

Cencosud S.A

Mayo 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos Tendencia	AA Estable <i>Primera Clase Nivel 1</i>	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Acciones		Analista	Andrés Silva P.
Efectos de Comercio		Teléfono	56-2-433 5200
		Fax	56-2-433 5201
		Correo Electrónico	ratings@humphreys.cl
		Sitio Web	www.humphreys.cl
EEFF base	31 de marzo de 2009	Tipo de Reseña	Informe Anual

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bono Series A1-A2-B1-B2	Nº 268 de 05.09.01
Línea de Bonos	Nº 329 de 12.03.03
Serie D	Primera Emisión
Serie B	Segunda Emisión
Línea de Bonos	Nº 403 de 27.01.05
Serie E	Primera Emisión
Línea de Bonos	Nº 404 de 27.01.05
Serie F	Primera Emisión
Línea de Bonos	Nº 443 de 21.11.05
Serie A	Primera Emisión
Serie C	Segunda Emisión
Línea de Bonos	Nº 530 de 16.04.08
Serie E	Primera Emisión
Serie F	Segunda Emisión
Serie G	Tercera Emisión

EERR Consolidado					
MM\$ a Marzo de 2009	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09
Ingreso Operacional	2.938.973	3.561.913	4.020.965	5.990.127	1.326.762
Costo Explotación	-2.062.146	-2.471.916	-2.896.974	-4.357.275	-975.013
Gasto Admin y Venta	-715.519	-884.182	-872.034	-1.327.940	-294.497
Resultado Operacional	161.308	205.815	251.958	304.912	57.252
Resultado no Operacional	-12.743	-42.953	31.731	-123.359	-37.872
Utilidad Neta	118.937	146.677	223.524	156.443	15.127

Balance General Consolidado					
MM\$ a Marzo de 2009	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09
Activo Circulante	733.539	894.751	1.325.244	1.360.360	1.244.567
Activo Fijo	1.444.339	1.574.807	1.798.067	2.592.548	2.528.623
Otros Activos	739.186	824.319	1.003.624	1.439.685	1.346.189
Total Activos	2.917.064	3.293.877	4.126.935	5.392.593	5.119.379
Pasivo Circulante	746.816	844.408	1.165.127	1.416.393	1.257.955
Pasivo Largo Plazo	630.916	792.482	1.051.156	1.589.906	1.543.216
Interés Minoritario	105.585	111.818	86.800	109.056	103.846
Patrimonio	1.433.747	1.545.168	1.823.852	2.277.238	2.214.362
Total Pasivos	2.917.064	3.293.877	4.126.935	5.392.593	5.119.379

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Cencosud es una compañía líder en la industria del *retail*, con presencia en Chile, Argentina y a partir del presente año en Brasil y Perú, a través de la adquisición de Supermercados Gbarbosa y Wong, respectivamente. Además, a través de un *Joint-Venture*, participa en el mercado colombiano. El ámbito de negocios de la compañía corresponde a hipermercados, supermercados, tiendas por departamento, *homecenters*, inmobiliario y entretenimiento familiar.

Las principales fortalezas de **Cencosud**, que sirven de fundamento para la calificación de su nueva línea de bonos en “**Categoría AA**”, son la alta participación de mercado en el negocio de *retail* y la solidez de las marcas con las que opera comercialmente; características que en conjunto favorecen su competitividad y respaldan la adecuada estrategia de crecimiento que hasta la fecha ha desarrollado el emisor. Además, otro elemento de relevancia a considerar, es la elevada generación de flujo propio de su actividad inmobiliaria (arrendamiento de puntos de ventas).

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la elevada tenencia de terrenos propios en desmedro de arriendos de largo plazo, la propensión a una mayor diversificación en la generación de flujos y el elevado acceso a fuentes de financiamiento para solventar las exigencias de crecimientos propias del sector.

