

Инвестиционная идея по облигациям CENSUD 4.375 07/17/27

30 июля 2025 г.

Курмет Жигер
zh.kurmet@halykfinance.kz

Основные сведения

Компания	Cencosud S.A.
Тикер еврооблигаций	CENSUD
Страна риска	Чили
Сектор	Потребительские товары
Кредитные рейтинги (M/S/F) ¹	повседневного спроса Ваа3/-/BBB
Рекомендация	Держать до погашения
Ожидаемая доходность за период держания (годовых)	4.7%
Выпуск	CENSUD 4.375 07/17/27
ISIN	USP2205JAQ33
Рынок	Euro-Dollar
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Да
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	4.375%
Доходность к погашению	4.7%
Доходность к худшему	4.7%
G-Spread	111 бп
Текущая цена	99.39%
Дата погашения	17.07.2027
Объем в обращении	\$975 млн
Минимальный лот	\$200 000

Финансовые показатели, \$млн	2023	2024	1кв2025 LTM
Выручка	16 939	17 474	17 497
Скорректированная EBITDA ²	1 945	1 649	1 624
Чистая прибыль	262	168	306
Активы	15 482	15 419	15 566
Обязательства	11 295	10 710	10 766
Капитал	4 187	4 709	4 800
CFO	1 723	1 424	1 363
CFI	(373)	(369)	(545)
CFF	(1 184)	(817)	(829)

Рисунок 1. Цена и доходность в динамике



Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

Представляем еврооблигации одного из крупнейших ритейлеров Латинской Америки — Cencosud S.A. («Cencosud» или «Компания») с погашением в 2027 году. Потребительский сектор региона начал демонстрировать признаки восстановления после нескольких лет давления, вызванного пандемией, высокой инфляцией и ростом безработицы. На фоне стабилизации макроэкономических условий, снижения инфляции и улучшения настроений домохозяйств, перспективы внутреннего спроса в странах Латинской Америки заметно улучшаются. Чили, на которую приходится значительная доля выручки Cencosud, демонстрирует устойчивое восстановление: инфляция продолжает замедляться, а потребительская уверенность растёт. В Аргентине экономика выходит из рецессии на фоне снижения инфляции, стабилизации макроэкономической политики и реализации структурных реформ, что способствует укреплению доверия со стороны инвесторов и домохозяйств. В Колумбии и Перу продолжается рост реальных доходов населения. В целом, по данным Всемирного банка, в 2025–2027 годах ВВП большинства стран региона будет расти, а внутренний спрос — усиливаться. При этом Cencosud обладает широкой географической диверсификацией и работает в различных форматах — от торговых центров и супермаркетов до универмагов и магазинов товаров для дома. Облигации в настоящее время торгуются с доходностью к погашению 4.7–4.75% годовых, что предполагает премию около 33 б.п. к выпуску британского ритейлера Tesco PLC с сопоставимым рейтингом. Финансовую стабильность Cencosud поддерживают высокий уровень ликвидности, умеренная долговая нагрузка, комфортный график погашений и устойчивое генерирование денежных потоков. Мы инициируем рекомендацию «Держать до погашения» по выпуску CENSUD 4.375 07/17/27 с доходностью к погашению 4.7% годовых.

¹ Moody's/S&P Global/Fitch

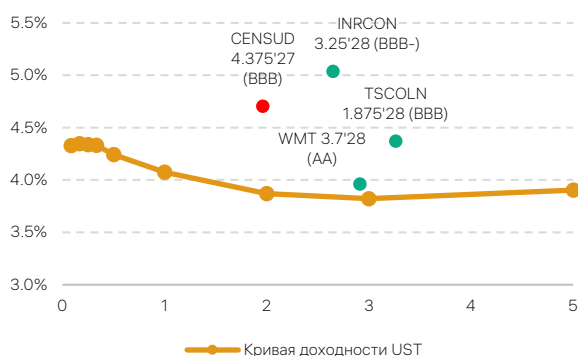
² Без учёта расходов на реструктуризацию и прочих единоразовых расходов

Рисунок 2. G-Spread облигации, бп



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Карта доходности аналогичных облигаций, %



Источник: Bloomberg

Рисунок 4. География бизнеса Cencosud



Источник: Данные компании

О выпуске

Выпуск CENSUD 4.375'27 представляет собой старшее необеспеченное долговое обязательство Cencosud S.A. Купонная ставка по данному выпуску составляет 4.375% с полугодовой выплатой. С дюрацией 1.9 года выпуск относится к короткому участку кривой, что делает его менее чувствительным к процентным рискам.

В качестве сопоставимых выпусков можно рассматривать облигации таких ритейлеров, как американский Walmart Inc. (рейтинг AA), британский Tesco PLC (BBB-) и перуанский InRetail Consumer (BB+). Cencosud существенно уступает Walmart и Tesco по масштабам, однако демонстрирует более высокую рентабельность по EBITDA. InRetail, напротив, меньше по размеру и имеет более низкий кредитный рейтинг. Таким образом, мы считаем выпуск Cencosud более привлекательным с точки зрения соотношения риска и доходности по сравнению с указанными аналогами.

Облигационный выпуск содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: до 17 апреля 2027 года (за четыре месяца до даты погашения) эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из (1) суммы приведенной стоимости оставшихся запланированных платежей по основной сумме и процентам, дисконтированных к дате выкупа по ставке казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 30 бп, или (2) 100% от номинала. Также, начиная с 17 апреля 2027 года, компания может выкупить выпуск полностью или частично, в любое время, по цене выкупа равной 100% от номинала.

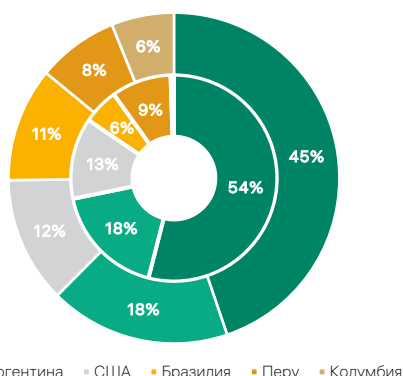
У выпуска отсутствуют существенные защитные ковенанты, за исключением положения, запрещающего предоставление обеспечения по новым обязательствам без аналогичных условий для действующих держателей облигаций.

