Humphreys
CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s
Ignacio Muñoz Q.
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
ignacio.munoz@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

Cencosud Shopping S.A.

Febrero 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
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 septiembre de 2020

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 940 de 06.05.19
Serie A (BCSSA-A)	Primera emisión
Serie C (BCSSA-C)	Segunda emisión
Línea de bonos	Nº 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				
MM$	**2017**	**2018**	**2019**	**Sept-2020**
Ingresos de actividades ordinarias	50.250	86.448	228.990	102.317
Costo de ventas	-7.593	-15.378	-6.239	-6.013
Ganancia bruta	**42.657**	**71.070**	**222.751**	**96.304**
Gasto de administración	-3.086	-4.036	-13.571	-12.336
Costos financieros	-28.431	-33.420	-33.741	-8.117
Ganancia	**76.585**	**81.593**	**405.481**	**68.415**
EBITDA	**40.341**	**66.160**	**207.810**	**84.201**

Balance General Consolidado, IFRS				
MM$	**2017**	**2018**	**2019**	**Sept-20**
Activos corrientes	26.871	70.516	136.000	69.200
Activos no corrientes	817.707	2.927.526	3.668.442	3.674.941
Total activos	**844.579**	**2.998.042**	**3.804.442**	**3.744.141**
Pasivos corrientes	15.036	44.139	89.744	46.288
Pasivos no corrientes	667.499	1.488.671	1.177.165	1.180.128
Total pasivos	682.535	1.532.810	1.266.909	1.226.416
Patrimonio	162.043	1.465.233	2.537.533	2.517.725
Total pasivos y patrimonio	**844.579**	**2.998.042**	**3.804.442**	**3.744.141**
Deuda financiera	613.420	1.829	544.656	552.861

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 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—se cambia de razón social a **Cencosud Shopping**, cuenta con activos inmobiliarios en operación desde 1993 en Chile.

A septiembre de 2020, la empresa obtuvo ingresos por $102.317 millones, presentaba una deuda financiera de $552.861 millones y un nivel de patrimonio de $2.517.725 millones. A la misma fecha, **Cencosud Shopping** operaba una superficie arrendable de 1.338.761 m^2 entre los tres países en los que opera y un nivel de ocupación global del 98,40%.

En relación con la contingencia, asociada a la crisis producto del COVID-19, la compañía ha visto afectado su nivel de ingresos (40,75% menos al cierre de septiembre de 2020 con respecto al mismo período en 2019) debido a los meses que sus centros se encontraron cerrados y al plan de descuentos ofrecidos a los arrendatarios. Sin embargo, los ingresos en el último trimestre han mostrado un aumento en relación con los obtenidos al cierre del segundo trimestre, de acuerdo a la reapertura parcial de los centros comerciales según el "Plan Paso a Paso" de la Autoridad Sanitaria. De todas formas, dado el calendario de vencimientos de **Cencosud Shopping**, cuya amortización de capital más próxima es en 2029, esta 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 (86% a septiembre de 2020), 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. Dada esta característica se presume como altamente probable que la empresa pueda refinanciar los bonos *bullet* a su vencimiento, al margen que, a la sazón, dentro de ciertos márgenes, 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 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 10,9 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 *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 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.

El proceso de evaluación no desconoce que post-pandemia podría observarse cambios en los hábitos de la población en el sentido, por ejemplo, de disminuir las compras presenciales y, por ende, por ese efecto, presionar a la baja el precio de arriendo de los locales comerciales. Sin embargo, el sector inmobiliario, específicamente, de centro 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 en "*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). **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 (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 2020

A septiembre de 2020, **Cencosud Shopping** presentó ingresos por $102.317 millones, lo que representa una reducción del 40,75% con respecto al mismo periodo; variación explicada principalmente por la contingencia sanitaria. Los costos de venta aumentaron un 54,80%, 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 $84.201 millones, un 47,75% menor al presentando a la misma fecha en 2019, obteniendo un margen EBITDA de 82,3%.

Cencosud Shopping terminó el tercer trimestre de 2020 presentando activos por $3.744.141 millones, pasivos por $1.226.416 millones y un patrimonio de $2.517.725 millones.

Oportunidades y fortalezas

Posición en el mercado: **Cencosud Shopping** es el segundo operador de centros comerciales más grande en Chile, con 1.338.761 m2 arrendables en Chile, Perú y Colombia y una afluencia de 50.055 miles de personas a septiembre de 2020. 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 (86% a septiembre de 2020) 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 (98,40% a septiembre de 2020).