Si bien la compañía ha aumentado su endeudamiento relativo, ello se explica por encontrarse inmersa en un periodo de expansión a través de adquisiciones. A juicio de **Humphreys**, el grupo

posee el *know-how* necesario en términos logísticos, operacionales, humanos y financieros, que le permitirían en el mediano plazo rentabilizar de mejor manera los negocios recientemente adquiridos, lo que generará una disminución de su carga financiera relativa en relación con su generación de caja. Asimismo es importante destacar que parte importante de la deuda de la compañía responde a su negocio financiero, el cual por su naturaleza soporta un nivel de apalancamiento mayor que el negocio del *retail*. En la práctica la compañía posee a marzo de 2009 \$ 293.573 mil millones en cuentas por cobrar asociadas a las ventas con tarjeta de crédito, lo que si se castigan en un 20% (criterio altamente conservador, considerando los actuales niveles de provisiones de la compañía) representarían el 26% de la deuda financiera total del grupo.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída fundamentalmente por los altos niveles de competencia en todos los sectores en que se desenvuelve la compañía y por las exigencias de financiamiento que demanda una empresa en continuo crecimiento, el cual presenta una probabilidad no menor de materializarse en países que, comparados con Chile, presentan mayor riesgo económico y político (tal como su recientes inversiones en Brasil, Perú y Colombia).

Otros factores de riesgo son la exposición de la compañía en países de Latinoamérica con un mayor riesgo que Chile; la sensibilidad del consumo ante ciclos económicos recesivos; y la exposición cambiaria y a tasa de interés.

Durante el presente año los antiguos dueños del Grupo Supermercados Wong de Perú (actualmente filial de Cencosud) tienen la posibilidad de ejercer una opción derivada de los acuerdos incluidos en el proceso de compra de la empresa peruana. La referida opción a la fecha está valorizada en \$ 99.139 millones (US\$ 170 millones) la cual en caso de ejercerse afectaría fuertemente en este período la liquidez de Cencosud; no obstante, a juicio de la Clasificadora, el emisor tiene un adecuado acceso a las fuentes de financiamiento para allegar los recursos necesarios con el objeto de dar cumplimiento a dicha obligación.

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

A futuro, la clasificación de los bonos – dado el bajo nivel de riesgo asignado – podría verse favorecida en la medida que las condiciones imperantes en el mercado reduzcan la necesidad de

crecimiento de la compañía o, en su defecto, dicho crecimiento sea abordado con una menor relación entre nivel de deuda y flujos ya consolidados.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de bonos, se hace necesario que la empresa, además de no alterar significativamente su endeudamiento relativo en el mediano plazo, lleve a cabo una estrategia de crecimiento que implique niveles de generación de flujos acordes con los nuevos riesgos que se están asumiendo.

Hechos Recientes¹

El año 2008, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 5.990 mil millones (alrededor de US\$ 10.270 millones), lo que representó un aumento real de 49% con respecto al año anterior. A marzo de 2009, los ingresos son \$ 1.327 mil millones, un 11,4% mayor que el mismo periodo del año anterior.

En el mismo período el costo de explotación de la compañía ascendió a \$ 4.357 mil millones, lo que significa un aumento real de 50,4% en relación con el año 2007 y representaron el 72,7% de los ingresos del ejercicio implicando una muy leve caída en el margen del negocio (la relación fue de 72% en 2007).

Los gastos de administración y ventas de la compañía alcanzaron a \$ 1.328 mil millones, registrando un aumento de 52% real respecto del año anterior lo cual se explica por la incorporación de las nuevas operaciones en Brasil y Perú. En términos relativos, los gastos de administración y ventas ascendieron al 22% de los ingresos de explotación (21,6% el 2007).

Producto de lo anterior, el resultado operacional del período ascendió a \$ 304.912 millones (alrededor de US\$ 523 millones), lo que se compara favorablemente en relación al obtenido por la compañía a diciembre de 2007, cuando se obtuvo un resultado operacional de \$ 251.957 millones. A marzo de 2009, el resultado operacional es un 14,8% menor que el periodo anterior, alcanzando \$ 57.252 millones.

Durante el 2008, el resultado fuera de explotación alcanzó una pérdida de \$ 123.359 millones, básicamente, por los gastos financieros y la diferencia de cambio; en 2007 se registró un resultado no operacional positivo de \$ 31.731 millones.

Finalmente, el resultado del ejercicio correspondió a una utilidad de \$ 156.443 millones, lo que implica una disminución de 30% con respecto al año 2007, donde la utilidad alcanzo \$ 223.524. Lo anterior se explica fundamentalmente por el menor resultado no operacional. Asimismo a marzo del presente año, la compañía presenta una utilidad del orden de los \$ 15.126 millones, lo cual se compara negativamente con lo exhibido del mismo periodo del año anterior (39% menor)

Definición Categoría de Riesgo

Categoría AA (Deuda de Largo Plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan 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.

