



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s  
Ximena Oyarce L.  
Hernán Jiménez A.  
Tel. (56) 22433 5200  
ximena.oyarce@humphreys.cl  
hernan.jimenez@humphreys.cl

## **Cencosud Shopping S.A.**

**Marzo 2020**

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	31 de diciembre de 2019 <sup>1</sup>

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
<b>Línea de bonos</b>	<b>Nº 940 de 06.05.19</b>
Serie A (BCSSA-A)	Primera emisión
Serie C (BCSSA-C)	Segunda emisión
<b>Línea de bonos</b>	<b>Nº 941 de 06.05.19</b>
Serie B (BCSSA-B)	Primera emisión
Serie D (BCSSA-D)	Segunda emisión
Serie E (BCSSA-E)	Segunda emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS			
MM\$	2017	2018	2019
Ingresos de actividades ordinarias	50.250	86.448	228.990
Costo de ventas	-7.593	-15.378	-6.239
<b>Ganancia bruta</b>	<b>42.657</b>	<b>71.070</b>	<b>222.751</b>
Gasto de administración	-3.086	-7.553	-13.571
Costos financieros	-28.431	-33.383	-33.741
<b>Ganancia</b>	<b>76.585</b>	<b>81.593</b>	<b>405.481</b>
<b>EBITDA</b>	<b>40.341</b>	<b>64.442</b>	<b>207.810</b>

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2019. Para efectos de presentación, se ha incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2019 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con el análisis previamente efectuado, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Balance General Consolidado, IFRS			
MM\$	2017	2018	2019
Activos corrientes	26.871	70.516	136.000
Activos no corrientes	817.707	2.927.526	3.668.442
<b>Total activos</b>	<b>844.579</b>	<b>2.998.042</b>	<b>3.804.442</b>
Pasivos corrientes	15.036	44.139	89.744
Pasivos no corrientes	667.499	1.488.671	1.177.166
Total pasivos	682.535	1.532.810	1.266.909
Patrimonio	162.043	1.465.233	2.532.127
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>844.579</b>	<b>2.998.042</b>	<b>3.804.442</b>
Deuda financiera	613.420	1.829	544.656

## 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 once centros comerciales y 22 *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 septiembre de 2019 la empresa generó ingresos cercanos a US\$ 237 millones, mientras que su deuda financiera alcanzó US\$ 742 millones, operando una superficie arrendable del orden de 1.327.623<sup>2</sup> metros cuadrados (91% en Chile, 5% en Colombia y 4% en Perú).

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, y la ubicación en los que se encuentran (puntos de ventas con elevada concurrencia). De esta forma, el crecimiento de los ingresos que genere la compañía, de forma orgánica, provienen esencialmente de un aumento en la superficie arrendable.

<sup>2</sup> GLA no incluye 43.988 m<sup>2</sup> que a esa fecha no tenían la recepción de obras.

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 promedio ponderado de 13,5 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**.

Considerando las medidas tomadas ante el COVID-19, una vez que se controle la pandemia, se esperaría una disminución en la demanda por inmuebles comerciales, lo cual conllevaría una baja en los precios de los arriendos o, en su defecto, un alza en los niveles de ocupación. No obstante, dado el horizonte de tiempo para los vencimientos de la deuda, se estima que para esa fecha sería factible asumir una recuperación en los flujos de largos plazos (asumiendo que se produce la baja).

### 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).

#### Riesgos considerados

- 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 períodos 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.

## Hechos recientes

### Resultados a 2019

Al cierre de 2019, la compañía generó ingresos por \$ 228.990 millones, lo que representa una reducción proforma de 0,3% con respecto al año anterior, esto explicado los eventos acontecidos a partir del 18 de octubre de 2019. Tras el hecho mencionado anteriormente, el EBITDA ajustado se redujo un 8,2% alcanzando, para el 2019, un margen de 90,8%, considerando también los meses de operación de Perú y Colombia.

Por otra parte, el costo de venta tuvo una disminución de 59,4% en relación al año anterior, alcanzando un monto de \$ 6.239 millones. A su vez, los gastos de administración y ventas presentaron un alza, en relación al 2018, de 90,5% llegando a \$ 14.387 millones.