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.

Cabe agregar que, a juicio de la clasificadora, la crisis de 2020 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. A septiembre de 2020, Cencosud S.A. presenta un patrimonio de $4.531 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 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[1] (baja la importancia relativa de cada nueva inversión) y la experiencia del emisor (más de 25 años en el mercado).

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

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 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 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 1.338.761 m^2 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 2020, la superficie arrendable de **Cencosud Shopping** se distribuye principalmente locales catalogados como "Servicios esenciales", representando éstos un 53,60% del total, dentro de esta categoría se encuentran los supermercados, *home improvement* y bancos; en Chile, este negocio representa un 47,8% de la superficie. Por su parte, las tiendas de *retail*, representan 30,41%. La Ilustración *1* presenta la distribución de la superficie arrendable de **Cencosud Shopping** a septiembre de 2020.

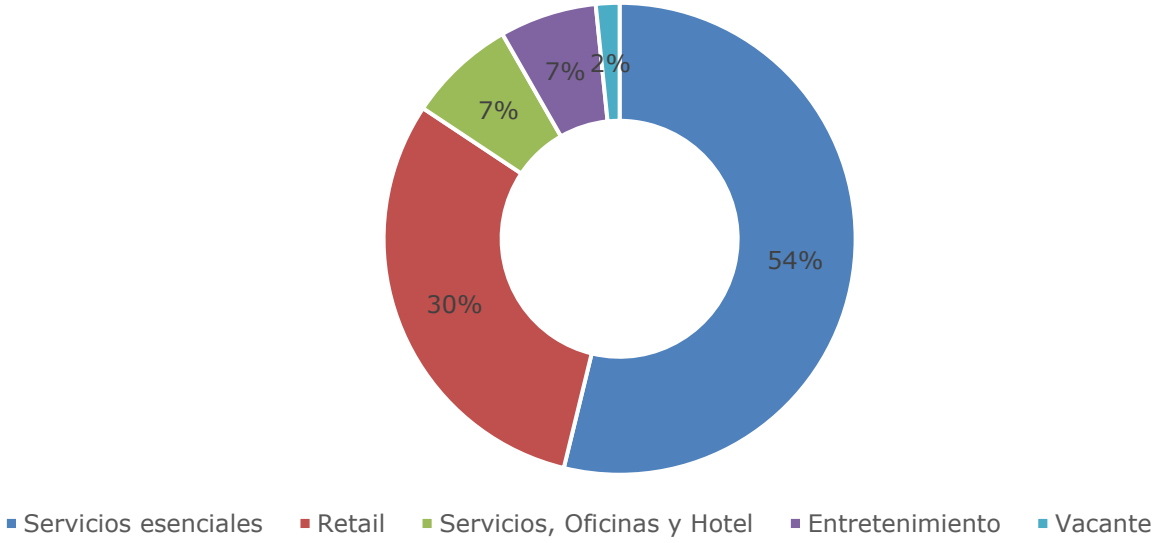

Ilustración 1: Superficie arrendable (GLA) según tipo de negocio

Análisis financiero

Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos de **Cencosud Shopping** han presentado en el último año una disminución motivo de la contingencia sanitaria, alcanzando al cierre del tercer trimestre de 2020 (año móvil) una reducción del 28,49% con respecto al nivel presentado a la fecha en 2019. En cuanto al margen EBITDA, éste ha presentado niveles superiores al 80% desde 2019, alcanzando un 82,9% en septiembre de 2020. La Ilustración *2* presenta la evolución de estos indicadores.