Categoría Nivel 1+ (Deuda a Corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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 “+” corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría Primera Clase Nivel 1 (Acciones)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la mejor combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

¹ Todas las cifras se encuentran en moneda de marzo 2009. El tipo de cambio utilizado para expresar las cifras en dólares es el informado a marzo de 2009 que corresponde a \$ 583,26 / US\$

Oportunidades y Fortalezas

Posicionamiento de Mercado: La empresa presenta una importante participación de mercado en donde tiene presencia y en los distintos rubros en que participa. En Chile, en el segmento de supermercado su participación alcanza aproximadamente a 30%; en tiendas por departamento, París disputa el segundo lugar del sector y en *homecenter* muestra un importante dinamismo los últimos años, siendo actualmente el tercer actor en la industria. En Argentina su participación en supermercados asciende a aproximadamente el 23%. Por otra parte, los nombres "Jumbo", "París" y "Alto Las Condes", entre otros, son ampliamente reconocidos por los consumidores. No obstante lo anterior, la compañía enfrenta el desafío de emular lo realizado en Chile y Argentina dentro de los nuevos mercados en los cuales ha ingresado.

Asimismo, las recientes adquisiciones de la compañía también gozan de una adecuada posición en los mercados donde operan. En el caso peruano, la cadena Wong es una de las marcas más conocidas a nivel nacional, y es líder del mercado limeño con 60% de participación (del mercado formal). Por su parte la cadena Gbarbosa posee un alto reconocimiento de marca en la zona del noreste brasileño, con una participación a nivel nacional en torno al 1,2% (en una industria, comparativamente, con bajos niveles de concentración), y de 10% de participación en su mercado objetivo (líder regional).

Negocio Inmobiliario: Esta actividad – ligada principalmente a los centros comerciales y locales adyacentes a los supermercados – permite al emisor generar ingresos mínimos que no se ven afectados por la caída en los márgenes del negocio de *retail*. Además, la infraestructura disponible para esta actividad no demanda niveles de inversión relevante, lo que permite que un elevado porcentaje de los ingresos se refleje directamente en el flujo de caja y en las utilidades de la empresa.

Diversificación de Ingresos: El emisor participa en la operación de supermercados, hipermercados, distribución de materiales para la construcción y mejoramiento para el hogar, centros comerciales, tiendas por departamento, administración inmobiliaria, tarjeta de crédito, seguros y juegos de entretenimiento, tanto en Chile como en Argentina, Brasil, Perú y Colombia, lo cual le entrega una base adecuada en pos de diversificar sus niveles de ingresos. La clasificadora de todos modos se pondrá el hecho que todos los negocios del grupo están ligados al consumo, y se encuentran dentro de una región que suele moverse cíclicamente en forma conjunta.

Selección Estratégica de la Compañía: La estrategia de la compañía se fundamenta en tres pilares básicos; el desarrollo de los clientes (a través de programas de fidelización), los servicios financieros y afines (tarjetas de crédito); y el propio *retail*. El desarrollo de esta estrategia, de la mano con un crecimiento explosivo tanto en ventas como en resultados, han llevado a la empresa a posicionarse en el ámbito local por sobre la competencia a nivel de super e hipermercados, mientras que en tiendas por departamentos está alcanzando el segundo lugar en participación. A nivel regional, Cencosud, se ubica dentro de las empresas de *retail* con mayor nivel de ventas en Sudamérica. A la fecha, en opinión de **Humphreys**, los resultados de la empresa han avalado las decisiones adoptadas por la administración.

Propiedad de Puntos de Ventas: La empresa tiene una elevada tenencia de terrenos propios en los cuales ubica sus puntos de venta, tratando de minimizar los lugares en que está presente a través de arriendos a largo plazo. Esto minimiza el riesgo de una eventual pérdida de puntos de venta estratégicos y los riesgos propios de la re-negociaciones en que pudiera verse involucrada la empresa para retener los centros de venta. No obstante lo anterior no se da en el mercado brasileño, donde prácticamente el 100% de los locales están bajo la modalidad de arrendamiento.