Cabe destacar que los montos mencionados anteriormente no consideran los datos proforma.

## 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.

## Oportunidades y fortalezas

**Posición en el mercado: Cencosud Shopping** es el segundo operador de centros comerciales más grande en Chile, con más de 1.300.000 m<sup>2</sup> arrendables dentro de tres países y una afluencia superior a 103 millones<sup>3</sup> de personas. Lo anterior, representa una ventaja comparativa para la compañía en diversos ámbitos, entre los que se encuentra la diversificación de ingresos por mall. Cencosud, 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 (que a la fecha es más del 80%), 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.

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 presente 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 (alrededor de 15 años) con conocimiento elevado en la operación, experiencia específica en la

<sup>3</sup> Monto a septiembre de 2019.

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:** Finalmente, destaca la solvencia del controlador de Cencosud Shopping; Cencosud S.A., entidad con capacidad financiera para apoyar futuros requerimientos de capital y con experiencia en el sector comercial (Cencosud S.A. presenta activos y patrimonio por cerca de US\$ 15.738 millones y US\$ 6.452 millones, respectivamente).

## Factores de riesgo

**Riesgo de crecimiento:** Como se ha citado anteriormente, el negocio inmobiliario es intensivo en inversión, por lo que realizar proyectos no exitosos podría implicar una importante caída de los 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 atenuando por la existencia de 40 centros comerciales<sup>4</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. En todo caso, se considera que un atenuante es que en los últimos años las compras en centros comerciales han ido consistentemente en aumento.

**Exposición al tipo de cambio:** Por sus inversiones y actividades en Colombia y Perú las fluctuaciones en la paridad del tipo cambio afectan el balance y los resultados de la compañía. Sin embargo esta exposición es acotada en la actualidad ya que sus inversiones en el extranjero representan menos del 2% del ingreso.

<sup>4</sup> 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 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 1.327.623 metros cuadrados de superficie arrendable. A la fecha, cuenta con más de 1.921 locales distribuidos entre 40 centros comerciales, de los cuales 1.725 se ubican en Chile, 106 en Perú y 90 en Colombia.

Actualmente, la compañía está enfocada en el desarrollo del Portal Angamos en Antofagasta y la expansión del Portal El Llano, ambos centros comerciales ubicados en nuestro país. Por otra parte, mantiene proyectos en curso en Perú (La Molina, Lima) y en Colombia (La 65, Medellín).

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 la fecha, cuenta con más de 1.921 locales distribuidos entre 13 *Shopping Centers* y 27 *Power Centers*.

## Análisis financiero

### Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos que presentan los activos de **Cencosud Shopping** muestran un comportamiento con baja volatilidad y un crecimiento constante. En cuanto a la relación EBITDA sobre ingresos, se observa un elevado margen dentro de lo esperado para este tipo de activos, presentando a septiembre de 2019 (móvil) un ratio de 87,6%.