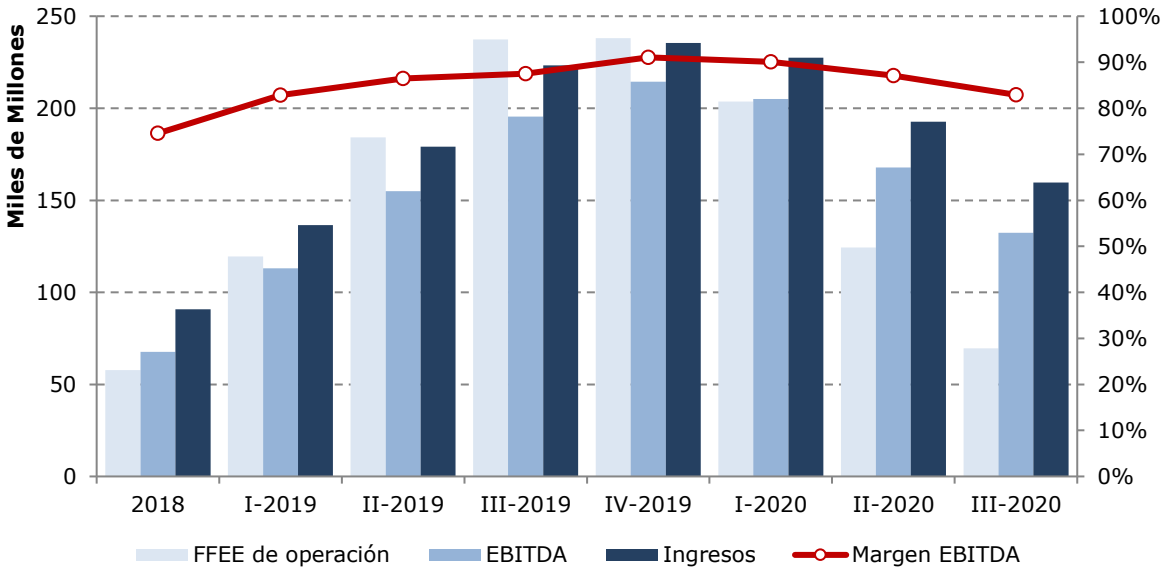

Ilustración 2: Ingresos y EBITDA de los activos de la compañía, trimestre últimos doce meses

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, 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 7,11 veces a septiembre de 2020; 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.

Dado lo anterior, considerando que los activos no se extinguen con el término de los bonos, se calcula el ICG, pero considerando los flujos que se generarían con posterioridad al vencimiento de los títulos de deuda, lo cual da cierta magnitud de la capacidad de refinanciamiento. De esta forma, el nuevo ICG llega a 8,1 veces a septiembre de 2020, mientras que para el año 2045—fecha de amortización del último cupón—es 3,2 veces, lo que muestra la capacidad para renovar los pasivos incluso bajo el escenario de reducción de los flujos; con el agregado que el refinanciamiento podría ser parcial (ya que parte de los vencimientos podrían ser cubiertos con el flujo del año y lo que se acumule de períodos anteriores).

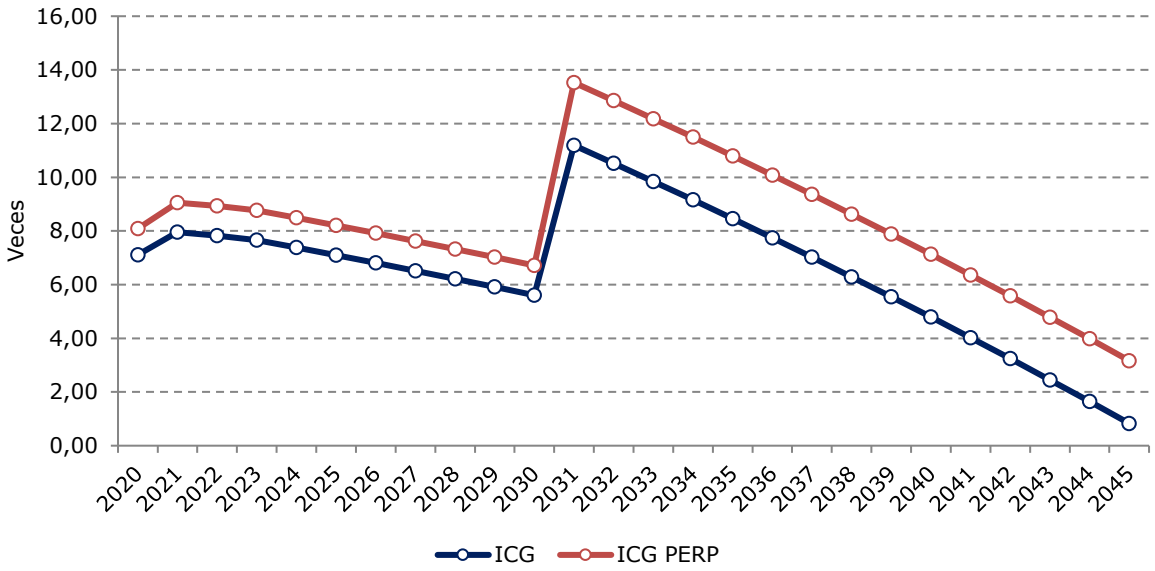

Ilustración 3: Índice de Cobertura Global de la deuda

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 los extensivo del plazo, junto con una mayor exposición a una caída en los flujos y a un alza en la tasa 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 Proyectado de los flujos para el refinanciamiento de la deuda

