el mercado).

### Competencia

En general, todos los agentes del mercado están asociados a grupos de importancia en el contexto nacional y con capacidad de acceder a fuentes de financiamientos para apoyar su crecimiento. Entre los grupos de relevancia con presencia en el sector se consideran a Mall Plaza y Parque Arauco.

### Hábitos de compra de la población

El éxito de los centros comerciales está dado por la afluencia de público. Sin embargo, a futuro, en el mediano o largo plazo, podría haber cambios en las costumbres de los consumidores, privilegiando locaciones menos concurridas o las compras vía internet.

### Exposición al tipo de cambio

Por sus inversiones y actividades en Colombia y Perú las fluctuaciones en la paridad del tipo de cambio afectan el balance y los resultados de la compañía.

## Antecedentes generales

### La compañía

**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 entidad ya fusionada en dos sociedades anónimas cerradas: Cencosud Shopping S.A. (que se identifica como sociedad continuadora) y otra denominada Cencosud

<sup>1</sup> Distribuidos en los tres países donde opera, con un total de 13 Shopping Centers y 27 Power Centers.

Inmobiliaria S.A. Con esta serie de operaciones, **Cencosud Shopping** incorpora la mayoría de los activos de renta inmobiliaria comercial que pertenecían a Cencosud S.A. y totalizando cerca de 1.338.761 m<sup>2</sup> de superficie arrendable. La compañía es controlada en un 71,64% por Cencosud S.A., entidad clasificada por **Humphreys** en "Categoría AA-".

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.

## Líneas de negocio

El negocio de **Cencosud Shopping** está, fundamentalmente, enfocado en la construcción y posterior arriendo de centros comerciales. Para lo anterior, el grupo ha desarrollado una amplia gama de tipos de locales, que ayudan a cubrir las necesidades tanto del público que acude a los centros comerciales como los requerimientos específicos de espacio de sus arrendatarios, los que incluyen espacios hoteleros dentro de su *mix*. Además, la estrategia de desarrollo logra diversificar los ingresos por distintos rubros, así como también atomizar el número de arrendatarios.

A septiembre de 2021, la superficie arrendable de **Cencosud Shopping** se distribuye principalmente en locales catalogados como "Servicios esenciales", representando éstos un 53,36% del total, dentro de esta categoría se encuentran los supermercados, *home improvement*, centros médicos, farmacias y bancos; en Chile, este negocio representa un 51,77% de la superficie. Por su parte, las tiendas de *retail*, representan un 29,05%. La Ilustración 1 presenta la distribución de la superficie arrendable de **Cencosud Shopping** a septiembre de 2021.

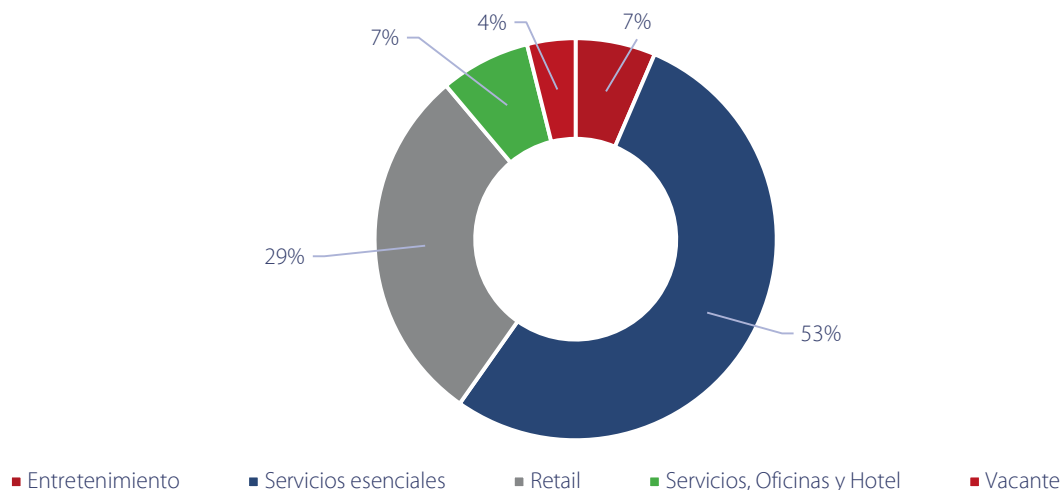


Ilustración 1: Superficie arrendable (GLA) según tipo de negocio



## Análisis financiero

### Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos **Cencosud Shopping** han presentado en el último año un aumento, alcanzando al cierre del tercer trimestre de 2021 (año móvil) un aumento del 10,19% con respecto al nivel presentado a la fecha en 2020. En cuanto al margen EBITDA, este ha alcanzado niveles superiores a 80% desde 2019, llegando a un 87,17% en septiembre de 2021. La Ilustración 2 presenta la evolución de estos indicadores.