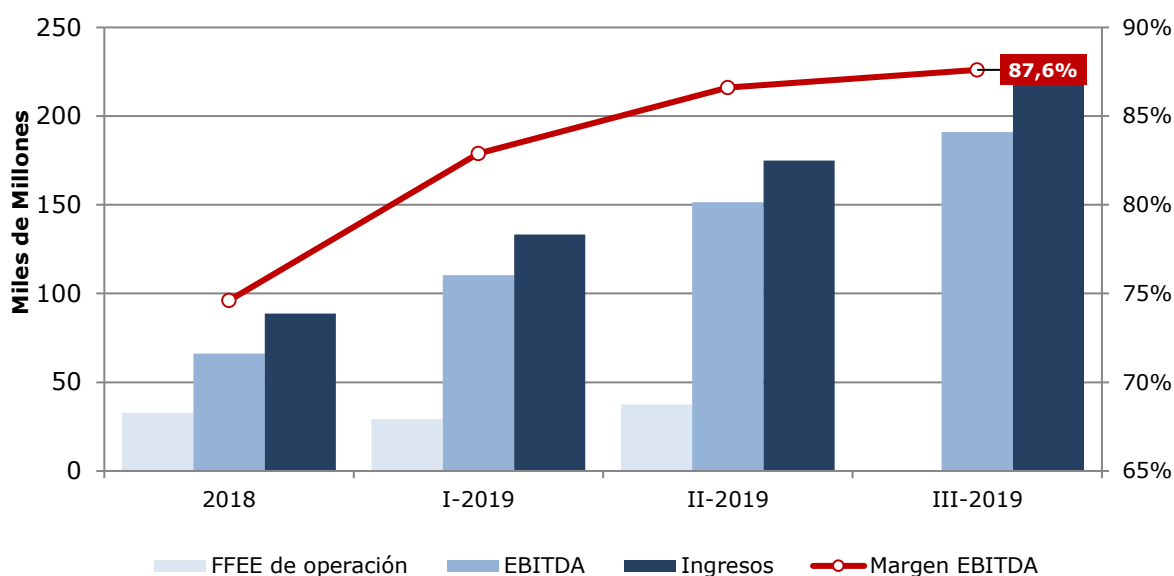


Ilustración 1: Ingresos y EBITDA de los activos de la compañía, trimestre últimos doce meses.

## 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 (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**, presentó una relación de 2,8 veces. Cabe destacar que los bonos colocados son del tipo *bullet*, por lo que compañía presentaría un ICG mayor para los períodos posteriores a la amortización del capital, los cuales vencerán en el año 2029 (series A y E), en el año 2044 (serie B) y en el año 2045 (serie C). 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 superiores al nivel de deuda actual. La trayectoria, se presenta en la Ilustración 2.

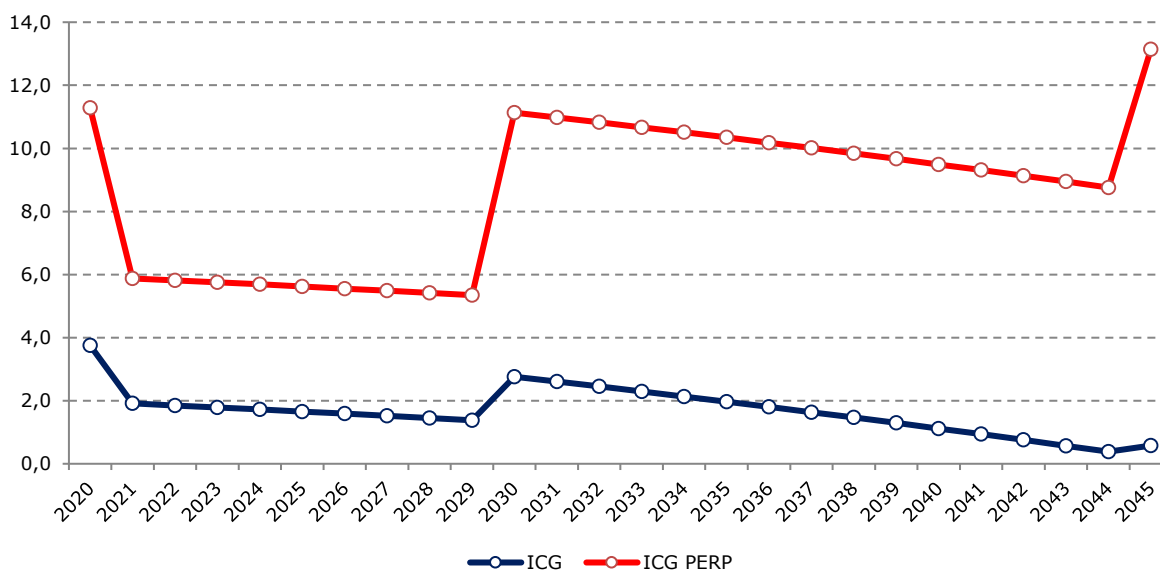


Ilustración 2: Índice de Cobertura Global de la Deuda

## Endeudamiento

En cuanto al endeudamiento de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha presentado un bajo nivel (considerando que se trata de un negocio inmobiliario), alcanzando a septiembre de 2019 un nivel de endeudamiento de 0,55 veces.