О компании

Cencosud S.A. (Centros Comerciales Sudamericanos) — одна из крупнейших розничных компаний в Латинской Америке, основанная в 1976 году в Чили. Компания работает в нескольких странах региона, включая Чили, Аргентину, Бразилию, Перу и Колумбию, а с 2022 года также присутствует в США после приобретения доли в сети The Fresh Market, специализирующейся на продуктах премиум-класса. Деятельность компании охватывает различные направления бизнеса, включая супермаркеты — основной сегмент Cencosud, товары для дома и ремонта, универсальные магазины, торговые центры и финансовые услуги.

Среди множества брендов Cencosud, наиболее узнаваемыми являются: сеть гипермаркетов Jumbo,

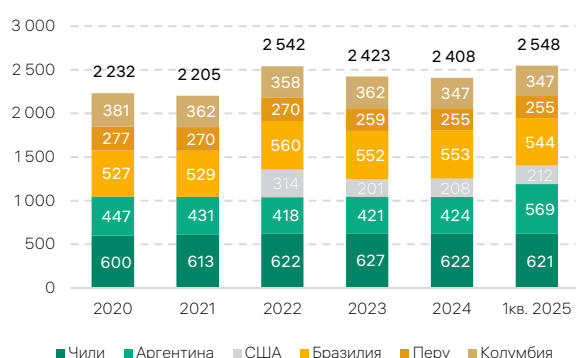
Рисунок 5. Структура выручки (внешний круг) и EBITDA по странам



■ Чили ■ Аргентина ■ США ■ Бразилия ■ Перу ■ Колумбия

Источник: Данные компании

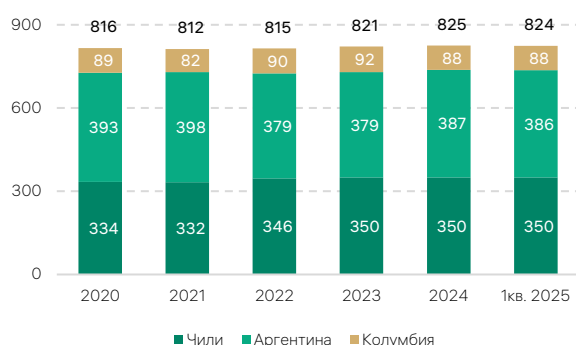
Рисунок 6. Торговая площадь супермаркетов, тыс. кв. м



■ Чили ■ Аргентина ■ США ■ Бразилия ■ Перу ■ Колумбия

Источник: Данные компании

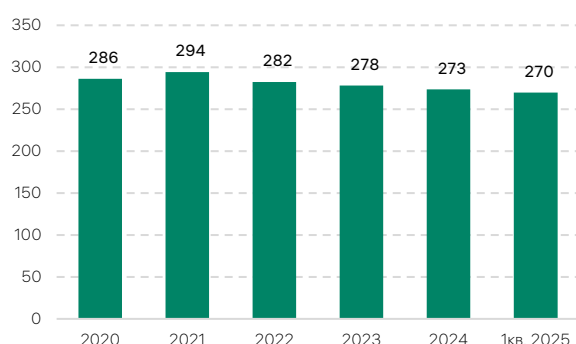
Рисунок 7. Торговая площадь магазинов товаров для дома и ремонта, тыс. кв. м



■ Чили ■ Аргентина ■ Колумбия

Источник: Данные компании

Рисунок 8. Торговая площадь универсальных магазинов в Чили, тыс. кв. м



Источник: Данные компании

универсальные магазины Paris, супермаркеты Wong, сеть магазинов товаров для дома и строительства Easy, американский премиальный супермаркет The Fresh Market.

Cencosud — публичная компания, её акции торгуются на Фондовой бирже Сантьяго под тикером «CENCOSUD». По состоянию на конец июня 2025 года рыночная капитализация компании составляет 9 трлн чилийских песо (\$9.5 млрд в эквиваленте). Основным акционером является семья Паульманн, которая контролирует компанию через зарегистрированную в Великобритании холдинговую структуру PK One Limited. По состоянию на 31 марта 2025 года PK One Limited владеет 56% акций Cencosud, обеспечивая семье контроль над управлением и стратегическим развитием компании. Среди других значимых акционеров Cencosud — пенсионные фонды (20%) и международные институциональные инвесторы (17%).

Сегменты компании

Супермаркеты. Основной сегмент, обеспечивающий более 80% выручки. По состоянию на 1 кв. 2025 г. насчитывается 1 161 супермаркетов, магазинов формата Cash & Carry и магазинов у дома с общей торговой площадью более 2.5 млн кв.м. Большая часть (85%) этой площади приходится на супермаркеты, оставшиеся 15% — на Cash & Carry и магазины у дома. Основные рынки — Чили (37% выручки сегмента), Аргентина (19%) и США (16%).

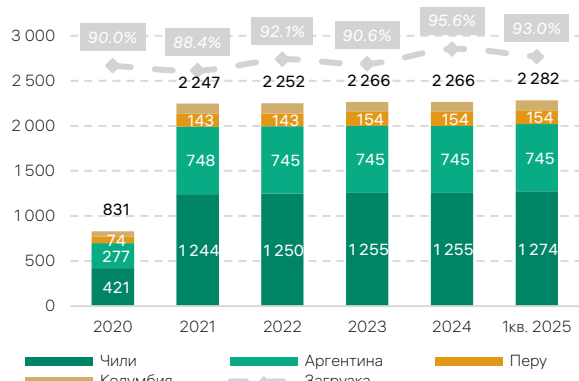
Товары для дома и ремонта. Сегмент охватывает товары и услуги для ремонта, строительства, обустройства дома и сада. Магазины под брендами Easy и Blaisten расположены в Чили, Аргентине и Колумбии. Всего — 117 магазинов с суммарной торговой площадью 824 тыс. кв.м. Доля сегмента в выручке — около 11%.

Универсальные магазины. Представлены исключительно в Чили. Включают 48 торговых точек под брендом Paris, предлагающих одежду, обувь, электронику, бытовую технику, мебель и товары для дома. Общая площадь — около 270 тыс. кв.м. На долю сегмента приходится около 7% совокупной выручки.