Acceso a Fuentes de Financiamiento: Dado el tamaño y perfil de la compañía, sumado a los resultados obtenidos, se estima que la empresa no debiera tener dificultades mayores para acceder al mercado de deuda o de capital, tanto en Chile como en el extranjero, con el objeto de financiar sus planes de crecimiento. En el pasado, la sociedad ha demostrado su capacidad para levantar financiamiento, tanto a través de emisión de acciones como de colocación de bonos.

Sinergias a Nivel Regional: El carácter regional del grupo en el ámbito del *retail*, le permite acceder al desarrollo de mayores economías de escala a través de la centralización de sus procesos de compra. Asimismo, el grupo posee un mayor poder de negociación frente a marcas multinacionales que abastecen sus locales. Lo anterior repercute en una mayor eficiencia operativa, la cual si bien se encuentra en un proceso inicial de transición, se espera mejore la rentabilidad operacional consolidada de Cencosud.

Factores de Riesgo

Alto Nivel de Competencia: La fuerte competencia que presenta el emisor en los distintos mercados en que opera, lo hacen altamente vulnerable ante decisiones equívocas en términos comerciales. A la vez que la presión en los márgenes de venta lo fuerza a crecer para mantener

el posicionamiento y poder acceder a mayores economías de escala. Es importante que el emisor genere constantemente eficiencias en términos comerciales, logísticos y de manejo de inventarios.

Necesidad de Crecimiento: Las características del mercado de venta al detalle genera en los partícipes la necesidad de acceder a mayores economías de escala y, a través de ello, mantener sus niveles de competitividad. Pero esta disposición al crecimiento, si bien deseable en una perspectiva de largo plazo, puede conllevar mayores niveles de riesgo, que deberán ser adecuadamente administrados, sobre todo que muchos de ellos implicarán endeudamiento para financiar las inversiones tanto en activos como en capital de trabajo (por la mayor cobertura de las tarjetas de créditos). También debe considerarse la mayor complejidad de los procesos operativos y administrativos. Si bien Cencosud ha sido capaz de administrar un crecimiento exponencial en los últimos años de manera exitosa, es necesario evaluar en el mediano plazo el desempeño del grupo en esta nueva etapa de expansión regional.

Sensibilidad del Consumidor Ante Ciclos Económicos Recesivos: La demanda de la industria está fuertemente ligada a la actividad económica del país. De hecho, las ventas al detalle, orientadas al mercado de personas, se ven resentidas en períodos recesivos, en especial cuando se trata de productos prescindibles, lo que afecta especialmente las ventas de los centros comerciales y el comercio en general. Con todo, se reconoce que la presencia en diversos mercados geográficos atenúa los efectos negativos de los ciclos económicos adversos.

Exposición en el Exterior: Parte importante de las inversiones del emisor se concentra en Argentina que tiene una clasificación de riesgo muy inferior a la de Chile. Además, en este país, se observa que el Estado juega un rol mucho más activo y arbitrario en cuanto a las regulaciones que afectan al comercio y,, por ende, al emisor. Actualmente, *Moody's Investors Services* tiene clasificado a Argentina en categoría *Ba3* en escala global moneda extranjera. Por su parte, Chile está clasificado en categoría *A1* y *A2* en escala global para su deuda en moneda local y en moneda extranjera, respectivamente. En el caso de Perú, Brasil y Colombia, estos países también presentan una clasificación de riesgo menor a la chilena (*Ba2*, *Ba1* y *Ba1* respectivamente, para sus obligaciones en moneda extranjera).

Exposición Cambiaria y a Tasas de Interés: Parte importante de las inversiones del emisor se encuentran en el extranjero, situación que hace sensible a la empresa antes fluctuaciones en las paridades cambiarias. Por otro lado, existe deuda de largo plazo bancaria de la compañía que devenga intereses y se encuentra pactada a una tasa de interés variable. Como atenuante de lo

anterior, se tiene que la compañía utiliza derivados financieros para todas sus deudas en moneda extranjera.

Antecedentes Generales

Descripción del Negocio

El negocio de Cencosud se enmarca principalmente en la venta de productos al detalle, además de estar en presente en diversos segmentos asociados a su negocio central, como el sector inmobiliario y financiero principalmente. La compañía tiene presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia. A continuación se detalla la presencia en cada rubro de negocios en que Cencosud está presente, las que a marzo de 2009 totalizan 667 tiendas (613 en marzo de 2008) y 2.515.932 m², es decir un aumento de 6,7% en comparación con lo registrado a marzo de 2008 (2.358.689 m²).