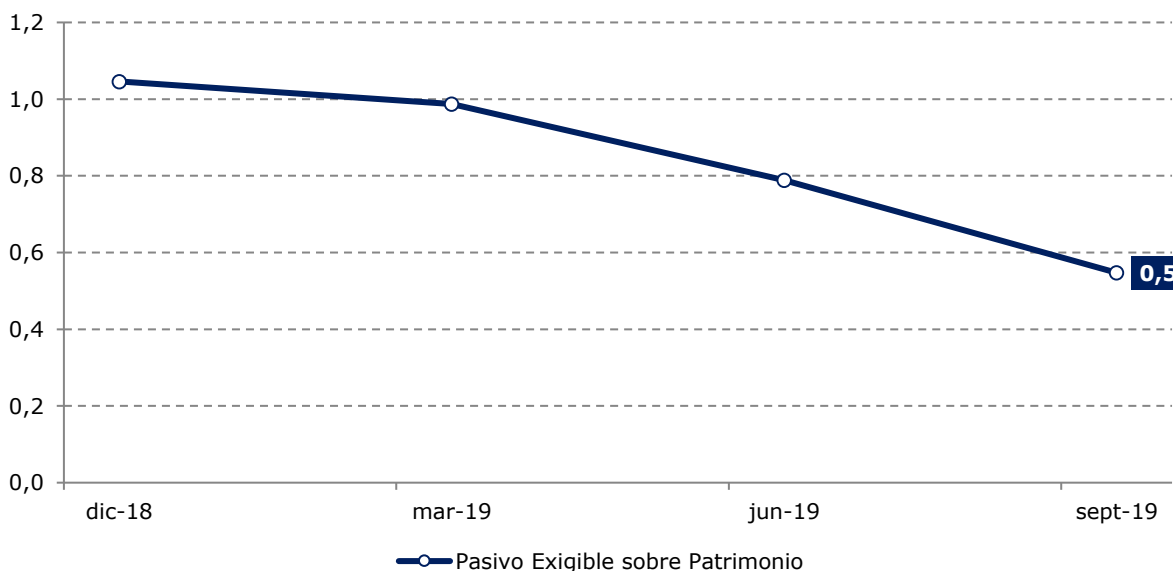


Ilustración 3: Evolución del patrimonio

En relación, al perfil de amortizaciones, se observa que éste posee una estructura acorde con el perfil del negocio (de largo plazo), con reducidos montos a pagar comparados con su generación de EBITDA Y Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP). Es posible concluir que con el FCLP se puede pagar el servicio de la deuda en todo momento del tiempo.