### Índice de Cobertura Global

El Índice de Cobertura Global (ICG) es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo esperado de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de interés 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). Para el caso de **Cencosud Shopping**, este indicador alcanza las 8,05 veces a septiembre de 2021; sin embargo, como se muestra en la Ilustración 3, no se cumple el supuesto de calce de flujos y, por lo tanto, el indicador pierde validez sin considerar los efectos del refinanciamiento que se tenga que hacer.

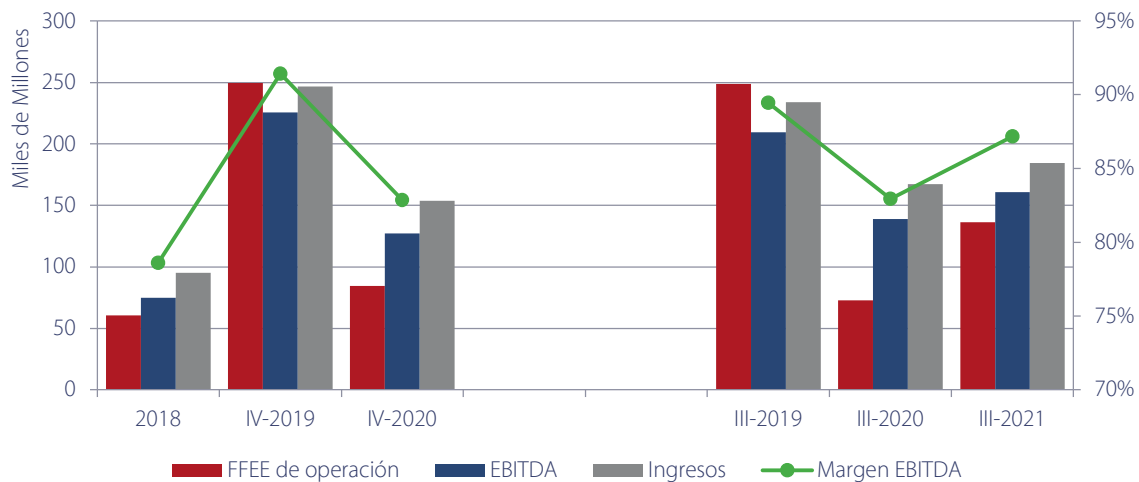


Ilustración 2: Ingresos y EBITDA de los activos de la compañía, trimestre últimos doce meses

