



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Clasificación Anual

Analista

Carlos Ebensperger H.
Tel. 56 – 2 – 433 52 19
carlos.ebensperger @humphreys.cl

Cencosud S.A.

Mayo 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA
Efectos de Comercio	Nivel 1+/AA
Acciones	Primera Clase Nivel 1
Tendencia	Estable
EEFF base	Diciembre de 2010

Estado de Resultados Consolidado IFRS		
MM\$ Dic. 2010	2009	2010
Ingresos totales	5.648.174	6.194.715
Costo de ventas	-4.138.730	-4.448.943
Gastos de administración	-1.211.953	-1.346.898
Resultado operacional	305.249	442.745
Costos financieros	-84.338	-79.607
Utilidad del Ejercicio	309.928	450.258
EBITDA¹	413.962	552.568

Balance General Consolidado IFRS		
MM\$ Dic. 2010	31-Dic-09	31-Dic-10
Activos Corrientes	1.412.552	1.544.653
Activos no corrientes	4.109.012	4.615.350
Activos Bancarios	207.198	192.530
Total Activos	5.728.762	6.352.533
Pasivos Corrientes	1.325.967	1.781.415
Pasivos no corrientes	1.577.837	1.714.557
Pasivos Bancarios	182.314	166.968
Total Pasivos	3.086.119	3.662.940
Patrimonio	2.642.643	2.689.593
Total Pasivos y Patrimonio	5.728.762	6.352.533
Deuda Financiera	1.452.584	1.590.737

¹ EBITDA bajo IFRS = Ingresos – costo de explotación + otros ingresos por función - costos de distribución y de administración - otros gastos por función + negocios conjuntos + depreciación + amortización.

Estado de Resultados Consolidado PCGA

M\$ Dic. 2010	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos Ordinarios	3.012.443.017	3.650.936.434	4.121.474.450	6.139.839.928	5.457.888.967
Costo de Ventas	-2.113.696.302	-2.533.696.949	-2.969.387.229	-4.466.177.630	-3.975.592.972
Gastos de Administración	-733.405.865	-906.280.713	-893.831.474	-1.361.129.286	-1.203.784.202
Resultado operacional	165.340.851	210.958.772	258.255.747	312.533.012	278.511.793
Resultado no operacional	-13.061.653	-44.026.180	32.524.235	-126.442.459	-132.588.560
Gastos financieros	-30.334.520	-42.708.010	-34.840.957	-119.451.077	-76.651.048
Ganancia (Pérdida)	121.909.953	150.342.502	229.111.556	160.353.146	98.713.402
EBITDA	245.409.461	306.623.091	355.102.093	447.189.021	416.093.677

Balance General Consolidado PCGA

M\$ Dic. 2010	31-Dic-05	31-Dic-06	31-Dic-07	31-Dic-08	31-Dic-09
Total Activos Circulantes	751.877	917.114	1.358.371	1.394.360	1.442.142
Total Activos Fijos	1.480.445	1.614.166	1.843.012	2.657.345	2.462.375
Total Otros Activos	757.665	844.921	1.028.711	1.475.667	1.172.181
Total Activos	2.989.987	3.376.201	4.230.094	5.527.372	5.076.698
Total Pasivos Circulantes	765.485	865.513	1.194.251	1.451.793	1.306.495
Total Pasivos a Largo Plazo	646.688	812.288	1.077.432	1.629.643	1.456.378
Interés Minoritario	108.225	114.613	88.970	111.782	83.772
Total Patrimonio	1.469.589	1.583.786	1.869.442	2.334.154	2.230.053
Total Pasivos	2.989.987	3.376.201	4.230.094	5.527.372	5.076.698
Deuda Financiera	699.147	810.976	1.203.109	1.669.549	1.450.733

Opinión
Fundamento de la clasificación

Cencosud es una compañía chilena del sector *retail*, con presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia. El ámbito de negocios de la empresa corresponde a hipermercados, supermercados, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario y centros comerciales, entretenimiento familiar y servicios financieros (seguros, banco y tarjeta de crédito).

Durante 2010 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 12.142² millones, un EBITDA de US\$ 1.068 millones, mientras que al 31 de marzo de 2011 presentaba una deuda financiera por US\$ 3.924 millones.

² Ingresos totales divididos por el dólar promedio de 2010 (\$ 510,21/US\$).

Las principales fortalezas de **Cencosud**, que sirven de fundamento para la calificación de sus líneas y títulos de deuda en "Categoría AA" y "Nivel 1+/AA", son su alta participación de mercado en el negocio de *retail* en los países en que opera y la solidez de sus marcas comerciales, características que en conjunto favorecen su competitividad y respaldan la adecuada estrategia de crecimiento que hasta la fecha ha desarrollado el emisor. Además, se considera positivamente la elevada generación de flujo de caja, que es propia de las inversiones de la empresa en el segmento inmobiliario (arrendamiento de puntos de ventas y centros comerciales) y del rubro supermercados.

La estrategia de crecimiento desarrollada por la empresa refuerza la clasificación de **Cencosud**, que incluye la venta de bienes a través de sus locales, aparejada con servicios financieros complementarios, en especial la oferta de crédito con tarjeta propia, más programas de fidelización de clientes. Este modelo de negocios aplicado a sus operaciones en los principales países donde opera y complementado por adquisiciones de empresas en funcionamiento, ha implicado alcanzar una elevada escala, lo que le ha permitido mejorar su capacidad negociadora frente a proveedores e incrementar su eficiencia, factor al que también contribuye una estrategia comercial y compras conjuntas entre los distintos países.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la alta proporción de las ventas de rubro supermercados en el total de la compañía (cerca de 71%), lo que le otorga una mayor estabilidad a sus ingresos. También se valora el buen acceso a fuentes de financiamiento para solventar las exigencias de crecimiento propias del sector y del perfil de inversión de la empresa, acompañada en los últimos años de una mejora en el perfil de la deuda financiera (con una extensión del *duration* promedio de ésta desde 3,8 años a 7,4 años a abril 2011, aproximadamente) y la elevada tenencia de terrenos propios en desmedro de arriendos de largo plazo.