ICP	Castigo de Flujos						
Tasa Interés	**5%**	**10%**	**15%**	**20%**	**30%**	**40%**	**50%**
1,5%	52,55	49,78	47,02	44,25	38,72	33,19	27,66
2,0%	39,41	37,34	35,26	33,19	29,04	24,89	20,74
3,0%	26,27	24,89	23,51	22,13	19,36	16,59	13,83
6,0%	13,14	12,45	11,75	11,06	9,68	8,30	6,91
10,0%	7,88	7,47	7,05	6,64	5,81	4,98	4,15

Se observa, que la deuda podría ser refinanciada, incluso bajo 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 2020 un indicador de 0,5 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*.

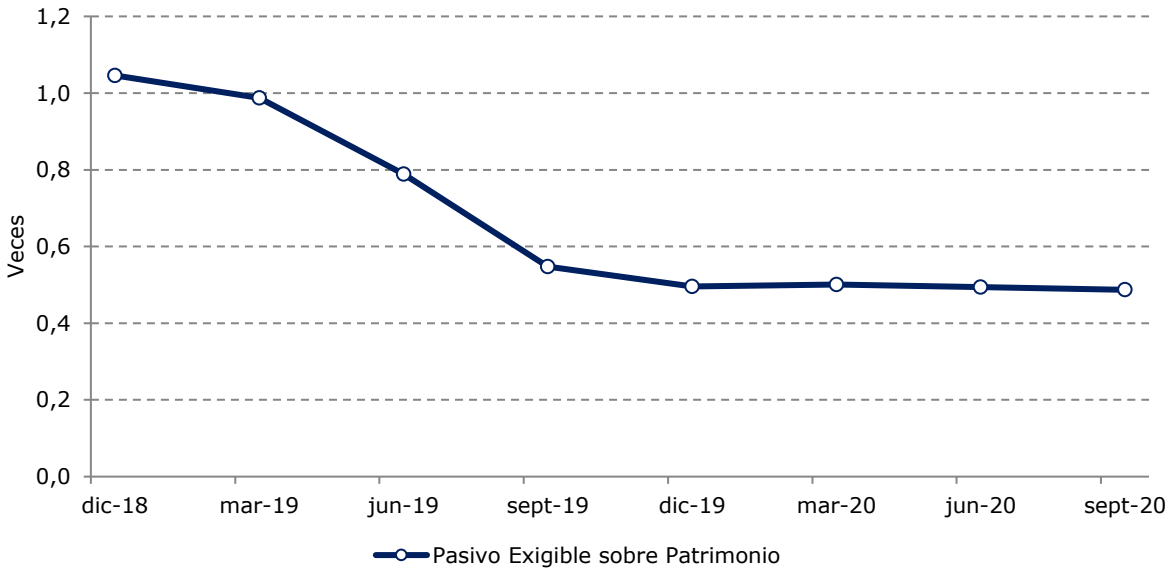

Ilustración 4: Endeudamiento

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 E, con los niveles actuales de EBITDA la compañía no sería capaz de hacer frente a éstos; sin embargo, bajo 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.

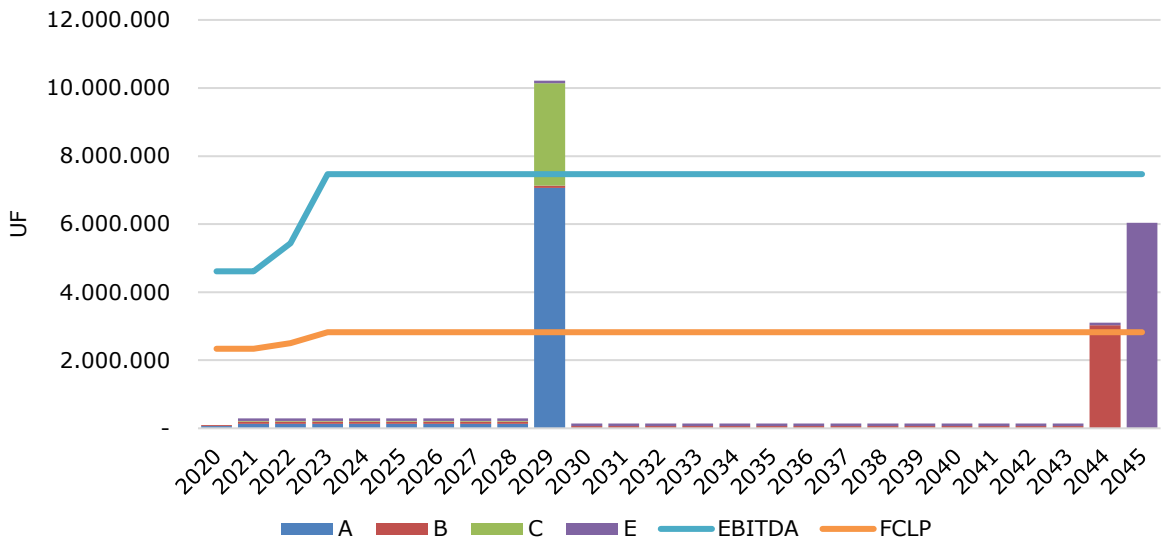

Ilustración 5: Evolución del perfil de vencimiento frente al FCLP y EBITDA

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 2020, la razón circulante de **Cencosud Shopping** alcanzó las 1,5 veces. La evolución del indicador de liquidez de **Cencosud Shopping** se presenta en la Ilustración *6*.

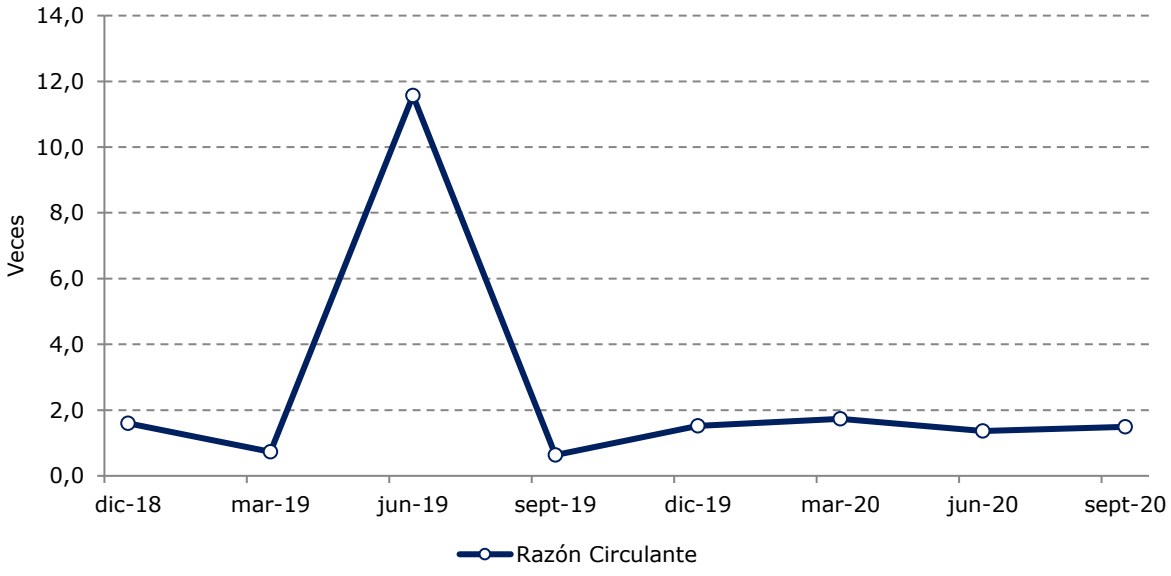

Ilustración 6: Razón circulante

Rentabilidad

El indicador de rentabilidad de los activos de **Cencosud** al cierre del tercer trimestre de 2020 alcanzó un 2,8%, nivel menor al presentado a la misma fecha en 2019 (11,4%). Mismo comportamiento presentó el ratio de rentabilidad del patrimonio, el cual pasó de un 17,7% en septiembre de 2019 a un 4,2% en 2020. La evolución de la rentabilidad de los activos y patrimonio se puede observar en la Ilustración *7*.

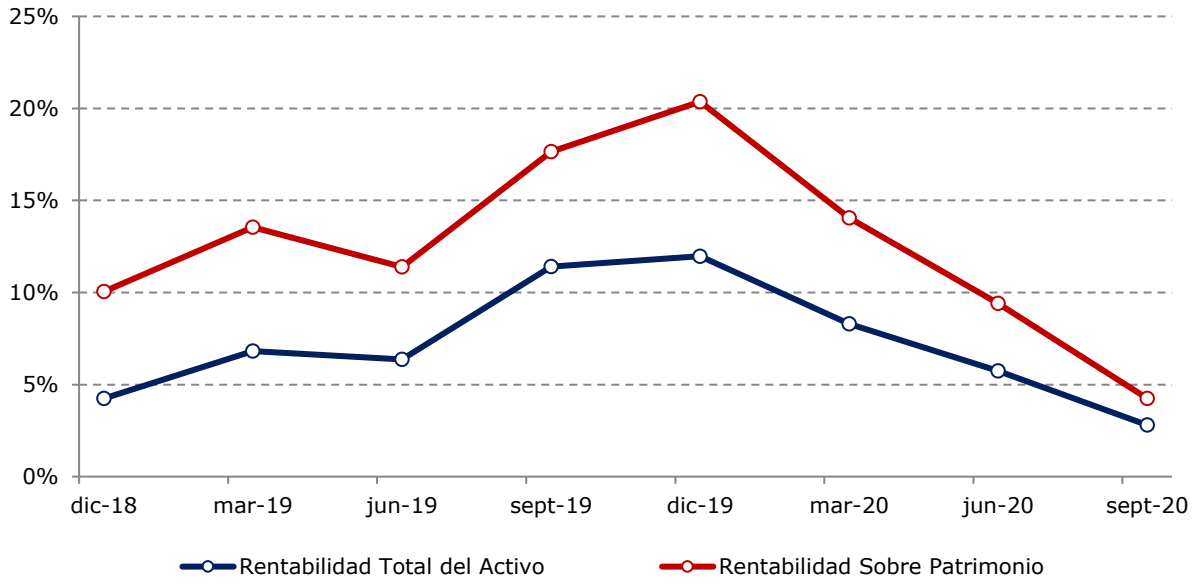

Ilustración 7: Rentabilidad del activo y patrimonio

Covenants financieros

Covenants financieros		
	Límite	**sep-20**
Nivel de endeudamiento	1,5	0,49
Activos libres de gravámenes	1,2	3,05

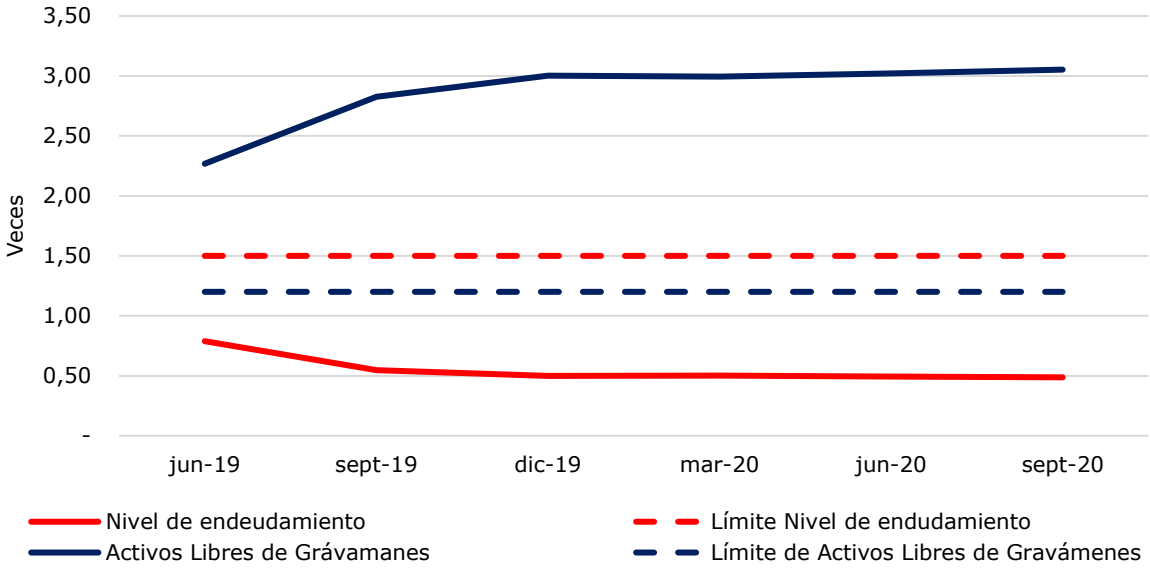

Ilustración 8: *Covenants* financieros

"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."