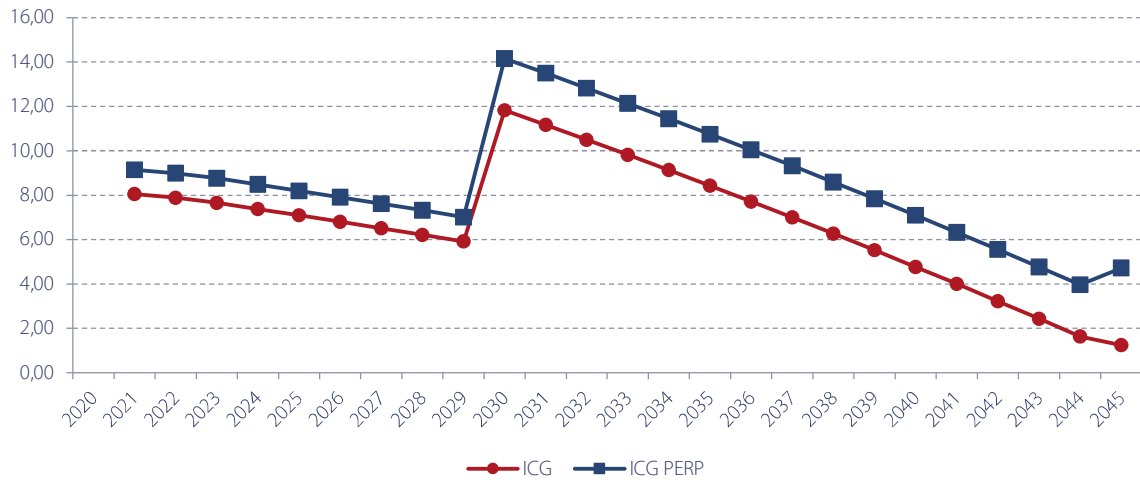


Ilustración 3: Índice de Cobertura Global de la deuda

Considerando que las deudas tendrían que ser refinanciadas, al menos parcialmente, en especial la que vence el 2029 y, en menor medida la del año 2045; por lo que para esta última, por lo extensivo del plazo junto con una mayor exposición a una caída en los flujos y a un alza en la tasa de interés, se ha procedido a calcular el ICG, tal como se presenta en la Tabla 1, con perpetuidad de flujos, para el año 2045, asumiendo que el saldo insoluto actual de la deuda se mantiene y distintos niveles de caídas en los flujos (en relación con el actual) y diversas tasas de interés.

Tabla 1: Índice de Cobertura Proyecto de los flujos para el refinanciamiento de la deuda

ICP	Castigo de Flujos						
	Tasa Interés	5%	10%	15%	20%	30%	40%
1,5%	78,35	74,22	70,10	65,98	57,73	49,48	41,24
2,0%	58,76	55,67	52,58	49,48	43,30	37,11	30,93
3,0%	39,17	37,11	35,05	32,99	28,86	24,74	20,62
6,0%	19,59	18,56	17,53	16,49	14,43	12,37	10,31
10,0%	11,75	11,13	10,52	9,90	8,66	7,42	6,19

Se observa, que la deuda podría ser refinanciada, incluso bajo el supuesto de caída en los flujos e incremento en la tasa de interés, lo que confirma la capacidad de pago del emisor.

## Endeudamiento

El nivel de endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, presenta un bajo nivel, considerando que se trata de un negocio inmobiliario, alcanzando a septiembre de 2021 un indicador de 0,50 veces; nivel similar que viene presentando desde el tercer trimestre de 2019. La evolución del nivel de endeudamiento de **Cencosud Shopping** se puede observar en la Ilustración 4.

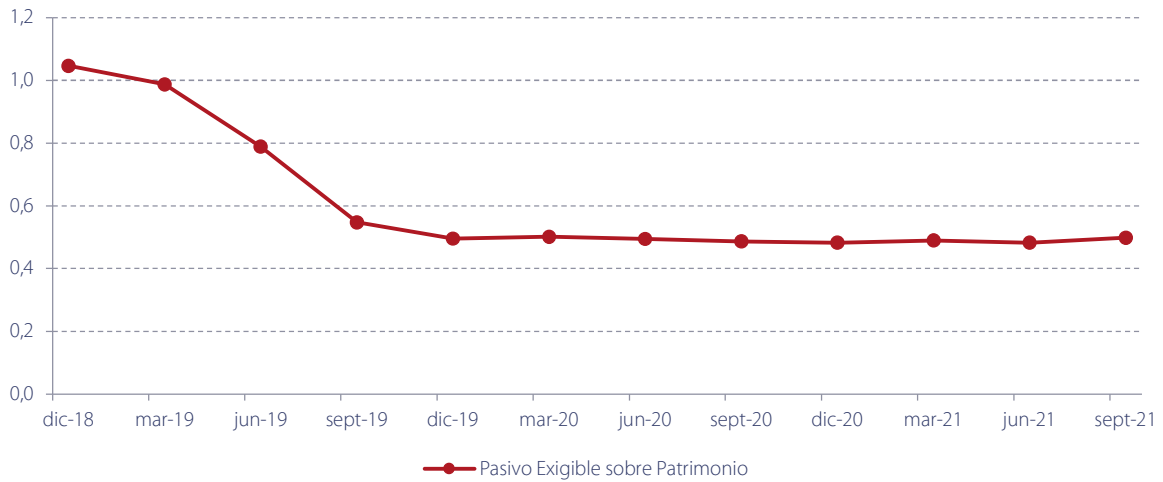


Ilustración 4: Endeudamiento

Tal como se puede apreciar en la Ilustración 5, las obligaciones de **Cencosud Shopping** en el corto plazo son abordables tanto con el EBITDA y el flujo de caja de largo plazo. Para el año 2029, fecha de vencimiento programado para las series A y C con los niveles actuales de EBITDA la compañía no sería capaz de hacer frente a éstos; sin embargo, bajo el criterio de la clasificadora, **Cencosud Shopping** no tendría dificultad para poder refinanciar este vencimiento en base a los activos con que cuenta la compañía, tal como se mencionó anteriormente, con ICG al vencimiento mayor a uno al considerar el valor de sus activos.