Es importante destacar que parte relevante de la deuda de la compañía responde a su negocio de financiamiento a clientes, el cual, por su naturaleza, soporta un nivel de apalancamiento mayor que el negocio del *retail*. En la práctica, la compañía posee a diciembre de 2010 un total de \$ 778.066 millones³ en cuentas por cobrar derivadas de las ventas con tarjeta de crédito propia, las que si son castigadas en un 5% adicional (criterio altamente conservador, considerando que ya han sido castigadas por las provisiones de riesgo), representarían el 46,5% de la deuda financiera total del grupo. Lo anterior es también aplicable al caso del negocio inmobiliario, que por su naturaleza (proyectos con una larga duración) es capaz de soportar un endeudamiento más elevado que el *retail* mismo.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se ve afectada fundamentalmente por los altos niveles de competencia en todos los sectores en que se desenvuelve la compañía, tanto en Chile como en el exterior, y por las exigencias de financiamiento que demanda una empresa en continuo crecimiento como **Cencosud**, el que presenta una probabilidad no menor de materializarse en países que, comparados con Chile, presentan mayor riesgo económico y político.

³ No considera las cuentas por cobrar del Banco Paris.

Otros factores de riesgo son la exposición de la compañía a países de Sudamérica con una clasificación de crédito bajo la chilena; la sensibilidad del consumo ante ciclos económicos recesivos, y la exposición cambiaria (por los negocios internacionales) y a tasa de interés (considerando el endeudamiento de la compañía).

La perspectiva de la clasificación se califica "*Estable*", por cuanto en el mediano plazo, en opinión de **Humphreys**, 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 mejorar si las condiciones imperantes en el mercado reducen la necesidad de crecimiento de la compañía o, en su defecto, que dicha expansión se aborde con una menor relación entre nivel de deuda y flujos de caja consolidados.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de bonos es 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 asuma.

Hechos recientes

Resultados 2010⁴

En 2010 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 6.195 billones (cerca de US\$ 12.141 millones con el tipo de cambio promedio de 2010), con un incremento real de 9,7%. Este aumento estuvo sustentado por un incremento de 8,5% en los ingresos del segmento supermercados, en particular de 45,3% de Brasil, ante las adquisiciones de cadenas realizadas durante el año. El área de mejoramiento del hogar, por su parte, experimentó un alza de 19,2% interanual en sus ventas, con un 24,2% de crecimiento en Chile y 10,2% en Argentina. Finalmente, las tiendas por departamento Paris en Chile vieron crecer su ingreso en 17,7%, en tanto que los centros comerciales aumentaron sus ingresos en 5,6%, principalmente por el incremento de 11,8% en las operaciones argentinas. Mientras, el segmento de servicios financieros experimentó una contracción de 16,6%, por el menor nivel de colocaciones en Chile, lo que fue compensado con menores provisiones por riesgo.

En concordancia con el aumento de actividad del período, los costos de explotación aumentaron un 7,5% real hasta \$ 4.449 billones. No obstante, los ingresos se elevaron 9,7%, lo que implica que la eficiencia de la empresa mejoró durante el período: los costos de explotación pasaron de representar un 73,3% de los ingresos a un 71,8%. Todos los segmentos de la empresa incrementaron su margen de explotación como proporción de sus respectivos ingresos, aunque el mayor incremento fue el del área servicios financieros, explicado por los menores cargos por riesgo, derivados del mejor entorno económico y laboral de la región.

El total de costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función llegó a \$ 1.347 billones, un aumento de 11,1% respecto de 2009, originado en la apertura de tiendas y en la incorporación de las nuevas

⁴ Todas las cifras han sido corregidas a moneda de diciembre de 2010. Todas las variaciones presentadas son reales.

operaciones brasileñas. Con lo anterior, el resultado operacional⁵ llegó a \$ 442.745 millones, incrementándose en 45%. Como consecuencia de la mejora en el margen de explotación, el resultado operacional como proporción de los ingresos también se elevó, pasando desde un 5,4% a un 7,1% de éstos.

A consecuencia del mayor resultado operacional del período, el EBITDA de 2010 alcanzó a \$ 552.568 millones, expandiéndose 33,5% con respecto a 2009.

En términos no operacionales, las variaciones más relevantes corresponden a la disminución de otras ganancias (desde \$ 67.269 millones a \$ 11.966 millones, principalmente por la contabilización en el año 2010 de una ganancia extraordinaria derivada de la opción *put* del grupo Wong), el aumento de los ingresos financieros, y la reversión de la ganancia por unidades de reajuste derivadas del paso de una variación negativa del índice de precios al consumidor (IPC) a una positiva.

La ganancia del ejercicio de 2010 se incrementó un 20,8% hasta \$ 306.481 millones, impulsada por la mejora operacional del período, compensada en parte por los ítems calificables como no operacionales.

Eventos recientes

El 15 de octubre de 2010 la compañía informó la adquisición de la cadena brasileña de supermercados Bretas, con operaciones en los estados de Minas Gerais, Goias y Bahia de ese país, lo que se suma a sus anteriores compras de Gbarbosa, Perini y Súper Familia, todas ubicadas en el noreste de Brasil. El monto de la operación alcanzó a 1.350.000 reales, equivalentes a US\$ 815 millones de la fecha de la transacción, ajustados por variaciones en el capital de trabajo. A la fecha de la adquisición, la cadena contaba con 62 puntos de venta, tres centros de distribución y diez estaciones de servicio, y alcanzaba ventas de alrededor de US\$ 1.250 millones. Esta adquisición le permite a **Cencosud** alcanzar el liderazgo del rubro en dicha región de Brasil, además de llegar a una escala que le permite operar como uno de los principales operadores del rubro del país, mejorando su capacidad para obtener mejores condiciones de compra, esperando, según la compañía, que en el plazo de un año aproximadamente se lleve la operación de la cadena a los niveles de eficiencia del resto de los supermercados del grupo.

El 31 de diciembre de 2011 presentó la renuncia a la vicepresidencia del directorio de la empresa don Manfred Paulmann Koepfer. En abril de 2011 se eligió a David Gallagher Patrickson como director representante de las AFP en la sociedad.

El 12 de enero de 2011 **Cencosud** colocó un bono privado por US\$ 750 millones en Estados Unidos, a una tasa de interés de carátula de 5,5% y un vencimiento *bullet* al 20 de enero de 2021. Este bono le permitirá realizar el pago de vencimientos de su deuda financiera que ocurrirán entre 2011 y 2013.

⁵ Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas + otros ingresos por función – costos de distribución + gastos de administración – otros gastos por función + participación en ganancias de asociadas y negocios conjuntos.