Торговые центры. Небольшой по масштабу (~2% выручки), но высокомаржинальный сегмент, включающий владение, управление и развитие моллов. В них располагаются как магазины группы, так и внешние арендаторы. Ключевой рынок — Чили; также объекты расположены в Аргентине, Перу и Колумбии. Всего — 67 центров, совокупная торговая площадь — около 2.3 млн кв.м. Средний уровень заполняемости — 96%.

Финансовые услуги. Вспомогательное направление, обеспечивающее финансирование покупок клиентов через собственные финансовые продукты. Присутствует

Рисунок 9. Общая арендопригодная площадь торговых центров (GLA), тыс. кв. м, и уровень заполняемости, %



Источник: Данные компании

Таблица 1. Изменение макроэкономических индикаторов стран Латинской Америки

Наименование	нояб 24	дек 24	январь 25	февр 25	март 25	апр 25
Чили						
Рост реальной з/п	4.2	2.8	3.3	3.9	3.3	Н/Д
Инфляция	4.2	4.6	5.0	4.7	4.9	4.5
Безработица	8.2	8.1	8.0	8.4	8.7	Н/Д
Реал. розничные продажи	6.2	5.8	7.6	2.7	6.9	Н/Д
Изм. потреб. уверенности	11.4	9.9	12.8	13.8	10.5	13.2
Аргентина						
Эконом. активность	0.7	5.9	6.7	5.8	Н/Д	Н/Д
Инфляция	170.1	122.1	89.6	68.6	57.0	47.7
Безработица	6.4	6.4	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Реал. розничные продажи	-13.9	-17.9	-15.4	-16.1	Н/Д	Н/Д
Изм. потреб. уверенности	-5.2	15.6	33.1	31.1	20.3	18.6
Бразилия						
Рост реальной з/п	3.5	4.3	3.7	3.6	4.0	Н/Д
Инфляция	4.9	4.8	4.6	5.1	5.5	5.5
Безработица	6.1	6.2	6.5	6.8	7.0	Н/Д
Реал. розничные продажи	5.2	2.0	3.1	0.8	-1.7	Н/Д
Изм. потреб. уверенности	3.3	-1.6	-5.2	-6.6	-8.0	-9.5
Перу						
Рост МЗП	-2.2	-1.9	8.2	8.6	8.9	Н/Д
Инфляция	2.3	2.0	1.9	1.5	1.3	1.7
Безработица	5.7	5.5	6.2	6.3	6.6	5.9
Розничное производство	3.8	3.5	3.2	4.2	4.2	Н/Д
Изм. деловой уверенности	22.9	20.9	13.8	7.7	19.4	12.2
Колумбия						
Рост реальной з/п	4.3	4.8	2.6	2.3	2.4	Н/Д
Инфляция	5.2	5.2	5.2	5.3	5.1	5.2
Безработица	8.2	9.1	11.6	10.3	9.6	Н/Д
Реал. розничные продажи	8.4	7.4	10.7	7.8	11.7	Н/Д
Изм. потреб. уверенности	-5.7	-3.4	-1.1	-12.0	-7.1	-8.6

Источник: Goldman Sachs

Таблица 2. Прогноз реального роста ВВП в странах Латинской Америки

Наименование	2022Ф	2023Ф	2024О	2025П	2026П	2027П
Чили	2.2	0.5	2.6	2.1	2.2	2.1
Аргентина	5.3	-1.6	-1.8	5.5	4.5	4.0
Бразилия	3.0	3.2	3.4	2.4	2.2	2.3
Перу	2.8	-0.4	3.3	2.9	2.5	2.5
Колумбия	7.3	0.7	1.6	2.5	2.7	2.9

Источник: Всемирный банк

в Чили, Перу, Колумбии и в Аргентине. Включает кобрендовые кредитные карты, потребительское кредитование, страхование и финансовые услуги в магазинах и торговых центрах компании. Доля в выручке составляет около 1%.

Макроэкономические показатели в большинстве стран Латинской Америки постепенно улучшаются

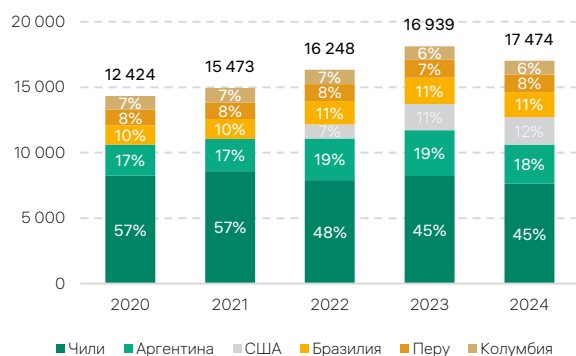
Потребительский сектор Латинской Америки начал демонстрировать признаки восстановления после нескольких лет давления, вызванного пандемией COVID-19, инфляцией и ростом безработицы.

Чили демонстрирует уверенное восстановление. Инфляция продолжает замедляться — до +4.5% г/г в апреле (с +4.9% в марте), а потребительская уверенность растёт ускоренными темпами — +13.2% г/г (против +10.5% месяцем ранее), что свидетельствует об улучшении ожиданий домохозяйств. По прогнозам Всемирного банка, экономика Чили вырастет на 2.1% в 2025 году и в среднем на 2.2% в 2026–2027 годах. Внутренний спрос, как ожидается, будет постепенно восстанавливаться по мере возвращения инфляции к целевому уровню центрального банка во второй половине 2025 года.

В Аргентине сохраняется положительная динамика. Инфляция существенно замедлилась — до 47.7% г/г в апреле (по сравнению с 57.0% в марте), а потребительская уверенность, несмотря на небольшое снижение темпов, остаётся на высоком уровне — +18.6% г/г. Ожидается, что экономика Аргентины восстановится в этом году, продемонстрировав рост на 5.5% после двух лет рецессии. В 2026–2027 годах средние темпы роста прогнозируются на уровне 4.3%. Рост будет поддержан мерами по макроэкономической стабилизации, отменой валютного контроля и недавно принятыми реформами, ориентированными на улучшение условий для ведения бизнеса, что должно укрепить доверие со стороны потребителей и инвесторов. В рамках стабилизационного процесса ожидается снижение инфляции, что приведёт к росту реальных доходов домохозяйств и станет дополнительным фактором поддержки восстановления. Правительство, как ожидается, продолжит сохранять профицит бюджета в соответствии с новой программой, поддержанной МВФ.