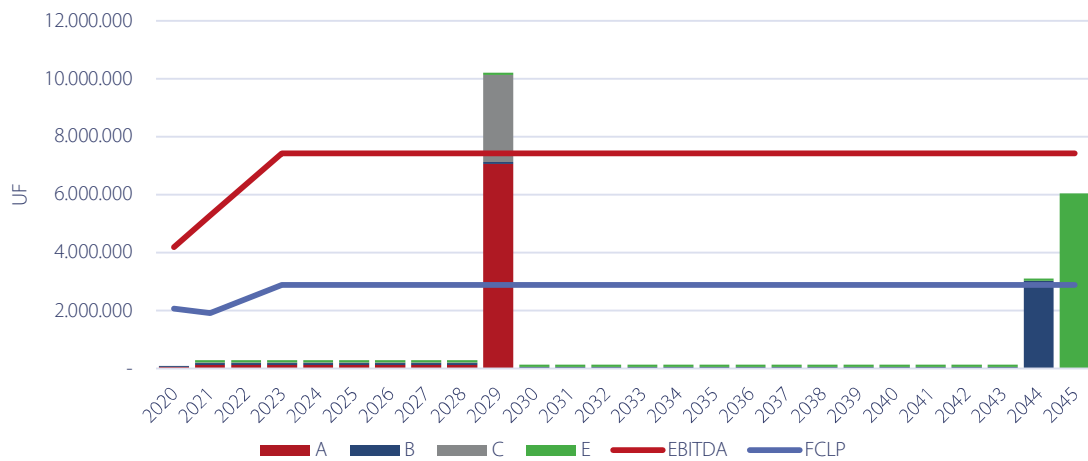


Ilustración 5: Evolución del perfil de vencimiento frente al FCLP y EBITDA

## Liquidez

La razón circulante de la compañía, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, se ha mantenido en niveles sobre la unidad desde diciembre de 2019. A septiembre de 2021, la razón circulante **Cencosud**

**Shopping** alcanzó las 1,93 veces. La evolución del indicador de liquidez de **Cencosud Shopping** se presenta en la Ilustración 6.

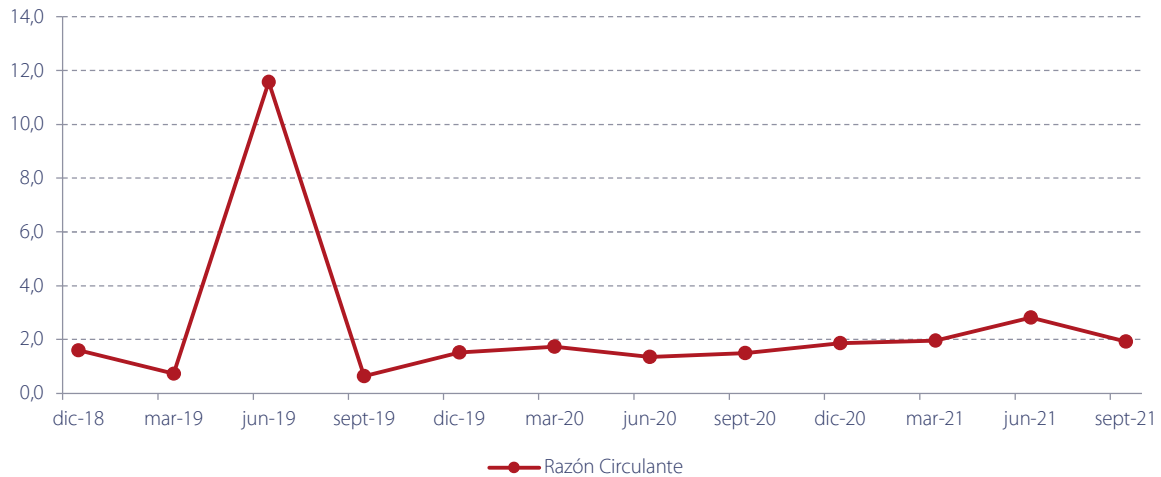


Ilustración 6. Razón circulante

## Rentabilidad

El indicador de rentabilidad de los activos de **Cencosud Shopping** al cierre del tercer trimestre de 2021 alcanzó un 4,26%, nivel mayor al presentado a la misma fecha en 2020 (3,79%). Mismo comportamiento presentó el ratio de rentabilidad del patrimonio, el cual pasó de un 4,25% en septiembre de 2020 a 8,41% en 2021. La evolución de rentabilidad de los activos y patrimonio se puede observar la Ilustración 7.

