



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Cencosud Shopping S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Ignacio Muñoz Quezada
Hernán Jiménez Aguayo
ignacio.munoz@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Febrero 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	AA+ Estable
EEFF base	30 de septiembre de 2022

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 E (BCSSA-E)	Segunda emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	sep-22
Ingresos de actividades ordinarias	86.448	228.990	146.755	215.063	204.918
Costo de Ventas	-15.378	-6.239	-10.363	-11.382	-9.682
Ganancia Bruta	71.070	222.751	136.393	203.681	195.237
Gastos de administración	-4.036	-13.571	-14.877	-9.892	-14.297
Costos financieros	-33.420	-33.741	-10.400	-10.926	-9.071
Ganancia	81.593	405.481	249.419	81.104	108.314
EBITDA	66.160	209.117	121.418	193.676	180.797

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	sep-22
Activos corrientes	70.516	136.000	93.751	129.576	202.301
Activos no corrientes	2.927.526	3.660.865	3.884.647	3.843.616	3.881.245
Total activos	2.998.042	3.796.865	3.978.398	3.973.192	4.083.546
Pasivos corrientes	44.139	89.744	50.291	47.745	85.676
Pasivos no corrientes	1.488.671	1.169.588	1.246.122	1.257.538	1.291.296
Patrimonio	1.465.233	2.537.533	2.681.985	2.667.909	2.706.574
Total patrimonio y pasivos	2.998.042	3.796.865	3.978.398	3.973.192	4.083.546

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 en el último lustro, ya en octubre de 2005 se había creado la razón social Costanera Center S.A. que en octubre de 2018 —y tras una fusión y división— cambia de razón social a **Cencosud Shopping**. La sociedad cuenta con activos inmobiliarios en operación desde 1993 en Chile, desde 1999 en Perú y desde 2012 en Colombia.

Al cierre de septiembre de 2022, la empresa obtuvo ingresos por \$204.918 millones, presentaba una deuda financiera de \$659.133 millones y un nivel de patrimonio de \$2.706.574 millones. A la misma fecha, **Cencosud Shopping** operaba una superficie arrendable de 1.341.268 m² entre los tres países en los que opera y un nivel de ocupación global del 97,90%.

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 (77,31% a septiembre de 2022), 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 si se observase 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 duración ponderada de 12,9 años según superficie arrendable 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; presionando así a la baja del precio de arriendo de los centros comerciales. Sin embargo, el sector inmobiliario, específicamente, de centros comerciales ha mostrado que ha sido capaz de adaptarse a los cambios.

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

Resultados a septiembre 2022

A septiembre de 2022, **Cencosud Shopping** presentó ingresos por \$204.918 millones, lo que representa un aumento del 49,65% con respecto al mismo periodo del 2021; variación explicada principalmente por el relajamiento de ciertas restricciones y aforos asociados a la contingencia sanitaria. Los costos de venta aumentaron un 0,99%, cerrando el tercer trimestre por un total de \$9.682 millones; a la misma fecha, los gastos de administración fueron de \$14.297 millones. La compañía presentó un EBITDA de \$180.797 millones, un 50,15% mayor al presentado a la misma fecha en 2021, obteniendo un margen EBITDA de 88,23%.

Terminó el tercer trimestre de 2022 presentando activos por \$4.083.546 millones, pasivos por \$1.376.973 millones y un patrimonio de \$2.706.574 millones.

Oportunidades y fortalezas

Posición en el mercado: Cencosud Shopping es el segundo operador de centros comerciales más grande en Chile, con 1.338.168 m² arrendables en Chile, Perú y Colombia y una afluencia de 79 millones de visitas al cierre de septiembre de 2022. 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 mono dependiente 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 (77,31% a septiembre de 2022) los cuales están establecidos en contratos de arriendo a largo plazo y valorizadas en UF, lo que permite a la compañía no 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* (97,90% a septiembre de 2022).

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.

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 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 2022, Cencosud S.A. presentaba un patrimonio de \$4.513 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 poco 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 comerciales¹ (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 de cambio afectan el balance y los resultados de la compañía.

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

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 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 1.341.268 m² de superficie arrendable a septiembre de 2022. 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.

Al cierre de septiembre de 2022, la superficie arrendable de **Cencosud Shopping** se distribuye principalmente en locales catalogados como "Servicios esenciales", representando éstos un 68,95% del total, dentro de esta categoría se encuentran los supermercados, *home improvement*, centros médicos, farmacias y bancos; en Chile, este negocio representa un 68,59% de la superficie. Por su parte, las tiendas de *retail*, representan un 22,06%. La Ilustración 1 presenta la distribución de la superficie arrendable de **Cencosud Shopping** al cierre de septiembre de 2022.