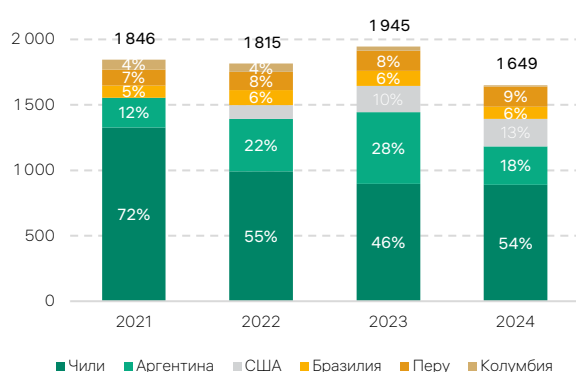
В Бразилии ситуация остается неоднозначной. Средний рост реальной заработной платы за последние три месяца ускорился до +4.0% г/г в марте (против +3.6% в феврале). При этом уровень безработицы вырос до 7.0% (после рекордного минимума в 6.1% в ноябре 2024 года). Общая инфляция в апреле осталась стабильной на уровне 5.5% г/г, а инфляция на продукты питания и напитки немного ускорилась до 7.8% г/г (против 7.7% месяцем ранее). В то же время потребительская уверенность продолжила снижение — -9.5% г/г в апреле (по сравнению с -8.0% в марте). Всемирный банк ожидает замедление темпов роста экономики Бразилии на треть — с 3.4% в 2024 году до 2.4% в 2025 году — из-за

Рисунок 10. Динамика и структура выручки (до корректировок IAS 29 на инфляцию), \$ млн



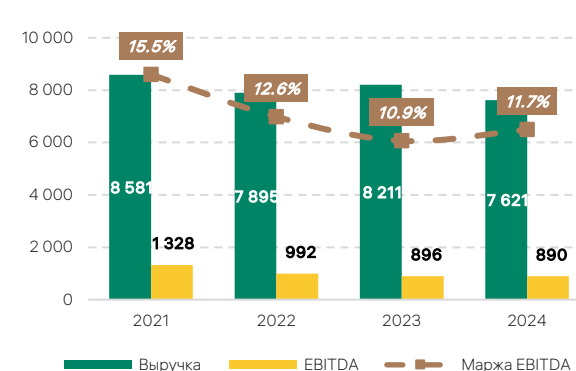
Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 11. Динамика и структура EBITDA (до корректировок IAS 29 на инфляцию), \$ млн



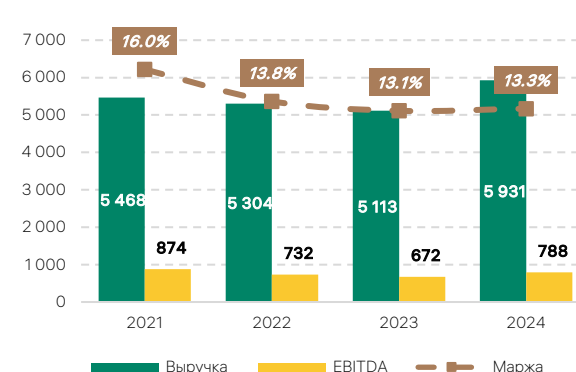
Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 12. Выручка и EBITDA в Чили, \$ млн



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 13. Выручка и EBITDA супермаркетов в Чили, \$ млн



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

снижения потребления и резкого ослабления инвестиционной активности на фоне ужесточения финансовых условий и внешних рисков. В 2026–2027 годах средний рост прогнозируется на уровне 2.2%. Ужесточение денежно-кредитной политики с сентября прошлого года — с повышением ключевой ставки с 10.50% до 14.75% — должно способствовать снижению инфляционного давления, однако окажет сдерживающее влияние на инвестиции и потребительские расходы.

Перу показывает уверенный рост доходов населения. Реальные заработные платы продолжили рост — +8.9% г/г в марте (против +8.6% в феврале), однако инфляция увеличилась до 1.7% г/г в апреле (против 1.3% месяцем ранее), а инфляция на продукты питания — до 1.6% г/г (против 0.6% в марте). Ожидается, что рост экономики Перу составит 2.9% в 2025 году и немного замедлится в среднем до 2.5% в 2026–2027 годах. Замедление связано с ослаблением темпов роста частного потребления, ростом неопределённости в отношении внутренней политики, повышенной глобальной волатильностью и фискальной консолидацией на фоне более сдержанных государственных расходов.

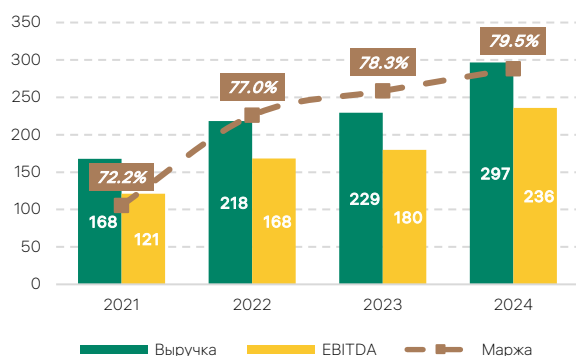
В Колумбии наметились признаки стабилизации. Рост реальной заработной платы ускорился до +2.4% г/г в марте, инфляция незначительно выросла — до 5.2% г/г в апреле (против 5.1% в марте). Потребительская уверенность при этом осталась в отрицательной зоне — -8.6% (против -7.1% месяцем ранее). Согласно прогнозу Всемирного Банка, рост экономики Колумбии составит 2.5% в 2025 году и в среднем 2.8% в 2026–2027 годах. Основными драйверами выступают частное потребление и частичное восстановление инвестиций, чему будет способствовать смягчение денежно-кредитной политики на фоне продолжающегося снижения инфляции.

Консолидированные результаты за 1 кв. 2025 г.: Чили, Перу и Колумбия частично компенсируют снижение EBITDA в Аргентине, США и Бразилии

Выручка Cencosud за 1 кв. 2025 г. увеличилась на 0.6% г/г и составила \$4.2 млрд. Увеличение доходов в Чили, Аргентине, США и Перу было нивелировано снижением в Бразилии и Колумбии. EBITDA сократилась на 5.8% г/г и составила \$407 млн, в основном из-за снижения маржинальности в Аргентине, США и Бразилии. В то же время Чили, Перу и Колумбия показали восстановление и улучшение рентабельности. Компания подтвердила прогноз на весь 2025 год (выручка — около \$17.95 млрд, EBITDA — около \$1.87 млрд) и отметила, что результаты за 1 квартал соответствуют её внутренним ожиданиям.