Marzo 2009	Chile		Argentina		Marzo 2009	Brasil	Tiendas	Tamaño (m ²)
	Tiendas	Tamaño (m ²)	Tiendas	Tamaño (m ²)				
Jumbo	26	205.916	16	136.265	Hipermercados	19	80.253	
Santa Isabel	135	194.655	-	-	Supermercados	31	33.954	
Disco	-	-	238	308.763	Otros	25	2.266	
Paris	30	241.016	-	-	Perú	Tiendas	Tamaño (m ²)	
Easy	25	248.157	46	350.666	Hipermercados	12	94.163	
Foster & Umbrale	20	3.248	-	-	Supermercados	41	99.875	
Shoping Centers	8	259.293	12	194.283	Shopping Centers	2	54.750	

Chile

Los negocios que se llevan a cabo en Chile, son a la fecha los que más aportan a la compañía en términos de ingresos de explotación, con 46,8% a marzo de 2009. Además, es en Chile donde Cencosud presenta una mayor diversificación en términos de fuentes de ingresos, ya que participa en Supermercados, Hipermercados, *Homecenter*, Seguros, Inmobiliaria y Servicios Financieros. Dentro de los principales negocios que maneja la compañía dentro del país, se encuentran Supermercados Jumbo y Santa Isabel, *Homecenter Easy*, Tienda por Departamento Almacenes Paris, marcas Umbrale y Forester, ocho centros comerciales, de los cuales cuatro están en Santiago (Florida Center, Alto Las Condes, Portal La Dehesa y Portal La Reina), y cuatro en regiones (Portal Temuco, Portal Rancagua, Portal Viña y Portal Valparaíso), *Retail Financiero* a través de las tarjetas Más (Jumbo, Easy y Paris), un banco y finalmente Seguros Paris.

Argentina

Los negocios que la compañía desarrolla en Argentina representan el 34% de sus ingresos totales, en comparación al 30,4% que representaban a marzo de 2008, previo a las inversiones en los mercados peruano y brasílico. A diferencia de Chile, existe una menor diversificación por línea de negocio, por cuanto sólo participa en el negocio de Supermercado, Hipermercados, *Homecenters* y *Shopping Centers*. Las marcas que maneja Cencosud en Argentina son Jumbo, Disco, Plaza Vea, Minisol, Easy y doce centros comerciales entre los que destaca Unicenter, uno de los más grandes de Argentina.

Brasil, Perú y Colombia

Durante el último trimestre del año 2007, la compañía concretó dos importantes adquisiciones que forman parte de un agresivo plan de expansión a nivel regional. Ambas inversiones sumaron un total de aproximadamente US\$ 880 millones. En Brasil la compañía adquirió la cadena GBarbosa, que cuenta con una importante participación de mercado dentro del noreste del país, así como un 7,1% a nivel nacional. La cadena cuanta con 75 locales a la fecha.

Por su parte la inversión dentro de Perú, corresponde a la adquisición de la cadena Wong (US\$ 500 millones). La cadena Wong, cuenta actualmente con 55 locales (12 Hipermercados, 41 Supermercados, y 2 *Outlet*). La cadena lidera el mercado limeño con un 60% de participación.

Por su parte la compañía posee en Colombia un local Easy, inaugurado en el año 2008, la cual si bien no representa un negocio significativo dentro de los ingresos de la compañía, muestra el interés del grupo por seguir ampliando y diversificando su base de negocios.

Propiedad y Administración

El controlador de la sociedad es el señor Horst Paulmann, quien posee alrededor del 65% de la propiedad de Cencosud, personalmente y a través de su cónyuge, parientes y de las sociedades Inversiones Quinchamalí, Inversiones Labadía Ltda e Inversiones Tano, controladas por él. Un aspecto relevante es la aparición con un 2,35% de Wong Hola S.A., lo que responde a una parte del pago realizado por Cencosud implícito en la compra de la cadena peruana.