El 30 de marzo de 2011 se informó que el Banco UBS A.G. (UBS), London Branch adquirió en US\$ 442 millones el 38,606% de la propiedad de Jumbo Retail Argentina S.A., participación que anteriormente correspondía a una serie de fondos de inversión, quienes ejercieron su opción de venta, asumiendo UBS de esa forma la *put option* que correspondía a **Cencosud**, la que tendrá la opción de adquirir dicha participación en un máximo de 24 meses.

El 12 de abril de 2011 la empresa convocó a una junta extraordinaria de accionistas para proponer un aumento de capital por un máximo US\$ 2.000 millones, a realizarse en un plazo de tres años, con el objeto de obtener recursos para eventuales adquisiciones.

El plan de inversiones esbozado por la empresa para 2011 implica un total cercano a los US\$ 1.000 millones, desglosado en US\$ 400 millones a Chile (36 tiendas y 3 *malls*), US\$ 120 millones (21 tiendas) a Argentina, US\$ 210 millones a Brasil (25 tiendas), US\$ 220 millones a Perú (20 supermercados y un *mall*) y US\$ 40 millones a Colombia (2 tiendas).

La empresa inició el proceso de inscripción de la serie de bonos O con cargo a la línea N° 551, por un total de \$ 54.000 millones, con vencimiento *bullet* en 2031, cuyo objeto será financiar parte de las inversiones del año en curso.

Definición de Categorías 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.



Oportunidades y Fortalezas

Posicionamiento: **Cencosud** presenta una importante participación de mercado en cuatro de los países en los que tiene presencia (la excepción es Colombia, donde sus negocios son aún incipientes) y en los distintos rubros en que participa. En Chile, en el segmento de supermercados es el segundo partícipe, alcanzando su participación a aproximadamente 28%; en tiendas por departamento, París posee el segundo lugar del sector (26%) y en mejoramiento de hogar muestra un importante dinamismo en los últimos años, siendo en la actualidad el segundo actor de la industria. En Argentina su participación en supermercados asciende a aproximadamente el 20%, llegando al liderazgo a inicios de 2011, siendo también líder en mejoramiento del hogar. En Perú es el primero del mercado en supermercados, con un 47%, mientras que en Brasil también lidera la zona específica de sus operaciones. Por otra parte, las marcas *Jumbo*, *París* y *Alto Las Condes*, entre otros, son ampliamente reconocidos por los consumidores en Chile, así como lo es *Easy*, *Jumbo*, *Disco* y *Vea* en Argentina, *Wong* y *Metro* en Perú, y *Gbarbosa* y *Bretas* en Brasil. No obstante, la compañía enfrenta el desafío de emular lo realizado en Chile y Argentina dentro de los nuevos mercados en los cuales ha ingresado, lo que por ejemplo incluye alcanzar un buen posicionamiento para *Easy* en Colombia.

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, tarjetas de crédito, seguros y juegos de entretenimiento, tanto en Chile como en Argentina, Brasil, Perú y Colombia, lo cual le entrega una adecuada diversificación a sus ingresos y flujos de caja, tanto por formato de tiendas como por país. **Humphreys** de todos modos tiene en cuenta el hecho de que todos los negocios del grupo están ligados al consumo, y que se encuentren dentro de una región que suele moverse en los ciclos económicos de forma bastante conjunta (con todo, la mayor participación del área de supermercados reduce su exposición a períodos recesivos).

Sinergias a nivel regional: El tamaño y carácter regional del grupo en el ámbito del *retail* le permiten acceder al desarrollo de mayores economías de escala a través de la centralización de sus procesos de compra, lo que le permite acceder a mejores condiciones, dados los volúmenes adquiridos. Asimismo, el grupo posee un mayor poder de negociación frente a marcas multinacionales que abastecen sus locales. Todo lo anterior, sumado a estrategias de desarrollo conjunto entre un mismo rubro operando en distintos países, repercute en una mayor eficiencia operativa, lo que ya ha comenzado a rendir frutos en términos de mejoras en la rentabilidad operacional consolidada.

Negocio inmobiliario: Esta actividad, ligada principalmente a los centros comerciales y locales adyacentes a los supermercados, permite al emisor generar ingresos por arriendos que no se ven materialmente afectados por la caída en los márgenes del negocio de *retail*. Además, la infraestructura construida disponible para esta actividad no demanda niveles de inversión relevantes para su funcionamiento anual, lo que permite que un alto porcentaje de los ingresos generados (76% en 2010) se refleje directamente en el flujo de caja y en las utilidades de la empresa. A modo de ilustración, cabe destacar que en 2010 los ingresos de este segmento llegaron a US\$ 230 millones, mientras que su EBITDA fue de US\$ 175 millones.

Estrategia de crecimiento: La estrategia de la compañía se fundamenta en tres pilares básicos: el negocio de *retail* mismo, el desarrollo de los clientes del mismo (a través de programas de fidelización) y los servicios financieros y afines (tarjetas de crédito principalmente). 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 supermercados, mientras que en tiendas por departamentos ha logrado el segundo lugar en participación, y en mejoramiento de hogar se encuentra en un período de franco crecimiento. A nivel regional, **Cencosud** se ubica en segundo lugar dentro de las empresas de *retail* por ventas en Sudamérica. En opinión de **Humphreys**, los últimos resultados de la empresa han avalado las decisiones adoptadas por la administración.

Potencial de crecimiento: Pese a que la empresa opera en cinco países, sólo en Chile lo hace a través de todos los formatos que administra, existiendo por tanto el potencial de instalar en las otras naciones el resto de sus formatos y marcas, usando en ello la experiencia acumulada, de manera de lograr sinergias y volúmenes de flujos de caja aun más favorables.

Diversidad de fuentes de financiamiento: Considerando el tamaño y perfil de la compañía, sumado a la trayectoria de 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 obtener financiamiento, tanto a través de deuda bancaria como de colocación de bonos (en Chile y el extranjero) y de acciones.

Factores de Riesgo

Alto nivel de competencia: La fuerte competencia que presenta el emisor en los distintos mercados en que opera lo tornan altamente vulnerable ante decisiones equívocas en términos comerciales, a la vez que la presión sobre los márgenes de venta lo fuerza a crecer para mantener su posicionamiento y poder alcanzar mayores economías de escala. Dado ello, 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 (principalmente la competencia) generan en sus partícipes la necesidad de acceder a mayores economías de escala para mantener sus niveles de competitividad. Pero esta orientación al crecimiento, si bien es deseable en una perspectiva de largo plazo, puede conllevar también mayores niveles de riesgo, los que deben ser adecuadamente administrados, sobre todo porque muchos de ellos implican la necesidad de endeudamiento para financiar las inversiones tanto en activos como en capital de trabajo (por la mayor cobertura que se va logrando con las tarjetas de crédito). También debe considerarse la mayor complejidad de los procesos operativos y administrativos resultante de un mayor tamaño de la empresa. 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 y operación regional.

Sensibilidad del consumidor ante ciclos económicos recesivos: La demanda de la industria del *retail*, al estar orientada al consumidor minorista, está fuertemente ligada a la actividad económica del país y a los niveles de empleo, viéndose negativamente afectada en períodos recesivos, en especial cuando se trata de productos menos necesarios para el público (bienes durables como electrónica o de construcción), lo que afecta especialmente las ventas de los centros comerciales y del comercio en general. Con todo, se reconoce que la participación en distintos formatos y la presencia en diversos mercados geográficos atenúan los efectos negativos de los ciclos económicos adversos sobre los ingresos de la compañía. También actúa como atenuante la importante participación de alimenticios dentro del *mix* de productos.

Exposición en el exterior: Parte importante de las operaciones del emisor se realizan en Argentina (un 30% de los ingresos de la empresa y un 26% del EBITDA de 2010 se originó en tal país), cuya clasificación de riesgo es muy inferior a la de Chile. Además, en ese país se observa que el Estado juega un rol mucho más activo en cuanto a las regulaciones que afectan al comercio y, por ende, al emisor. Actualmente, la clasificación de Argentina es *B3* en escala global moneda extranjera, mientras que Chile está clasificado en categoría *Aa3*. Perú, Brasil y Colombia también presentan una clasificación de riesgo inferior a la chilena (de *Baa3* en los tres casos, 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, con un 54% de los ingresos de 2010 originándose en el exterior, situación que vuelve sensible a la empresa a fluctuaciones en las paridades cambiarias, puesto que ellas afectan a los flujos generados fuera de Chile al ser convertidos a moneda local o a dólares, independientemente de que los rendimientos en moneda local de las filiales extranjeras hayan sido estables. En otro aspecto, existe deuda de largo plazo bancaria de la compañía que devenga intereses y se encuentra pactada a una tasa de interés variable. Un atenuante de estas consideraciones es que la compañía utiliza derivados financieros para todas sus deudas en moneda extranjera.

Antecedentes Generales

Descripción del negocio

Cencosud desarrolla un negocio enmarcado principalmente en la venta de productos al detalle, además de diversos segmentos asociados a su actividad central, como son las áreas inmobiliaria y financiera, principalmente. La compañía tiene presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia. A continuación se detalla cada rubro de negocios en que Cencosud participa, a diciembre de 2010 totalizando 762 tiendas y 23 centros comerciales y cerca de 2,5 millones de m² de superficie de salas de venta y malls⁶:

⁶ Este total no es equivalente a la superficie sumada de la tabla que se muestra a continuación, puesto que la superficie total de los malls incluye todos los formatos de tienda propios que utilizan superficie de los mismos.

País	Formato	Marca	Nº Locales	Superficie
Chile	Supermercados	Jumbo, Santa Isabel	166	406.555
	Mejoramiento Hogar	Easy	29	273.625
	Multitienda	Paris	34	273.983
	Centros Comerciales	varios (entre ellos, marca "Portal")	9	491.661
	Otros	Tarjetas Mas; Banco, seguros y viajes Paris; AventuraCenter; JJO, Umbrale, Foster		
Argentina	Supermercados	Jumbo, Vea, Disco	256	455.808
	Mejoramiento Hogar	Easy, Blaisten	49	364.317
	Centros Comerciales	varios	14	214.002
	Otros	Tarjetas, Seguros		
Brasil	Supermercados	Gbarbosa, Bretas, Perini, Super Familia	135	332.626
	Otros	Electroshow (25 tiendas, 2.266 m ²), tarjetas, Farmacias GBarbosa (48 tiendas, 1.658 m ²)		
Perú	Supermercados	Metro, Wong	64	209.642
	Centros Comerciales	varios	2	54.750
	Otros	Tarjetas de crédito, seguros		
Colombia	Mejoramiento Hogar	Easy	4	34.309

Chile

Los negocios que **Cencosud** lleva a cabo en Chile son los que más aportaron a la compañía en términos de ingresos de explotación durante 2010, con un 46% del total corporativo a través de 234 tiendas y centros comerciales. Además, es el país donde la empresa presenta la mayor diversificación en términos de fuentes de ingresos, ya que participa en supermercados, hipermercados, multitiendas (único país donde ha desarrollado este formato) *homecenters*, seguros, banco y área inmobiliaria. Dentro de los principales negocios que maneja la compañía dentro del país, se encuentran supermercados Jumbo y Santa Isabel, la tienda de mejoramiento del hogar Easy, tienda por departamento Paris, las marcas de vestuario Umbrale, Foster y J.J.O, nueve centros comerciales, de los cuales cuatro están en Santiago (Florida Center, Alto Las Condes, Portal La Dehesa, Portal Ñuñoa y Portal La Reina), y cuatro en regiones (Portal Viña, Portal Valparaíso, Portal Rancagua, y Portal Temuco), *retail* financiero a través de las tarjetas Más (Jumbo, Easy y Paris), y finalmente Banco y Seguros Paris. En 2010 se creó la tarjeta de puntos para beneficios a clientes Néctar.

Argentina

Los negocios desarrollados en Argentina representaron el 30% de los ingresos totales de la compañía en 2010, siendo el segundo país con mayores ventas después de Chile. Es también el segundo país en términos de diversificación de formatos para **Cencosud**, por cuanto participa con 319 ubicaciones en el negocio de supermercados, hipermercados, *homecenters*, centros comerciales, tarjetas de crédito y corretaje de seguros.

Las marcas que maneja la empresa en Argentina son Jumbo, Disco, Plaza Vea, Minisol, Easy y catorce centros comerciales, entre los que destaca Unicenter como uno de los más grandes de Argentina. Es en este país donde la compañía posee la mayor cantidad de supermercados e hipermercados, con 256 ubicaciones. Asimismo, es donde ha desarrollado de manera más amplia el formato de mejoramiento de hogar y construcción, con 47 puntos de venta.

Brasil

A fines de 2007 la compañía concretó en Brasil la adquisición de la cadena de supermercados Gbarbosa, que cuenta con una participación de mercado de 33,3% en el noreste del país y 25,4% en Minas Gerais. En 2010 adquirió las cadenas Perini, Super Familia y Bretas. En la actualidad cuenta con 130 locales de supermercados, además de 25 salas de venta Electroshow (dedicadas a los artículos electrónicos), y 48 farmacias Gbarbosa. Paralelamente, la empresa ha desarrollado tarjetas de crédito de forma conjunta con el banco brasileño Bradesco.

Perú

La inversión dentro de Perú corresponde a la adquisición de la cadena Wong en cerca de US\$ 500 millones a fines de 2007. Cuenta actualmente con 64 supermercados, y dos *outlets*. La cadena lidera el mercado limeño con cerca de un 60% de participación, además de poseer locales en Chiclayo y Trujillo, para un total nacional de 46%. Adicionalmente, **Cencosud** cuenta con negocio de tarjetas de crédito y corretaje de seguros en este país.

Colombia

La compañía posee en Colombia cuatro tiendas Easy, inauguradas a partir de 2008. Si bien este país aún no representa una fracción significativa dentro de los ingresos de la compañía, sí refleja el interés del grupo por seguir ampliando y diversificando su base de negocios, en particular en un mercado donde otros *retailers* chilenos han incursionado en los últimos años.

Propiedad y Administración

El controlador de la sociedad es la familia Paulmann, con casi el 65% de la propiedad de **Cencosud**, tanto a través de cuatro sociedades (Inversiones Quinchamalí Ltda., Inversiones Latadia Ltda., Inversiones Tano Ltda., Inversiones Alpa Ltda.), como por acciones de propiedad de los miembros de la familia.

Accionista	Porcentaje de la propiedad
Inversiones Quinchamali Limitada	25,69%
Inversiones Latadia Limitada	24,33%
Inversiones Tano Limitada	10,48%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros	2,85%
Horst Paulmann Kemna	2,47%
Banco Santander – JP Morgan	2,06%
Banco Itau por Cuenta de Inversionistas	1,92%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,87%
Fondo de Pensiones Provida C	1,73%
Fondo de Pensiones Habitat C	1,28%
Fondo de Pensiones Habitat B	1,21%
Fondo de Pensiones Provida B	1,21%
Otros Accionistas	22,9%
Total	100%

El directorio de la empresa está formado por ocho miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Horst Paulmann Kemna
Director	Heike Paulmann Koepfer
Director	Peter Paulmann Koepfer
Director	Roberto Óscar Phillips
Director	Sven Von Appen Behrman
Director	Cristián Eyzaguirre Johnston
Director	Bruno Philippi Irarrázaval
Director	Erasmo Wong Lu
Director	David Gallagher Patrickson

La administración superior está conformada las siguientes gerencias, divisiones y ejecutivos:

Gerencia/División	Gerente
Gerente general corporativo	Daniel Rodríguez Cofré
Gerente corporativo de finanzas	Gerardo Molinaro
Gerente corporativo de recursos humanos	Rodrigo Hetz P.
Gerente corporativo de marketing	Andrés Sateler Alonso
Gerente corporativo de asuntos legales	Carlos Mechetti
Gerente corporativo de auditoría	Bronislao Jandzio
Gerente corporativo de riesgo	Patricio Rivas de Diego
Gerente <i>procurement</i>	Pietro Illuminati
Gerente división supermercados	Pablo Castillo Prado
Gerente división <i>Easy</i>	Carlos Wulf Urrutia
Gerente división Paris	Jaime Soler Bottinelli
Gerente división retail financiero	Roberto Pirozzi Alonso
Gerente división <i>shopping centers</i>	Olaf Hantel

Distribución de los ingresos

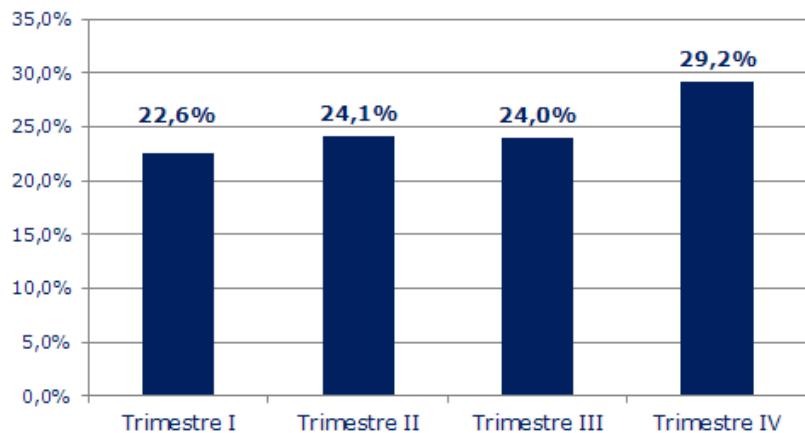
Los ingresos de la compañía se encuentran diversificados tanto por tipo de negocio como por país de origen, no obstante que su negocio central es la venta a través de supermercados. Es importante en este punto mencionar que el elevado aumento en los ingresos experimentado por la compañía durante los últimos seis años responde a una política de expansión agresiva, llevada a cabo a través de la compra de diversas cadenas dentro y fuera del país y mediante la ejecución de proyectos propios, especialmente en aquellos mercados más maduros para la empresa (Chile y Argentina). Esta estrategia le ha permitido pasar de un total de US\$ 1.801 millones en venta, a fines de 2000, a un total de US\$ 12.140 millones en 2010, transformándose así en una de las mayores empresas chilenas en términos de ingresos.

En el rubro supermercados, las cadenas adquiridas en los últimos años corresponden a Santa Isabel, Las Brisas, Montecarlo, Economax e Infante en Chile; *Disco* en Argentina; Gbarbosa, Super Familia y Perini en Brasil; y Wong en Perú. En mejoramiento de hogar, la empresa compró HomeDepot y Blaisten en Argentina, mientras que la marca de grandes tiendas Paris fue adquirida en 2005 en Chile.

En términos de la distribución estacional de las ventas de la compañía, destaca el último trimestre del año como el que exhibe una mayor proporción de ellas, alcanzando en promedio para los últimos cinco años un 29,2% de las ventas anuales, como resultado mayormente de la temporada navideña. Por el contrario, el primer cuarto

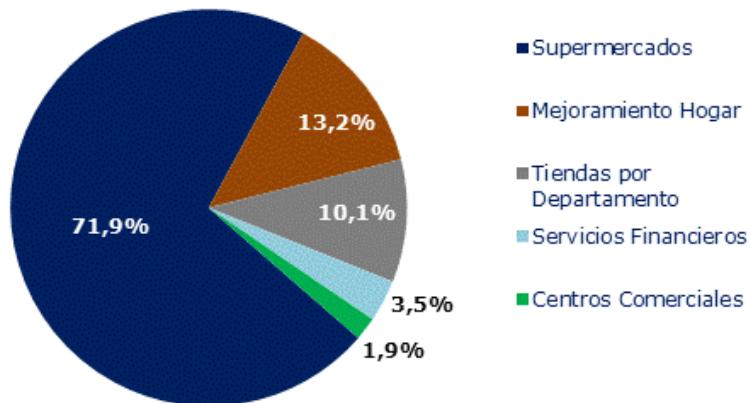
del año, en el mismo período de cinco años, ha promediado un 22,6% de los ingresos consolidados. De lo anterior puede apreciarse que no existe una excesiva concentración de los ingresos de **Cencosud** en un determinado trimestre.

Distribución de ingresos por Trimestre



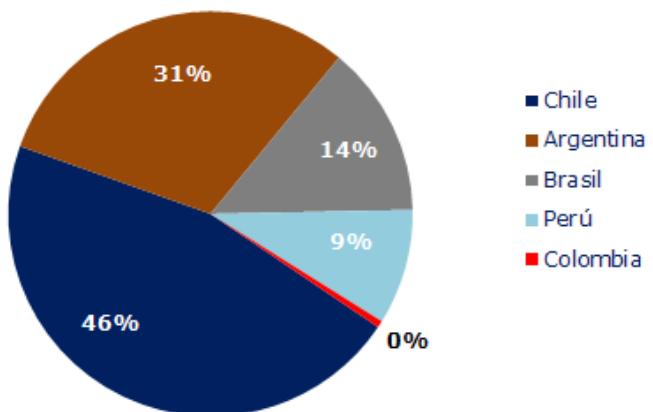
Por tipo de formato, los supermercados e hipermercados constituyen la gran mayoría de las ventas consolidadas de la empresa, alcanzando durante 2010 un total de US\$ 8.727 millones y un 71,9% del total de la empresa, principalmente por la presencia en cuatro países y el alto número de salas de venta en ellos, siendo la distribución de ingresos del rubro un 37,7% en Chile, 30,8% en Argentina, 18,9% en Brasil y 12,6% en Perú. Por otra parte, el mejoramiento de hogar, con US\$ 1.607 millones, distribuidos en un 55% en Argentina, 41% en Chile y 4% en Colombia, fue el segundo rubro originador de ingresos. Las tiendas por departamento, ubicadas sólo en Chile, contribuyeron con un 10,1% de los ingresos.

Distribución de ingresos por rubro, 2010



Por países, Chile y Argentina son los que más ingresos aportan a la compañía, con un 46% y 30% del total, respectivamente. Sin embargo, como es natural luego de las adquisiciones realizadas en los últimos años, estos dos países han perdido algo de relevancia en el total, a favor de Brasil y Perú, puesto que en 2005 Chile representaba un 65% del total y Argentina un 35%. Esta dinámica en la composición de las ventas queda verificada al ver que las ventas de Chile representaban sólo un 27% del total en 2001.

Distribución de ingresos por país, 2010



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 un amplio número de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los nacionales básicamente están representando por productores de alimentos, perfumería y aseo, y representantes e importadores de artículos para el hogar, siendo por su escala uno de los principales compradores a nivel nacional. Las compras en el extranjero, principalmente en vestuario y artículos para el hogar, provienen en un gran porcentaje de Asia (China 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, de manera de centralizar la adquisición de mercadería para todas las unidades de la empresa, además del consumo propio. Para lo anterior, se definió una unidad específica de compras, transversal a las divisiones de negocio y a los países donde opera **Cencosud**.

Antecedentes de la Industria

Cencosud S.A. participa en el sector comercio con apoyo crediticio a sus clientes, compitiendo en el ámbito local con empresas de diversa envergadura y con algunas que incluso poseen 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: Falabella (mismos formatos administrados por **Cencosud**), Walmart Chile (supermercados e inmobiliario), Ripley (tiendas por departamento y centros comerciales), Parque Arauco (centros comerciales), SMU (supermercados) y La Polar (tiendas por departamento). 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 este sector se encuentra mayoritariamente en manos de los grandes actores del sector formal, mientras que en algunos países de Latinoamérica el comercio informal responde por un porcentaje importante del comercio. A continuación, se detalla la evolución de las tasas de variación del producto interno generado por el comercio en Chile, de acuerdo a información del Banco Central:



Análisis Financieros

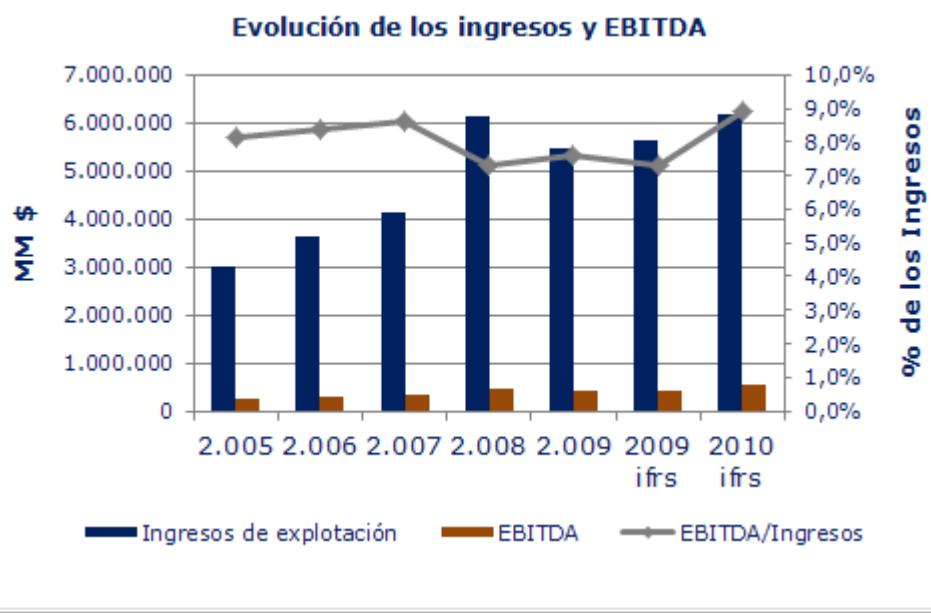
Evolución de los ingresos y EBITDA

Durante los últimos ocho años la compañía ha mostrado un aumento importante en sus ingresos, asociado al crecimiento a través de adquisiciones y de expansión de puntos de venta de sus marcas, propias o adquiridas. El aumento de los ingresos de explotación ha sido de 15,5% real anual compuesto promedio para el periodo 2006-2010, lo que implica que la compañía creció en total un 206% en dicho lapso⁷. Asimismo, la naturaleza de los ingresos se ha diversificado tanto en términos de negocios, como por país: hasta 2008, los ingresos sólo

⁷ Esto es, ingresos medidos en pesos chilenos reales, con la consecuente conversión de las monedas locales a la chilena.

provenían de Chile y Argentina, mientras que actualmente hay tres países más donde **Cencosud** opera, además de incorporar en los últimos cinco años los negocios de las áreas de multitienda, seguros y banco.

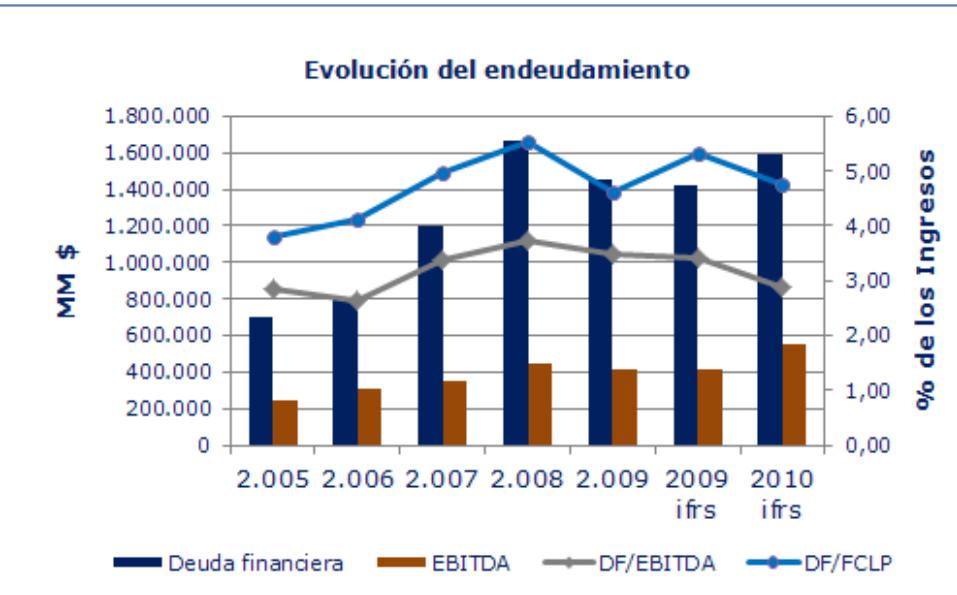
Asimismo, el EBITDA ha experimentado una evolución muy similar a la de los ingresos entre 2006 y 2010, con una expansión total de 225% y una tasa anual de crecimiento de crecimiento promedio de 17,6%. La incorporación de nuevas cadenas de supermercados ha implicado en ocasiones un deterioro de la tasa de EBITDA a ingresos, aunque el traspaso de las prácticas de la empresa a la nueva cadena y la mayor escala han permitido ir mejorando este indicador.



Evolución del endeudamiento y la liquidez

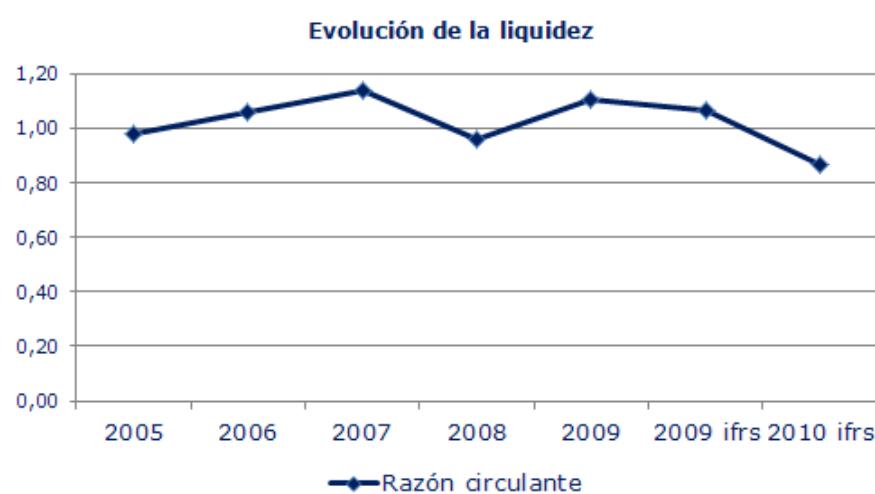
Como consecuencia de las adquisiciones realizadas hasta 2008, la compañía presentó una evolución al alza en su endeudamiento total y sus razones de endeudamiento relativo, medidos como deuda financiera a EBITDA y deuda financiera al Flujo de Caja de Largo Plazo⁸. Al 31 de diciembre de 2010 estos indicadores llegaban a 2,9 y 4,8 veces, respectivamente, en comparación a 3,5 y 5,3 veces a fin de 2009, experimentando una mejora en sus indicadores derivada del incremento de la eficiencia operacional de 2010.

⁸ Indicador calculado por **Humphreys** que mide el rendimiento de largo plazo de los activos (cinco años), deducidos los gastos por intereses e impuestos.



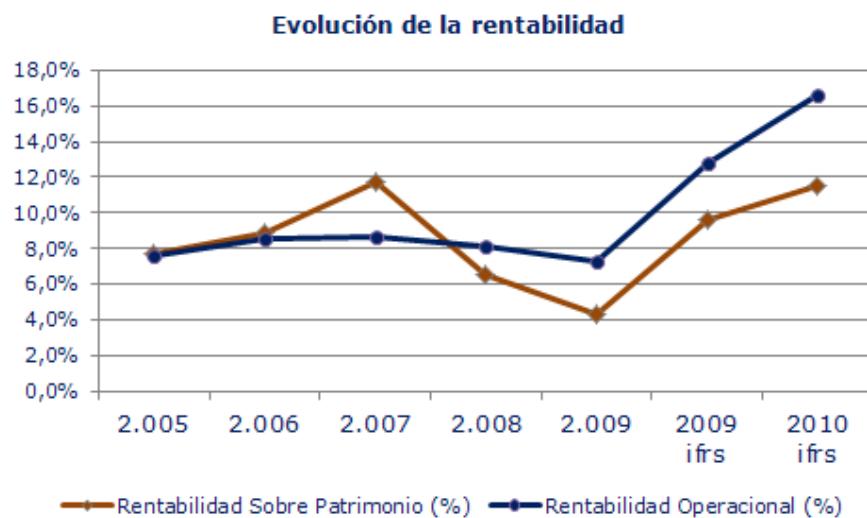
La deuda financiera de **Cencosud** al cierre de 2010 alcanzaba a \$ 1.591 billones, de los cuales un 17,4% correspondía a compromisos de corto plazo. Para enfrentar la deuda financiera corriente de 2010, la empresa utilizará recursos propios y aquellos obtenidos de la colocación del bono en Estados Unidos en enero de 2011. Un 85% de la deuda estaba contraída en Chile, un 5% tanto en Argentina como en Brasil, un 3% en Perú y un 2% en Colombia. Un 52% correspondía a deuda bancaria, un 46% a bonos con el público, y un 2% a otros pasivos financieros.

La liquidez de **Cencosud**, medida como razón circulante, se ha ubicado en torno a una vez en el período 2005-2010, aunque al 31 de diciembre de 2010 la relación activos circulantes sobre pasivos circulantes caía a 0,87 veces, principalmente por un aumento de las cuentas por pagar a proveedores. Al 31 de marzo de 2011, esta relación crecía hasta 1,0 veces, producto de los recursos obtenidos con la colocación del *yankee bond*.



Rentabilidad

Producto de la mejora en el resultado operacional, la rentabilidad operacional de los activos⁹ tuvo un incremento, llegando a 16,6%. Similarmente, la rentabilidad del patrimonio mejoró en 2010¹⁰, desde 9,6% a 11,5%.

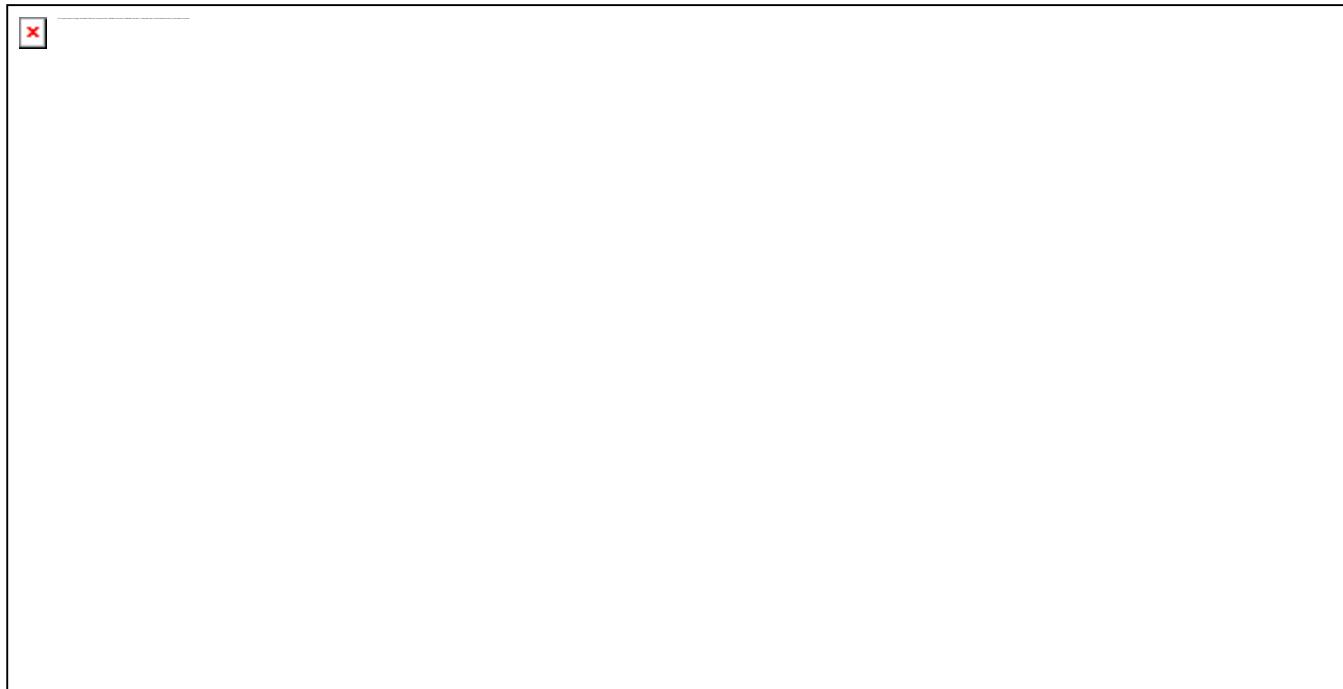


⁹ Resultado operacional sobre activos promedio descontados los activos en ejecución.

¹⁰ Utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio.

Indicadores de los títulos accionarios

La presencia promedio de la acción de **Cencosud** ha permanecido en un 100%, siendo por tanto una de las más transadas de la bolsa chilena. Considerando esta presencia superior al 95%, así como la adecuada clasificación de solvencia asignada a **Cencosud**, la clasificación entregada a la acción de la empresa corresponde a *Primera Clase Nivel 1*.



"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"

Anexo 1: Inscripción de Instrumentos de Deuda

A continuación se presentan los bonos y líneas de bonos inscritas por **Cencosud** en la SVS.

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bono Series B1-B2	N° 268 de 05.09.01
Línea de Bonos	N° 329 de 12.03.03
Serie B	Segunda Emisión
Línea de Bonos	N° 403 de 27.01.05
Serie E	Primera Emisión
Línea de Bonos	N° 404 de 27.01.05
Serie F	Primera Emisión
Línea de Bonos	N° 443 de 21.11.05
Serie A	Primera Emisión
Serie C	Segunda Emisión
Serie D	Tercera Emisión
Línea de Bonos	N° 530 de 16.04.08
Serie E	Primera Emisión
Serie F	Segunda Emisión
Línea de Bonos	N° 551 de 14.10.08
Serie G	Primera Emisión
Serie H	Primera Emisión
Serie I	Primera Emisión
Serie J	Primera Emisión
Serie K	Segunda Emisión
Serie L	Tercera Emisión
Serie M	Tercera Emisión
Serie N	Tercera Emisión
Línea de Efectos de Comercio	N° 12 de 11.11.03