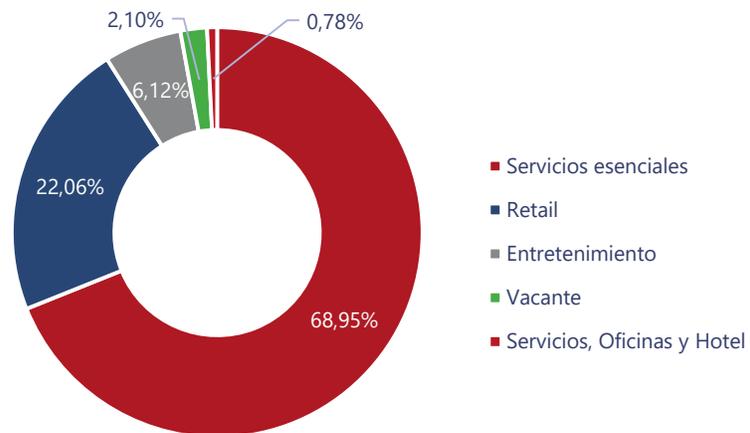


Ilustración 1: Superficie arrendable (GLA) según tipo de negocio

Análisis financiero

Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos **Cencosud Shopping** han presentado un aumento en el último año, alcanzando al cierre del tercer trimestre de 2022 (año móvil), un crecimiento del 42,26% con respecto al nivel presentado en el mismo periodo en 2021. En cuanto al margen EBITDA, este ha alcanzado niveles superiores a 80% desde 2019, llegando a un 90,00% en septiembre de 2022. La Ilustración 2 presenta la evolución de estos indicadores.

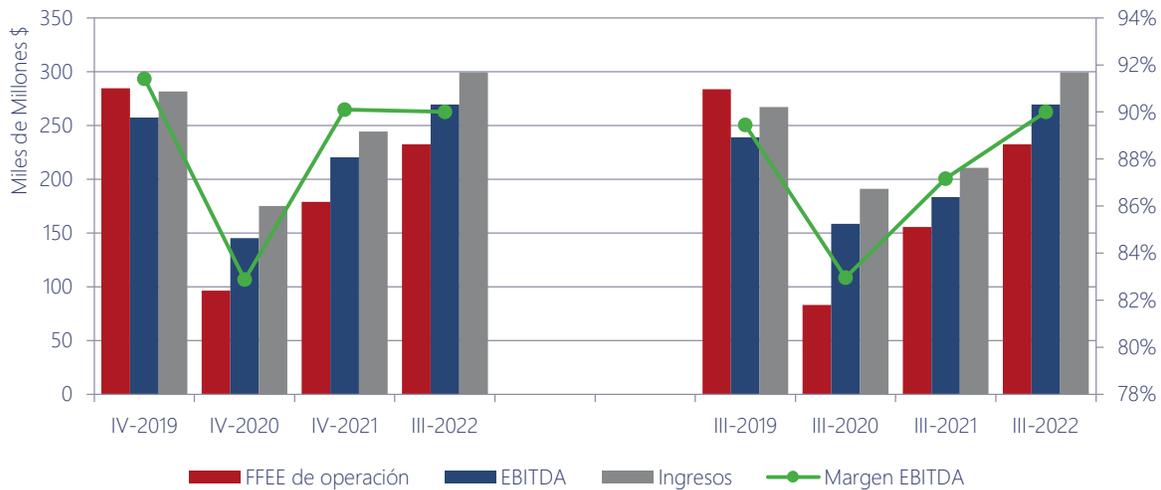


Ilustración 2: Ingresos y EBITDA de los activos de la compañía, trimestre últimos doce meses

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 2022 un indicador de 0,51 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 3.



Ilustración 3: Endeudamiento

Tal como se puede apreciar en la Ilustración 4, 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.



Ilustración 4: Evolución del perfil de vencimiento frente al FCLP y EBITDA

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 8,01 veces a septiembre de 2022; sin embargo, como se muestra en la Ilustración 5 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.