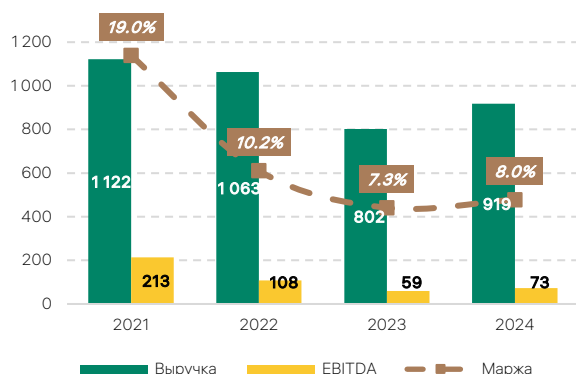
Операционный денежный поток составил \$38 млн по сравнению с \$93 млн годом ранее. Снижение в основном связано с ухудшением денежных потоков в сегментах супермаркетов, товаров для дома и ремонта, а также универсальных магазинов. Частично это было компенсировано положительной динамикой в направлениях торговых центров и финансовых услуг. Капитальные затраты увеличились с \$83 млн до \$98 млн

Рисунок 14. Выручка и EBITDA торговых центров в Чили, \$ млн



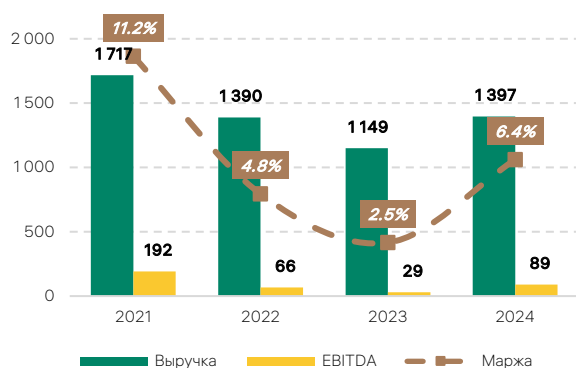
Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 15. Выручка и EBITDA магазинов товаров для дома и ремонта в Чили, \$ млн



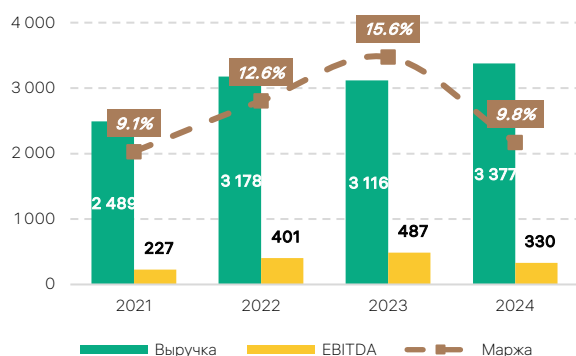
Источник: Данные компании

Рисунок 16. Выручка и EBITDA универсальных магазинов в Чили, \$ млн



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 17. Выручка и EBITDA в Аргентине, \$ млн



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

в связи приобретением оптовых супермаркетов Макго в Аргентине. Свободный денежный поток за квартал оказался отрицательным — \$61 млн против положительного значения в \$10 млн годом ранее. Как и для большинства ритейлеров, для Cencosud характерна выраженная сезонность денежных потоков, при этом основная часть поступлений приходится на четвёртый квартал.

Результаты за 1 кв. 2025 г. в разбивке по странам приведены ниже.

Все бизнес-сегменты в Чили демонстрируют рост выручки благодаря восстановлению потребительских расходов

На Чили приходится 43% выручки и 54% EBITDA компании за 1 кв. 2025 г. По результатам трех месяцев 2025 г. выручка по данному региону выросла на 3.8% г/г, а маржа EBITDA улучшилась на 80 бп и составила 11.7%.

Выручка супермаркетов увеличилась на 0.5% г/г за счёт онлайн-продаж, однако частично была компенсирована эффектом высокой базы (в 2024 г. в феврале был дополнительный день, а Пасха пришлась на март, тогда как в 2025 г. — на апрель). Маржа EBITDA снизилась на 90 бп и составила 12.3%, что объясняется ростом зарплат и увеличением комиссий за обработку карт в результате роста онлайн-продаж.

Сегмент товаров для дома и ремонта вырос на 6.5% г/г в результате увеличения среднего чека на 5.7% г/г и росту количества покупок на 2.9%. Маржа EBITDA снизилась на 40 бп и составила 9.1% по причине изменения товарного ассортимента и продажами отдельных категорий, отнесённых к непрофильным.

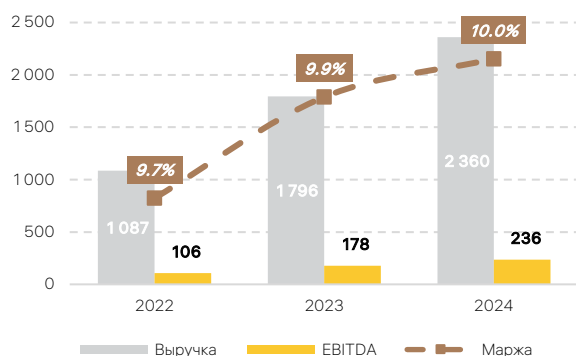
Продажи в сегменте универсальных магазинов увеличились на 15% г/г, что, по словам менеджмента, в значительной степени было обусловлено развитием собственных торговых марок, ростом туризма и улучшением покупательского опыта в магазинах. EBITDA выросла на 54.2% г/г, что отражает рост выручки и расширение валовой маржи на 37 бп. Рост был частично нивелирован увеличением расходов на 10.7% из-за более высоких комиссий и затрат на персонал, связанных с ростом продаж.

Выручка по торговым центрам выросла на 8.6% г/г, что отражает рост продаж арендаторов, увеличение заполняемости офисов, а также рост арендуемой площади (GLA) и индексацию арендных ставок на инфляцию. EBITDA выросла на 10.9% по сравнению с 1 кв. 2024 г., а маржа EBITDA увеличилась на 170 бп г/г и составила 81.2%.