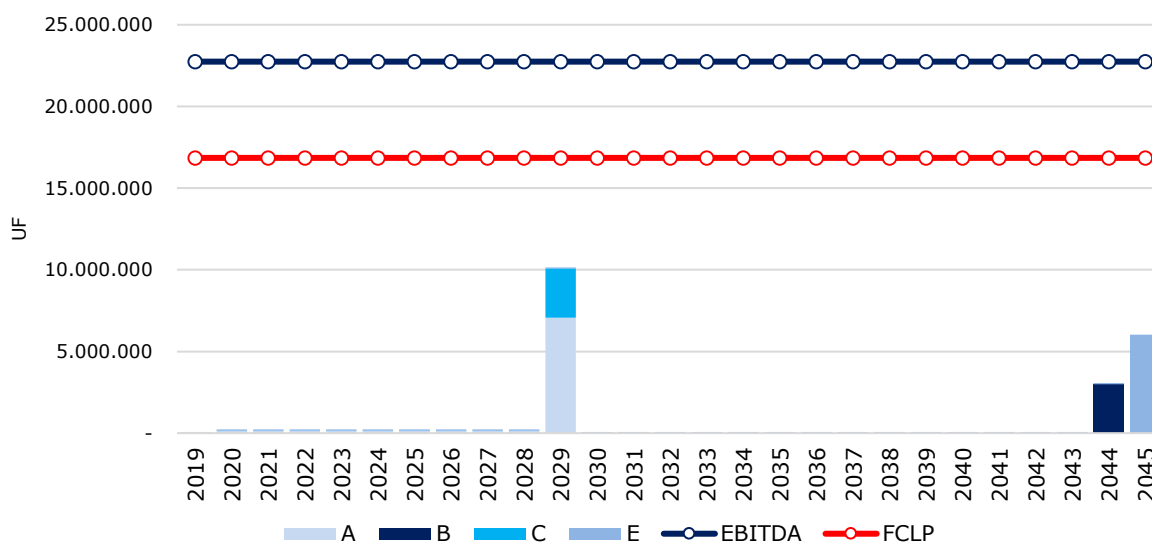


Ilustración 4: Evolución del perfil de vencimiento frente al FCLP y EBITDA

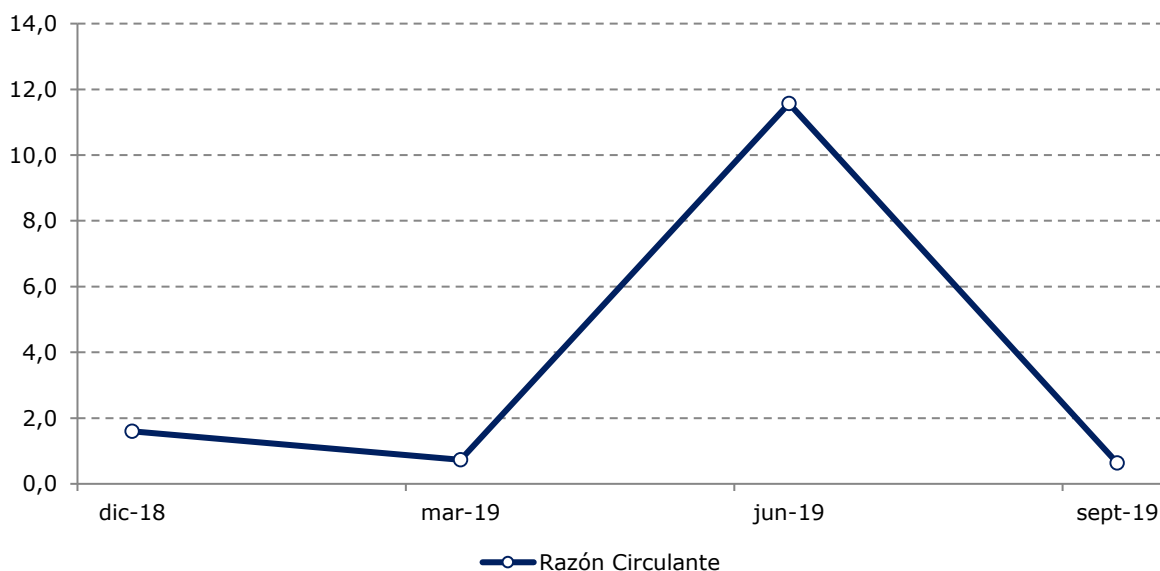


Ilustración 5: Evolución razón circulante

## Liquidez

La liquidez de la compañía, medida como la razón circulante, presentó un alto nivel en el segundo trimestre del año 2019, debido al incremento del activo corriente, específicamente a la cuenta “efectivo equivalente al efectivo” dado a que a esa fecha la compañía contaba con efectivo recaudado por aumento de capital, alcanzando un nivel superior a 11 veces. Posterior a esto, **Cencosud Shopping** presentó un nivel de liquidez inferior a 1 vez.

## Rentabilidad

En el año móvil finalizado en septiembre de 2019, la rentabilidad sobre el patrimonio alcanzó un 35,3%, mientras que la rentabilidad del activo fue, a la misma fecha, de un 22,8%.

A continuación, se aprecia la evolución de la rentabilidad del patrimonio y de los activos de **Cencosud Shopping**.