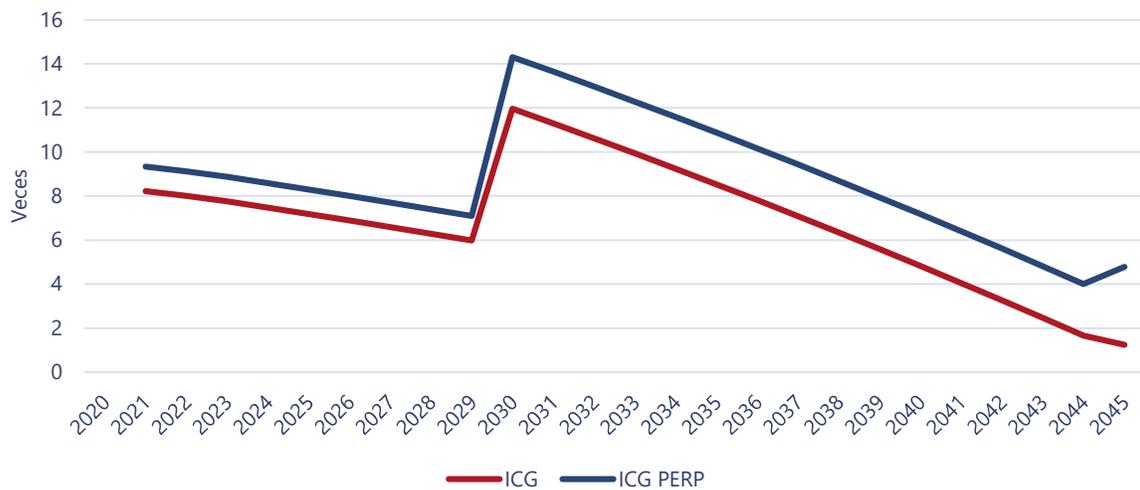


Ilustración 5: Índice de Cobertura Global de la deuda

Considerando que las deudas, lo más probable, tendrían que ser refinanciadas, al menos parcialmente, en especial la que vence el 2029 y, en menor medida la del año 2045, se ha calculado el ICG asumiendo este escenario. De esta forma, como se desconocen los niveles de ocupación de los activos y las tarifas de arriendo para las fechas en que tendrían lugar los refinanciamientos, y lo mismo sucede con la tasa de interés de mercado, se ha efectuado la determinación del ICG para distintos niveles de flujos y distintos costos de financiamiento, tal como se presenta en la Tabla 1, pero con perpetuidad de flujos y manteniendo constante el saldo insoluto de los pasivos.

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

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

ICP Tasa Interés	Castigo de Flujos						
	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%
1,5%	47,56	45,06	42,55	40,05	35,05	30,04	25,03
2,0%	35,67	33,79	31,92	30,04	26,28	22,53	18,77
3,0%	23,78	22,53	21,28	20,03	17,52	15,02	12,52
6,0%	11,89	11,26	10,64	10,01	8,76	7,51	6,26
10,0%	7,13	6,76	6,38	6,01	5,26	4,51	3,75

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 2022, la razón circulante

Cencosud Shopping alcanzó las 2,36 veces. La evolución del indicador de liquidez 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 2022 alcanzó un 4,72%, nivel mayor al presentado a la misma fecha en 2021 (4,26%). Por otro lado, el ratio de rentabilidad del patrimonio presentó un comportamiento opuesto, pasando de un 8,41% en septiembre de 2021 a 5,69% en 2022. La evolución de rentabilidad de los activos y patrimonio se puede observar la Ilustración 7.



Ilustración 7: Rentabilidad del activo y patrimonio

Covenants financieros

Tabla 2: Covenants y sus límites del emisor

	Límite	sept-22
Nivel de endeudamiento	1,5	0,5
Activos libres de gravámenes	1,2	3,01

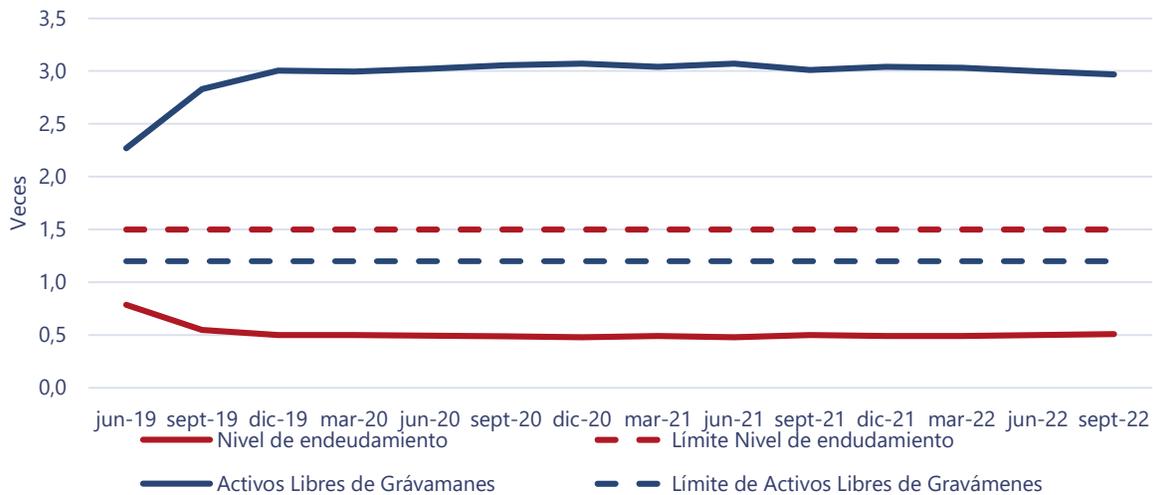


Ilustración 8: Covenants financieros del emisor

"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."