Рост доходов в Аргентине опережает инфляцию

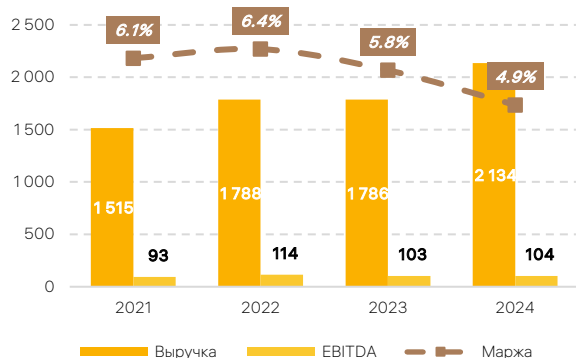
Бизнес в Аргентине обеспечил около 21% выручки и 18% EBITDA компании в 1 квартале 2025 года. Рост выручки в сравнении с аналогичным периодом прошлого года в долларовом выражении составил 36.5%. Маржа по EBITDA сократилась более чем в два раза — с 17% до

Рисунок 18. Выручка и EBITDA в США, \$ млн



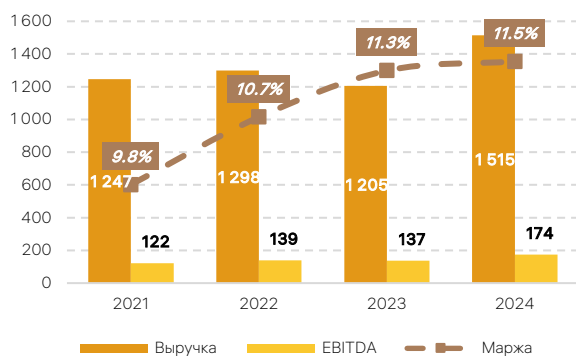
Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 19. Выручка и EBITDA в Бразилии, \$ млн



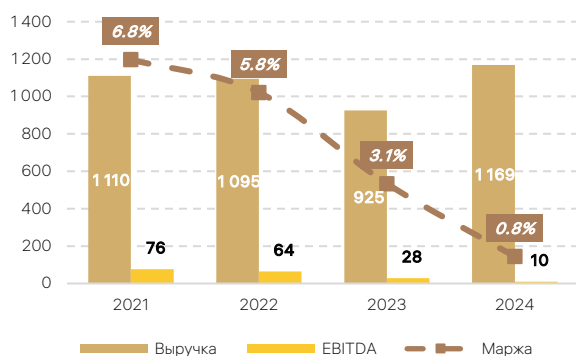
Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 20. Выручка и EBITDA в Перу, \$ млн



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 21. Выручка и EBITDA в Колумбии, \$ млн



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

8.2%, что объясняется нормализацией маржи на фоне замедления инфляции.

Рост выручки в Аргентине обусловлен консолидацией Makro — оптовых супермаркетов, приобретённых Cencosud в феврале 2025 года. Однако даже без учета консолидации Makro доходы от супермаркетов выросли на 52.6% г/г в аргентинских песо при уровне продовольственной инфляции за последние 12 месяцев в 45.6%. В целом, все сегменты в Аргентине продемонстрировали рост в долларовом выражении: супермаркеты — 38.1% (с учётом консолидации Makro), торговые центры — 49.9%, товары для дома и ремонта — 31%, финансовые услуги — 26.9%.

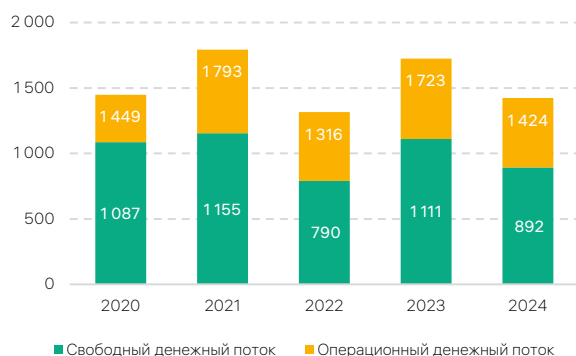
Снижение маржи EBITDA в США из-за разовых расходов

Доход от супермаркетов в Америке составил 13% от выручки и увеличился на 8% г/г. Драйвером роста стали онлайн продажи, которые увеличились на 27.5% г/г и достигли доли в 8.4% от общего объема продаж. Маржа EBITDA снизилась на 115 бп г/г до 10.2%, в основном из-за расходов, связанных с открытием новых магазинов и потерями на инвентаризации. На долю региона пришлось 14% от совокупной EBITDA компании. Менеджмент отметил, что ситуация должна нормализоваться в ближайшие кварталы по мере выхода новых магазинов на плановые показатели.

Сложная конкурентная среда и фокус на перераспределении капитала в Бразилии

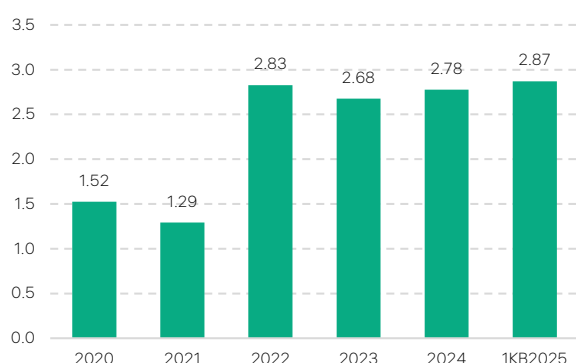
В рамках стратегии по оптимизации распределения капитала в 1 кв. 2025 года в Бразилии было закрыто шесть магазинов, в результате чего выручка в данном регионе снизилась на 25% г/г. Несмотря на усиление конкуренции, компания намерена сохранить присутствие на рынке и пересматривает свою стратегию с целью достижения прибыльного роста. В частности, планируется: (1) повышение привлекательности формата cash & carry за счёт расширения категорий fresh food, развития электронной коммерции и сервисных решений; (2) ремонт и обновление магазинов в Рио-де-Жанейро, где Cencosud представлен сильным брендом Prezunic; (3) адаптация ассортимента и выбор оптимальной модели для каждого магазина сети GBarbosa. Кроме того, в рамках оптимизации активов компания продаёт сеть супеомаркетов Bretas в штате Минас-Жерайс за \$123 млн и на данный момент ожидает одобрения сделки со стороны антимонопольного органа CADE. Ожидается, что продажа Bretas окажет положительное влияние на маржинальность бизнеса Cencosud в следующих кварталах. Доля Бразилии в совокупной выручке компании в 1 кв. 2025 года составила 9%, при этом маржа по EBITDA — 2.3%. Вклад региона в совокупную EBITDA компании составил 2%, снизившись с 5% годом ранее.