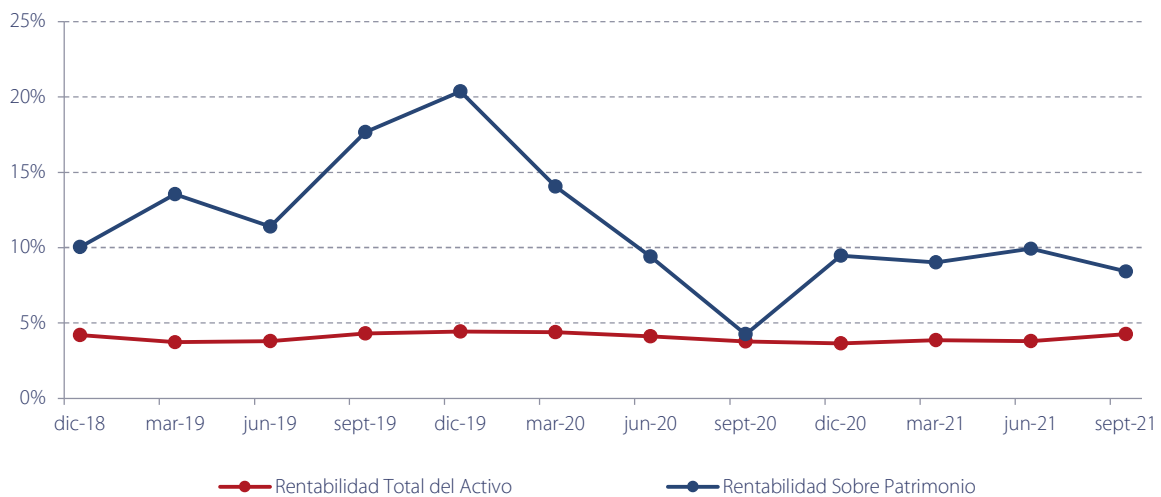


Ilustración 7: Rentabilidad del activo y patrimonio

## Covenants financieros

Covenants financieros		
	Límite	sept-21
Nivel de endeudamiento	1,5	0,5
Activos libres de gravámenes	1,2	3,01

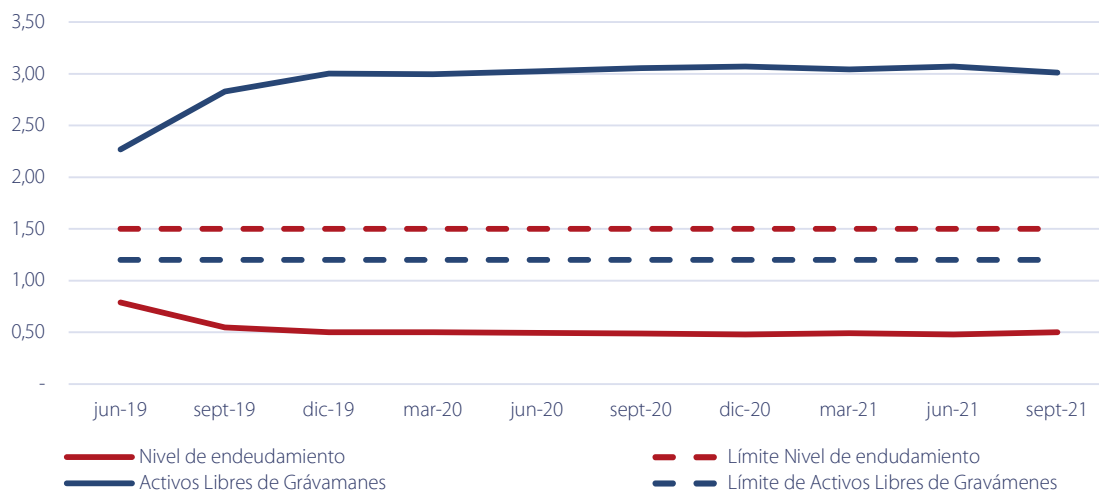


Ilustración 8: Covenants financieros del emisor

*“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.”*