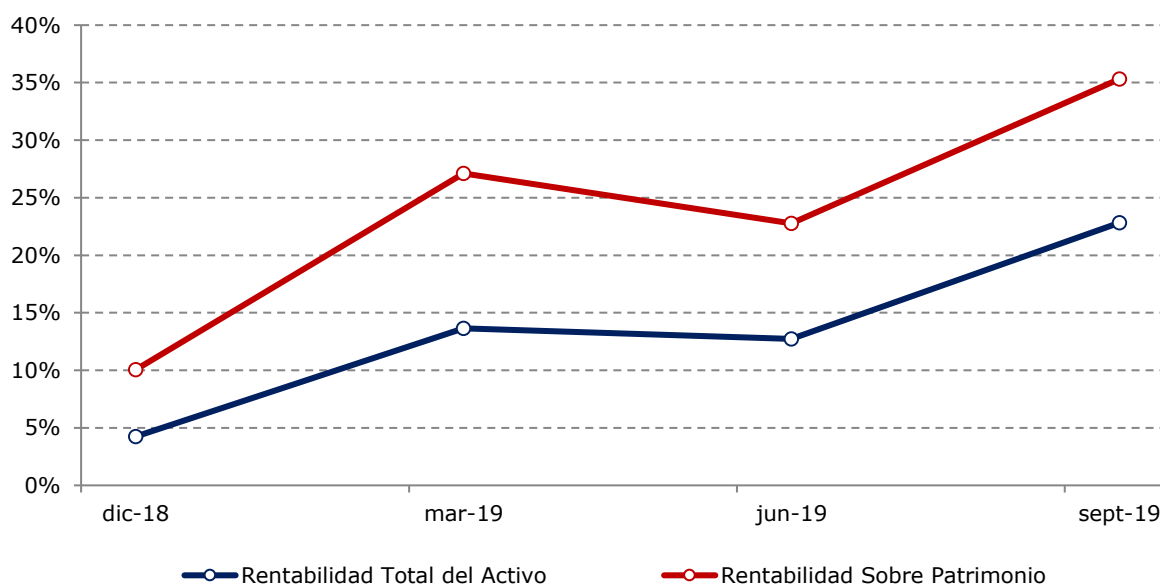


Ilustración 6: Rentabilidad del activo y patrimonio

## Covenants financieros

Covenants financieros		
	Límite	sep-19
Nivel de endeudamiento	1,5	0,55
Activos libres de gravámenes	1,2	2,83

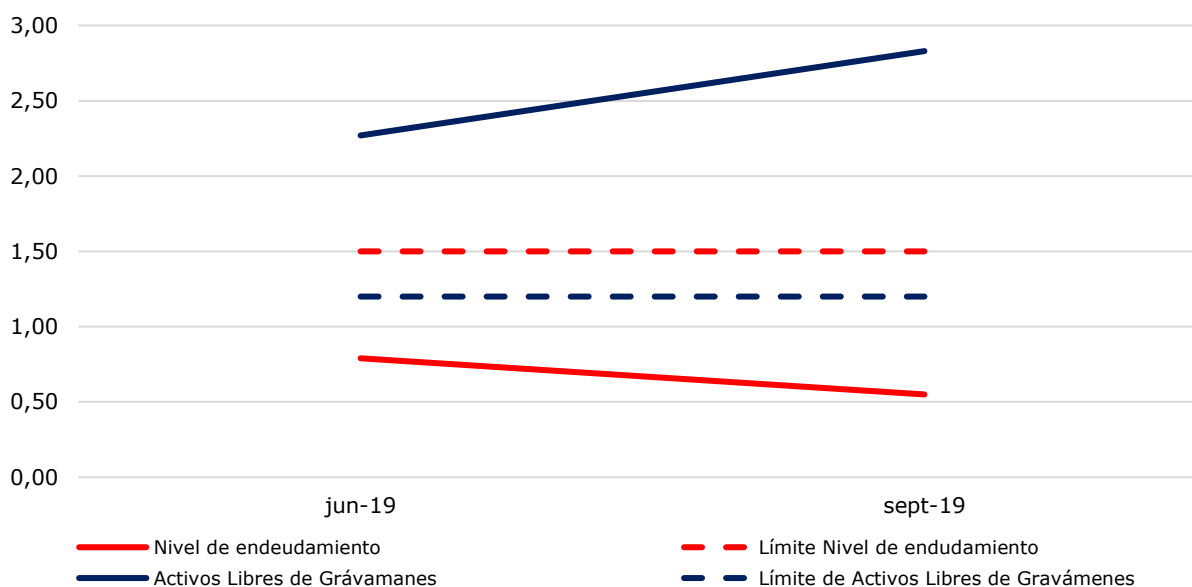


Ilustración 6: Cumplimiento de *covenants*

"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."