Рисунок 22. Операционный и свободный денежный поток, \$ млн



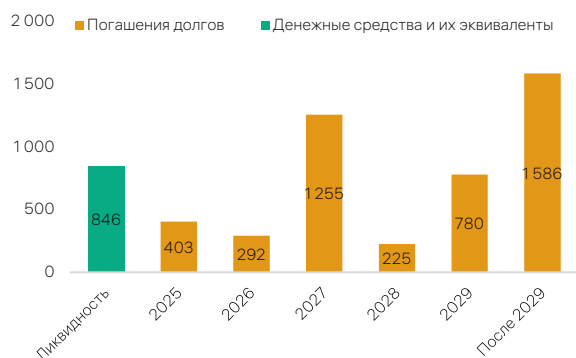
Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 23. Лeverидж Cencosud



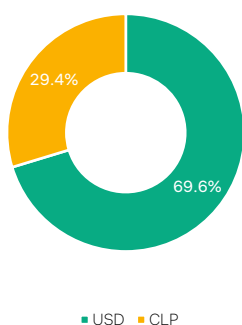
Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 24. График погашения обязательств и ликвидность, \$ млн



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 25. Структура долгов по валютам



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рост рентабельности в Перу и 2.5-кратное увеличение EBITDA в Колумбии

В Перу выручка выросла на 3% г/г и составила около 8% от общей выручки компании за 1 кв. 2025 года. Несмотря на сокращение числа магазинов на четыре по сравнению с прошлым годом, доходы в сегменте супермаркетов увеличились на 2.9% г/г. Реализация мер по повышению операционной эффективности как в магазинах, так и в бэк-офисе позволила увеличить маржу по EBITDA с 10.6% до 11.9%. EBITDA по региону составила 10% от консолидированного показателя.

В Колумбии снижение выручки на 6.9% г/г обусловлено сокращением торговой площади на 15 000 кв. м в результате передачи их в аренду третьим сторонам. Благодаря изменению коммерческой стратегии компании удалось повысить рентабельность по EBITDA с 1.1% до 2.9%, что привело к 2.5-кратному увеличению EBITDA. На Колумбию пришлось 1.7% от общей EBITDA компании.

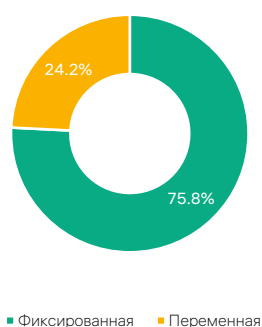
Умеренный лeverидж, комфортный график погашения и адекватная ликвидность

По состоянию на 1 кв. 2025 года валовой долг компании составил \$5.9 млрд, незначительно сократившись на 1.2% по сравнению с началом года. Объём денежных средств и эквивалентов составил \$846 млн, что в результате даёт чистый долг в размере около \$5 млрд. Лeverидж (выраженный как отношение чистого долга к EBITDA за последние двенадцать месяцев) незначительно вырос до 2.87x, что ниже порогового значения в 3.5x после которого возможно понижение рейтинга.

Cencosud имеет комфортный график погашения долгов до 2027 года. Обязательства на 2025 год составляют около \$400 млн, из которых \$237 млн приходятся на пут-опцион по выкупу оставшейся 33% доли в The Fresh Market у Apollo Global Management Inc. Этот опцион может быть реализован с июля 2025 года и действует в течение 18 месяцев. В свою очередь, у Cencosud есть колл-опцион на покупку той же доли до июля 2028 года — в случае, если Apollo не воспользуется своим правом ранее. Учитывая стратегическую значимость The Fresh Market для группы, мы оцениваем вероятность реализации сделки как высокую. Обязательства к погашению в 2026 году также остаются умеренными — около \$300 млн. Таким образом, текущей ликвидности на балансе достаточно для покрытия долгов и покупку оставшейся доли в The Fresh Market в 2025–2026 годах.

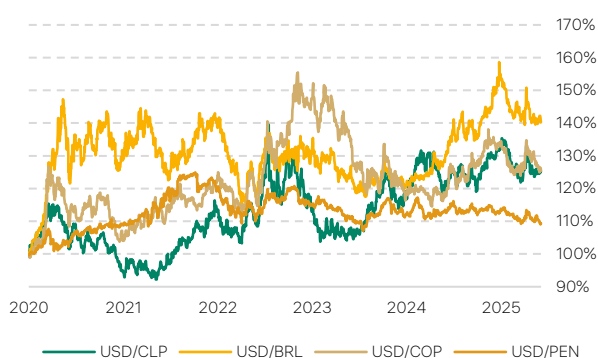
Свободный денежный поток за 2024 год оценивается на уровне \$945 млн. Хотя в 2024 году EBITDA снизилась на фоне нормализации маржи в Аргентине, менеджмент, как и сообщалось ранее, по итогам первого квартала 2025 года подтвердил годовые ориентиры: ожидаемая EBITDA — около \$1.87 млрд, капитальные затраты — около \$610

Рисунок 26. Структура долга по типу процентной ставки



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 27. Кумулятивное изменение курсов



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

млн. С учётом потребностей в оборотном капитале, налогов и процентных расходов, мы ожидаем, что свободный денежный поток в 2025 году останется примерно на прежнем уровне. По нашим прогнозам, объём генерируемых свободных денежных потоков в 2025–2026 годах будет достаточным для накопления ликвидности, необходимой для погашения обязательств в 2027 году, которые оцениваются в \$1.255 млрд. Тем не менее, компания, вероятно, предпочтёт рефинансировать полностью или частично предстоящие обязательства, направив свободные денежные средства на инвестиции, включая потенциальные сделки M&A.

Несмотря на значительную долю долгов, номинированных в долларах США, большая их часть захеджирована от валютных рисков. С учётом естественного хеджа в виде операционной выручки в США (The Fresh Market), чистая долларовая позиция составляет 15.5%. Процентные риски также умеренные: 75.8% долгов — с фиксированной ставкой.