Nombre de accionistas	Nº De Acciones Pagadas	Participación
Inversiones Quinchamali Limitada	581.754.802	26,6%
Inversiones Latadia Limitada	549.819.999	25,2%
Inversiones Tano Limitada	159.614.456	7,3%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros	142.443.389	6,5%
Paulmann Kemna Horst	56.004.798	2,6%
Wong Hold S.A.	49.750.000	2,3%
Banco Itau por Cuenta de Inversionistas	41.313.399	1,9%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	38.476.523	1,8%
Fondo de Pensiones Provida C	31.799.374	1,5%
Fondo de Pensiones Habitat C	31.666.630	1,5%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	28.023.121	1,3%
Fondo de Pensiones Habitat B	25.993.774	1,2%
Otros Accionistas	449.743.191	20,6%
Total	2.186.403.456	100,0%

Distribución de Ingresos

La distribución de los ingresos de la compañía es diversa tanto por tipo de negocio como por país de origen de los mismos. Es importante en este punto mencionar que el alto aumento en los ingresos experimentado por la compañía durante los últimos 6 años, responde a una política de expansión agresiva a través de la compra de diversas cadenas dentro y fuera del país.

En términos de la distribución estacional de las ventas de la compañía, éstas se concentran principalmente en el último trimestre del año (36% de las mismas en el 2008), debido en gran medida a las ventas asociadas a la época navideña.

Proveedores, Fuentes de Financiamiento e Inversión

Dado el giro del negocio, una parte importante de las necesidades de recursos de la sociedad está asociada al financiamiento de su capital de trabajo, básicamente cuentas por cobrar y mercadería.

Proveedores

La empresa presenta una amplia gama de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los proveedores nacionales básicamente están representando por productores, representantes e importadores de artículos para el hogar. Las compras en el extranjero, principalmente vestuario, provienen en un porcentaje elevado de Asia (China, Hong Kong e India). En este aspecto, es

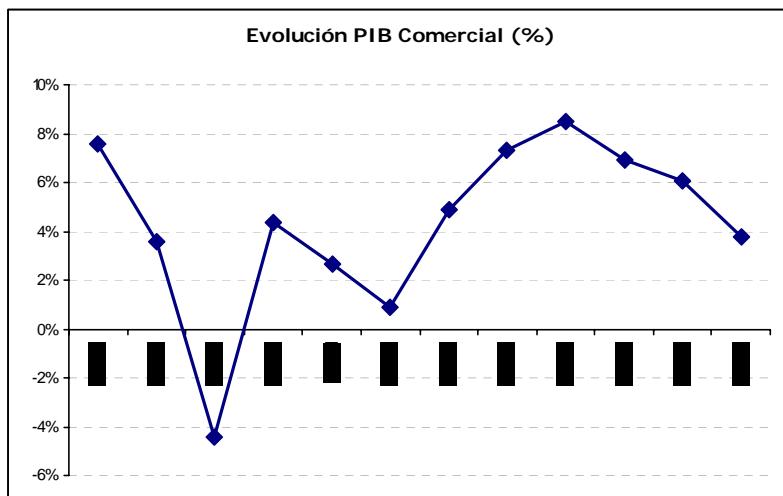
importante mencionar que la compañía se encuentra en un proceso de reordenamiento estructural que busca lograr sinergias a través de la negociación colectiva de sus negocios con los proveedores. Para lo anterior se definió una unidad específica de compras, transversal a las divisiones de negocio y a los países donde opera Cencosud.

Fuentes de Financiamiento

Las principales fuentes de financiamiento de la empresa, además de su patrimonio, provienen del sistema bancario local e internacional (principalmente asociado a los países donde opera la compañía). La deuda actual de la empresa (EEFF al 31.03.09) ha logrado disminuir su porción de corto plazo en relación al total, ubicándose en un 10%, mientras que a marzo de 2007 el pasivo financiero de corto plazo representaba el x% del total. En términos de perfil de pago, la compañía enfrenta vencimientos importantes de deuda en los años 2011, 2012 y 2013.

Antecedentes de la Industria

Cencosud S.A. participa en el rubro comercial con apoyo crediticio a sus clientes, compitiendo en el ámbito local con empresas de diversa envergadura y algunas, incluso, con presencia internacional. En términos generales la industria en Chile posee una concentración moderada-alta, donde los principales actores del mercado corresponden a grupos de capitales nacionales con presencia en diversos negocios. En términos de crecimiento, un índice adecuado para observar el desarrollo de la industria en Chile es el Producto Interno Bruto ligado al comercio, dado que en Chile, el comercio se encuentra mayoritariamente en manos de los grandes actores, a diferencia de otros países de Latinoamérica, en que el comercio informal responde por un porcentaje importante del comercio. A continuación, se detalla el cambio porcentual:



Análisis Financieros

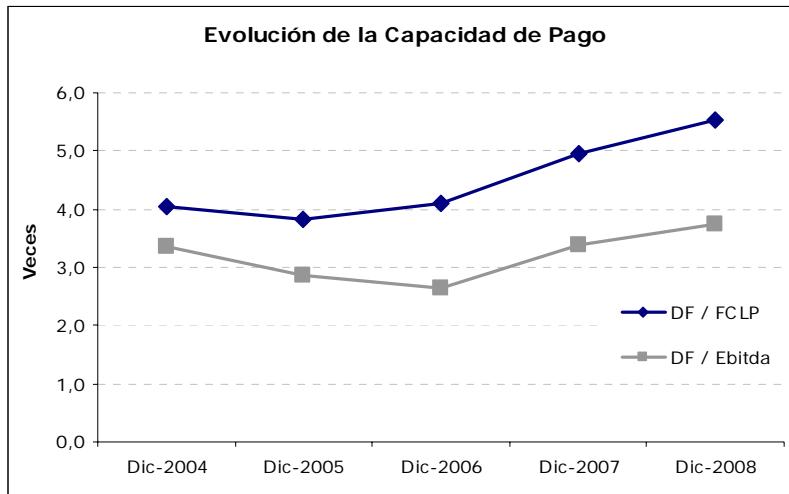
Evolución Ingresos

Durante los últimos seis años, la compañía ha mostrado un aumento importante en sus ingresos asociado al crecimiento a través de adquisiciones. En la práctica el aumento de los ingresos de explotación es de 38,3% como promedio anual compuesto real para el periodo 2002-2008, lo que implica que la compañía creció un 600% en dicho periodo. Asimismo, la naturaleza de los ingresos se ha diversificado tanto en términos de negocios, como por país. A marzo de 2009, las ventas de la compañía aumentaron en un 11,3% asociado a la entrada del Wong y el negocio Colombiano, junto con un fuerte aumento en ingresos registrado en Argentina explicado en su mayoría por efecto de tipo de cambio. Asimismo, la compañía está restringiendo en mayor medida su negocio financiero, por lo que los ingresos por este concepto cayeron de manera importante durante el último periodo. Lo anterior obedece a una decisión de la compañía de minimizar la exposición en el negocio financiero en consideración de las actuales condiciones macroeconómicas (entre ellas el aumento en el desempleo).

Asimismo, el *Ebitda* de la compañía había presentado la misma tendencia de los ingresos en términos de crecimiento, sin embargo a marzo de 2009, la compañía generó un *Ebitda* 6,5% menor comparado con igual periodo del año anterior. La compañía se encuentra trabajando en mejorar su estructura de costos para mejorar la relación Margen-Ebitda, donde uno de los proyectos importantes es consolidar las compras del grupo a nivel regional para alcanzar mayor eficiencia en las mismas.

Endeudamiento

En términos de endeudamiento, la compañía ha presentado una evolución desfavorable durante los últimos años, con un mayor énfasis en el 2008 (producto de las compras de Gbarbosa y Wong), lo que llevó a que el pasivo exigible de la compañía sobre su patrimonio alcance una relación de 1,26 veces (el 2007 fue 1,16 veces). Asimismo, al comparar la deuda financiera de la compañía con su capacidad de generación de caja, se observa un deterioro ligado principalmente al menor *Ebitda* registrado el año 2008, así como a la baja rentabilidad que han presentado sus activos, asociados a un mayor nivel de deuda financiera (la deuda financiera de la compañía pasó de US\$ 2.173 millones a US\$ 2.659 millones los últimos doce meses). A continuación se muestra la evolución del indicador de endeudamiento de **Humphreys** el cual calcula el flujo de caja de la compañía en base al promedio de los últimos cinco años de la rentabilidad de los activos operativos de la misma:



Rentabilidad

En términos de rentabilidad, no existen diferencias relevantes con el periodo anterior, ubicándose la rentabilidad del activo en 7,4%, mientras que el promedio a largo plazo (incluyendo cinco años) es de 7,3%. Al respecto es importante señalar que la compañía se encuentra en un plan de reducción de costos a través del aprovechamiento de las sinergias regionales que se espera repercuta en un aumento en la rentabilidad de mediano plazo.

"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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"