В соответствии с законодательством Чили и внутренней дивидендной политикой, компания обязана направлять акционерам не менее 30 % распределяемой прибыли в виде денежных дивидендов. По итогам 2024 года Cencosud выплатила 31% от распределяемой чистой прибыли, что подтверждает приверженность достаточно консервативной дивидендной политике. Мы ожидаем, что компания будет и далее придерживаться сдержанного подхода к распределению прибыли, фокусируясь на инвестициях в рост и поддержании левериджа ниже пороговых значений.

Рейтинговые агентства о Cencosud S.A.

Fitch

Рейтинг BBB (прогноз: «стабильный»). Fitch Ratings подтвердило кредитный рейтинг Cencosud в июне 2025 года. Рейтинг отражает сильный бизнес-профиль Cencosud как одного из крупнейших продовольственных ритейлеров Латинской Америки, что обеспечивается устойчивым портфелем брендов и способностью адаптироваться к неблагоприятным экономическим условиям. Fitch ожидает, что компания будет поддерживать стабильный уровень маржи EBITDAR и генерировать положительный свободный денежный поток, обеспечивая достаточную финансовую гибкость для удержания левериджа по EBITDAR ниже 3.5x. К числу сильных сторон агентство относит широкое присутствие в ключевых регионах, умеренную долговую нагрузку и высокий уровень ликвидности, поддерживаемый устойчивым положительным FCF и проверенным доступом к рынкам капитала. Fitch также отмечает сохраняющуюся конкуренцию в товарных категориях и необходимость постоянных инвестиций в улучшение сервиса и ценностного предложения.

Риски

- Ухудшение операционных показателей в странах присутствия на фоне ослабления макроэкономических условий;
- Ослабление национальных валют по отношению к чилийскому песо;
- Рост левериджа в случае затяжного восстановления экономики в регионе или реализации непредвиденных сделок M&A.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2020	2021	2022	2023	2024	1кв2024	1кв2025
Выручка	12 424	15 473	16 248	16 939	17 474	4 157	4 182
Рост выручки (г/г)	-8.5%	24.5%	5.0%	4.3%	3.2%	-3.6%	0.6%
Валовая прибыль	3 340	4 516	4 659	4 953	5 233	1 216	1 240
Валовая маржа, %	26.9%	29.2%	28.7%	29.2%	29.9%	29.3%	29.7%
EBITDA	1 218	1 846	1 815	1 945	1 649	432	407
Рост EBITDA (г/г)	-1.5%	51.5%	-1.7%	7.1%	-15.2%	-5.5%	-5.8%
EBITDA маржа, %	9.8%	11.9%	11.2%	11.5%	9.4%	10.4%	9.7%
Процентные доходы (расходы), нетто	(310)	(185)	(260)	(344)	(414)	(119)	(86)
Рост процентных доходов (расходов) (г/г)	-17.1%	-40.2%	40.2%	32.3%	20.5%	-71.2%	-27.9%
Чистая прибыль	29	621	388	262	168	(24)	113
Рост чистой прибыли (г/г)	-82.2%	2043.7%	-37.6%	-32.4%	-35.8%	Н/П	Н/П
Маржа чистой прибыли, %	0.2%	4.0%	2.4%	1.5%	1.0%	-0.6%	2.7%
Операционный денежный поток (OCF)	1 449	1 793	1 316	1 723	1 424	93	38
Капитальные затраты	(76)	(273)	(412)	(400)	(478)	(83)	(98)
Свободный денежный поток (FCF)	1 373	1 520	904	1 323	945	10	(61)
Маржа FCF, %	11.1%	9.8%	5.6%	7.8%	5.4%	0.2%	-1.5%
Дивиденды	(115)	(924)	(411)	(344)	(62)	0	0

Операционные показатели

Супермаркеты							
Выручка	9 580	10 782	12 432	14 308	13 553	3 307	3 394
EBITDA	940	1 227	1 295	1 463	1 303	362	292
Маржа EBITDA	9.8%	11.4%	10.4%	10.2%	9.6%	10.9%	8.6%
Товары для дома и ремонта							
Выручка	1 635	2 062	2 012	1 957	1 654	388	450
EBITDA	251	365	323	351	184	68	47
Маржа EBITDA	15.3%	17.7%	16.0%	17.9%	11.1%	17.4%	10.5%
Универсальные магазины							
Выручка	1 206	1 717	1 390	1 291	1 243	268	308
EBITDA	-4	192	66	32	79	12	18
Маржа EBITDA	-0.3%	11.2%	4.8%	2.5%	6.4%	4.4%	6.0%
Торговые центры							
Выручка	136	251	340	403	396	87	100
EBITDA	63	177	255	309	308	66	79
Маржа EBITDA	46.2%	70.6%	74.9%	76.6%	77.8%	75.6%	78.8%
Финансовые услуги							
Выручка	138	122	158	159	153	30	37
EBITDA	83	86	87	80	81	16	5
Маржа EBITDA	60.7%	70.3%	54.9%	50.1%	52.8%	52.8%	14.2%

Долговая нагрузка

Валовый долг	4 630	4 242	6 097	6 262	5 744	5 974	5 905
Рост валового долга, (г/г)	-18.4%	-8.4%	43.7%	2.7%	-8.3%	-6.0%	-1.2%
Денежные средства и их эквиваленты	2 773	1 858	963	1 055	1 168	1 009	846
Чистый долг	1 857	2 384	5 134	5 207	4 576	4 965	5 059
Рост чистого долга (г/г)	-8.9%	28.3%	115.4%	1.4%	-12.1%	-10.1%	1.9%
Собственный капитал	5 570	4 902	4 321	4 187	4 709	4 417	4 800

Показатели долговой нагрузки

EBITDA / процентные расходы (x)	3.94	9.97	6.99	5.66	3.98	3.62	4.73
Валовый долг / EBITDA TTM (x)	3.80	2.30	3.36	3.22	3.48	1.94	1.94
Чистый долг / EBITDA TTM (x)	1.52	1.29	2.83	2.68	2.78	2.59	2.87

курс CLP USD

Среднее значение	792	760	874	840	944	947	964
На конец периода	711	852	850	877	994	980	952

График погашения долга и запас ликвидности

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031-2045
Погашение долга	403	292	1 255	225	780	15	1 571
Денежные средства и их эквиваленты	846						

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей**E-mail**

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance