



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

## Cencosud S.A.

Mayo 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	<b>AA-</b>
Acciones (CENCOSUD)	<b>Primera Clase Nivel 1</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	31 de marzo de 2020 <sup>1</sup>

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bono Serie B1 (BJUMB-B1)	Nº 268 de 05.09.01
Bonos Serie B2 (BJUMB-B2)	Nº 268 de 05.09.01
Línea de Bonos	Nº 404 de 27.01.05
Línea de Bonos	Nº 443 de 21.11.05
Línea de Bonos Serie F (BCENC-F)	Nº 530 de 16.04.08 Segunda Emisión
Línea de Bonos Serie J (BCENC-J) Serie N (BCENC-N)	Nº 551 de 14.10.08 Primera Emisión Tercera Emisión
Línea de Bonos Serie P (BCENC-P) Serie R (BCENC-R)	Nº 816 de 14.07.15 Primera Emisión Primera Emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M\$	2015	2016	2017	2018	2019	Mar 2019	Mar 2020
Ingresos totales	10.991.337.710	10.333.001.434	10.456.987.206	9.646.001.747	9.548.213.456	2.250.300.667	2.478.190.422
Costo de ventas	-7.813.225.785	-7.356.471.437	-7.458.827.158	-6.885.362.167	-6.877.269.870	-1.612.918.199	-1.788.349.446
Costos de distribución	-27.869.865	-26.817.851	-29.933.461	-33.041.150	-32.061.314	-6.993.878	-7.760.621
Gastos de administ.	-2.473.335.481	-2.325.903.847	-2.372.579.853	-2.167.588.564	-2.059.099.820	-499.390.405	-509.660.791
Resultado operacional	650.064.567	813.865.343	825.410.527	608.906.016	713.608.184	261.006.981	146.894.945
Costos financieros	-259.038.397	-283.510.615	-297.173.197	-237.011.354	-282.095.846	-69.035.130	-154.070.216
Ganancia	231.984.919	387.797.470	440.135.976	190.594.477	154.617.183	153.258.185	-62.284.540
EBITDA <sup>2</sup>	868.554.879	1.041.578.762	1.067.464.813	823.489.882	243.429.645	336.056.052	223.645.937

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2020 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

<sup>2</sup> EBITDA calculado como ganancia bruta menos costo de distribución y gastos de administración, otros ingresos y gastos por función, y otras ganancias, más depreciación y amortización.

<b>Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS</b>						
<b>M \$</b>	<b>31-dic-15</b>	<b>31-dic-16</b>	<b>31-dic-17</b>	<b>31-dic-18</b>	<b>31-dic-19</b>	<b>31-mar-20</b>
Activos Corrientes	2.501.764.840	2.695.509.290	2.616.704.742	2.649.598.319	3.211.830.302	2.565.182.789
Activos No Corrientes	7.608.960.470	7.468.945.993	7.408.006.680	7.985.100.526	9.036.477.689	8.979.240.998
<b>Total Activos</b>	<b>10.110.725.310</b>	<b>10.164.455.283</b>	<b>10.024.711.422</b>	<b>10.634.698.845</b>	<b>12.248.307.991</b>	<b>11.544.423.787</b>
Pasivos Corrientes	2.426.085.236	2.589.087.680	2.695.719.238	2.622.878.167	2.537.199.479	2.377.617.853
Pasivos No Corrientes	3.713.828.256	3.491.315.868	3.319.970.735	3.767.778.754	4.721.186.905	4.157.147.524
Total Pasivos	6.139.913.492	6.080.403.548	6.015.689.973	6.390.656.921	7.258.386.384	6.534.765.377
Patrimonio	3.970.811.818	4.084.051.735	4.009.021.449	4.244.041.924	4.989.921.607	5.009.658.410
<b>Total Patrimonio y Pasivos</b>	<b>10.110.725.310</b>	<b>10.164.455.283</b>	<b>10.024.711.422</b>	<b>10.634.698.845</b>	<b>12.248.307.991</b>	<b>11.544.423.787</b>
Deuda Financiera	3.280.211.419	3.311.634.682	3.267.020.781	3.438.295.583	4.264.939.845	3.669.029.417

## 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 (centros comerciales) y servicios financieros (seguros, banco y tarjeta de crédito).

Durante 2019 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 12.752<sup>3</sup> millones, un EBITDA de US\$ 1.377 millones, mientras que a diciembre 2019 su deuda financiera (incluyendo pasivos por arrendamiento) era de US\$ 5.626 millones.

Se espera que la empresa, producto de la crisis económica derivada de la pandemia, exhiba menores resultados en sus diversas líneas de negocios, incluso en algunos casos pérdidas, excepto en el área de supermercados el cual mantiene una fuerte demanda. Considerando que la actividad de supermercadista es la principal fuente de generación de flujos del emisor, se estima que el emisor presenta una elevada capacidad para soportar el *shock* económico de los próximos meses. Con todo, su calendario de vencimientos le significa disponer de holguras importantes durante los próximos años, permitiendo que una reducción transitoria de su generación de flujos no afecte su capacidad de pago de la deuda.

Las principales fortalezas de **Cencosud**, que sirven de fundamento para la calificación de sus líneas y títulos de deuda en "Categoría 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. En general, se observa que la empresa, en los segmentos geográfico en que está presente, exhibe un volumen de operación

<sup>3</sup> Las cifras han sido expresadas en dólares utilizando el tipo de cambio de cierre de 2019 (\$ 748,74/US\$).

elevado o suficiente, en términos comparativos, que, en mayor o menor medida, le facilita el acceso a las economías de escala.

La estrategia de crecimiento desarrollada por la empresa refuerza la clasificación de **Cencosud**, que incluye la venta de bienes a través de sus locales, 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, como se mencionó, alcanzar un elevado nivel de operación y con ello acceder o tener la posibilidad de acceder a economías de escala.

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 (menos sensibles a períodos recesivos), lo cual ha quedado de manifiesto durante la pandemia de Covid 19, en que las ventas de rubros alimenticios ha mostrado mayor resiliencia que otras líneas de productos; así con la elevada generación de caja (asociado al alto margen EBITDA que caracteriza a este segmento de negocios) que representa el negocio inmobiliario. También se valora el adecuado acceso a fuentes de financiamiento para solventar las exigencias de crecimiento propias del sector.

Es importante destacar que parte de la deuda consolidada de la compañía responde al negocio inmobiliario, que por su naturaleza (proyectos con una larga duración) es capaz de soportar un endeudamiento más elevado que el *retail* mismo. En activos susceptibles de ser asociados al negocio inmobiliario se tiene alrededor de US\$ 4.870 millones (85,5% de la deuda), con un EBITDA cercano a US\$ 463 millones anuales, y un EBITDA ajustado<sup>4</sup> cercano a US\$ 245 millones. Cabe señalar que durante 2019 se implementó la apertura en bolsa de la propiedad del segmento Centros Comerciales (Cencosud Shopping).

Por otro lado, durante el primer trimestre la compañía reportó pérdidas de más de \$62.280 millones en el primer trimestre de 2020 debido a menores ingresos, en comparación con igual trimestre del año anterior, asociados a la venta de parte del negocio financiero en Perú y menores efectos de revaluación de activos; así como a mayores gastos producto de la restructuración de la deuda (prepago de bonos) y el efecto de IAS29.<sup>5</sup> No obstante, eliminando los efectos por la venta aludida, el ebitda se incrementó en un 24,5%

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** (aunque cada vez menos), el que presenta una probabilidad no menor de materializarse en países que, comparados con Chile, presentan mayor riesgo económico y político, los que podrían incrementarse en virtud de los efectos de la pandemia de Covid 19 sobre la actividad económica de los países en que opera la compañía.

Otros factores de riesgo son la exposición de la compañía a países de Sudamérica con una clasificación de crédito bajo la chilena, que se ha materializado en la aplicación en Argentina de la norma IFRS IAS29 que

<sup>4</sup> Esta medida de flujos es publicada por la emisora y ajusta el EBITDA por variaciones de tipo de cambio, revalúo de activos y ganancias (pérdidas) por unidades de indexación.

<sup>5</sup> Aplicable a economías que presentan hiperinflación. En el caso de Cencosud, esta norma se aplica a sus operaciones en Argentina

significó, durante 2019, el reconocimiento de una pérdida de aproximadamente \$128.400 millones de la operación en Argentina.<sup>6</sup>

Se incorporan, además, dentro de los riesgos la necesidad de continuar la consolidación de las operaciones en Brasil, donde los ingresos en moneda local dejaron de caer, y, en moneda local, se mantuvieron constantes durante 2019, y mostraron un crecimiento de 3,9% durante el primer trimestre de 2020. Con todo, la clasificadora espera que la sociedad logre incrementar, en forma sostenida, los resultados en Colombia y Brasil, en particular en este último, debido a que, a pesar de las mejoras en la generación de flujos, la compañía aún opera con un reducido margen EBITDA en este último país y por su importancia relativa para la empresa.

Dentro de los desafíos de la organización está el administrar adecuadamente una estructura compleja que implica la presencia en cinco países, con culturas comerciales disímiles, y participación en distintos tipos de negocios. En este orden de cosas, durante noviembre la compañía anunció un cambio en el modelo organizacional desde unidades de negocio a uno basado en países. Por otra parte, dentro de los retos de la organización está en avanzar competitivamente en la venta por medio de plataformas en líneas que, lo más probables, se acentuarán pasada la crisis sanitaria.

La adecuada administración de los negocios, que implican rentabilizar las inversiones, se estima como la forma más propicia para que el emisor no vea incrementado el costo de los pasivos y no debilite su flexibilidad financiera.

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.

<sup>6</sup> Con todo, se reconoce que esta pérdida por efectos inflacionarios no afecta el flujo de caja de la compañía.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### **Fortalezas centrales**

- Escala de operaciones.
- Amplia red de locales.
- Elevado porcentaje de flujos de baja volatilidad (alimentos y negocio inmobiliario).
- Marca consolidada en sus distintos formatos de venta.

### **Fortalezas complementarias**

- Liderazgo en países que participa.
- Acceso a mercados internacionales de crédito.
- Diversificación geográfica de las ventas.
- Atomización de las ventas.
- Experiencia en el rubro.

### **Fortalezas de apoyo**

- Administración profesionalizada.
- Por sus niveles de compra, la emisora es un cliente relevante para sus proveedores.

### **Riesgos considerados**

- Necesidad de consolidar y rentabilizar adquisiciones (riesgo que debiera disminuir con el tiempo).
- Riesgo soberano de países distinto de Chile y efectos en monedas (riesgo administrable).
- Fuerte competencia al interior de la industria en que participa (riesgo bajo-medio).
- Presión al crecimiento (riesgo administrable).
- Proceso de expansión de operaciones podría estresar situación financiera (riesgo administrable).
- Riesgo propio del sector financiero (susceptible de ser administrado y atenuado).

## **Hechos recientes**

### **Resultados 2019**

En 2019 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 9.548 billones (aproximadamente US\$ 12.752 millones), lo que representa una caída de 1% respecto a 2018 (caída de 2,7% si se excluye el efecto por efecto de hiperinflación argentina), explicada por caídas de los ingresos provenientes de Argentina y, en menor medida, por Chile; compensado parcialmente por el incremento de los ingresos de Brasil, Colombia y Perú.

Por su parte, los costos de explotación cayeron 0,1%, totalizando \$ 6.877 billones; con lo cual representaron un 72% de los ingresos.

El total de costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función llegó a \$ 2.239 billones, lo que significa una caída de 5,4% respecto de 2018. Con lo anterior, el resultado operacional<sup>7</sup> llegó a \$ 713.608 millones, lo que representa una expansión de 17,2% respecto al año anterior. De esta manera, el resultado operacional representa un 7,5% de los ingresos, superior al 6,3% registrado en 2018.

El EBITDA, por su parte, aumenta en 25,2%, totalizando \$1.031.352 millones a diciembre de 2019.

---

<sup>7</sup> Resultado operacional = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + otros ingresos por función – otros gastos por función + otras ganancias.

Como resultado de lo anterior, la ganancia del período se contrajo en 18,9% respecto de 2018, alcanzando a \$ 154.617 millones.

### **Eventos recientes**

En el primer trimestre de 2020 la compañía registró ingresos por ventas por \$2.478.190 millones, lo que representa un incremento de 10,1% respecto al año anterior. El costo de ventas, por su parte, se incrementa en 10,9% respecto al mismo período de 2019. De esta manera, el margen bruto se incrementa en 8,2%, totalizando \$689.841 millones, influido por el mejor desempeño de los supermercados en los países en que participa.

El EBITDA, por su parte, alcanzó aproximadamente \$223.646 millones, registrando una caída de 33,4% respecto al mismo trimestre de 2019, explicado principalmente, por una parte, por un menor valor de la cuenta "Otras Ganancias", que durante el primer trimestre de 2019 registró la ganancia obtenida por el *joint Venture* del 51% del negocio de Servicios Financieros den Perú, en tanto que la cuenta "Otros Ingresos por Función" exhibe una caída respecto al mismo trimestre del año anterior, por un flujo estimado de los centros comerciales más conservador.

De este modo, el resultado trimestral correspondió a una pérdida de \$62.285 millones, que se compara desfavorablemente con las ganancias registradas en el mismo trimestre del año anterior, que totalizaron aproximadamente \$153.258 millones.

## **Definición de categorías de riesgo**

### **Categoría AA**

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.

Signo (-): El signo “-” corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### **Primera Clase Nivel 1**

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

### **Tendencia Estable**

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Posicionamiento:** Cencosud presenta una importante participación de mercado en cuatro de los países en los que tiene presencia y en los distintos rubros en que participa. En Chile, en el segmento de supermercados presenta ventas por \$2.820 miles de millones; en tiendas por departamento, las ventas alcanzan \$994 miles de millones y en mejoramiento de hogar totalizan \$554 miles de millones. En Argentina las ventas de supermercado alcanzan a \$1.040 miles de millones, y, por otro lado, los ingresos por mejoramiento del hogar ascienden a \$504 miles de millones. En Brasil las ventas totales ascienden a \$1.376 miles de millones, en tanto que en Perú totalizan \$1.018 miles de millones. En Colombia, finalmente, los ingresos fueron de \$832 miles de millones durante 2019

Por otra parte, las marcas Jumbo, Santa Isabel, Paris e Easy, entre otras, son ampliamente reconocidas por los consumidores en Chile; así como lo son Easy, Jumbo, Disco y Vea en Argentina, Wong y Metro en Perú; Gbarbosa, Bretas y Prezunic en Brasil y Metro y Jumbo en Colombia. 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 y seguros, 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 (también existe diversificación dentro de los países). **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 experimentar 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. Con todo, de acuerdo a lo informado por la compañía, se ha implementado un modelo organizacional basado en países, el cual debe implementarse de manera de no afectar el logro de economías de escala.

Por otro lado, dado los volúmenes de compra, 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, debiera repercutir en una mayor eficiencia operativa. Sin perjuicio de lo anterior, no se desconoce que los beneficios de una escala elevada deben desarrollarse organizacional y operativamente, y, en la práctica, reflejarse en los resultados financieros.

**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 se refleje directamente en el flujo de caja y en las utilidades de la empresa. A modo de ilustración, en 2019 los activos susceptibles de ser asociados al negocio inmobiliario

totalizaban aproximadamente US\$ 4.870 millones, con un EBITDA cercano a US\$ 463 millones anuales, y un EBITDA ajustado cercano a US\$ 245 millones. Cabe señalar que durante 2019 se implementó la apertura en bolsa de la propiedad del segmento Centros Comerciales (Cencosud Shopping).

**Estrategia de crecimiento:** La estrategia de la compañía se fundamenta básicamente en el negocio de *retail* mismo y el desarrollo de los clientes (a través de programas de fidelización). El desarrollo de esta estrategia, ha llevado a la empresa a posicionarse en el ámbito local como el segundo participante de la industria en todos los rubros en los que está presente. Adicionalmente, la compañía ha definido potenciar la omnicanalidad, de manera de conocer con la mayor exactitud los hábitos de compra del consumidor, optimizando consecuentemente los niveles y características de los inventarios. A nivel internacional, **Cencosud** se ubica en segundo lugar dentro de las empresas de *retail* por ventas en Sudamérica.

**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 ampliar sus formatos y marcas en los países en que ha penetrado, incluyendo, en lo más reciente, la plataforma de e-commerce; usando para ello la experiencia acumulada, de manera de lograr sinergias y volúmenes de flujos de caja aún más favorables. Adicionalmente, el bajo nivel de consumo per cápita de los países en donde tiene presencia, en relación con economías desarrolladas, entrega auspiciosas expectativas de crecimiento en el largo plazo.

**Diversidad de fuentes de financiamiento:** Considerando el tamaño y perfil de la compañía, sumado a la trayectoria de resultados obtenidos, se estima que no debiera tener mayores dificultades 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 donde 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. Por ejemplo, en dos países compite con Walmart, entidad con ventas consolidadas del orden de los US\$ 519 mil millones.

**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. 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 adecuada, es necesario

evaluar en el mediano plazo el desempeño del grupo en esta nueva etapa de expansión y operación regional, así como su impacto en la rentabilidad de la empresa, en particular en Brasil, donde la compañía presenta una baja escala a nivel nacional. Con todo, los recientes eventos de pandemia por Covid 19 significarán una posible morigeración en los planes de expansión de los operadores de *retail*.

**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 los alimentos dentro del *mix* de productos y los ingresos por arriendo de espacios en los *malls* (si bien, producto del Covid-19 se tuvo que cerrar los centros comerciales, se entiende como un hecho excepcional desde una perspectiva de largo plazo).

**Exposición en el exterior:** Parte importante de las operaciones del emisor se realizan en Argentina (un 18,3% de los ingresos de la empresa y un 18,9% del EBITDA ajustado de 2019 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 Ca en escala global moneda extranjera, mientras que Chile está clasificado en categoría A1. Perú, por su parte, está clasificado en A3, mientras que Brasil Ba2 y Colombia se encuentran clasificados en Baa2.

**Exposición cambiaria y a tasas de interés:** Parte importante de las inversiones del emisor se encuentran en el extranjero, con un 52,3% de los ingresos de 2019 originándose en el exterior, situación que vuelve sensible a la empresa a fluctuaciones en las paridades cambiarias, como se ha apreciado recientemente por las depreciaciones de las monedas de Brasil y Argentina y su efecto en los resultados de la emisora, 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 (la cual, sin embargo, ha caído fuertemente, desde un 56% en 2014, a menos del 5% en la actualidad). Un atenuante de estas consideraciones es que la compañía utiliza derivados financieros para cubrir su deuda en moneda extranjera, resultando que un 97,1% de la deuda queda denominada en moneda local.

## Antecedentes generales

### La compañía

**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, con datos a diciembre de 2019, se detalla cada rubro de negocios en los cuales **Cencosud** participa, totalizando casi 4,4 millones de m<sup>2</sup> de superficie de salas de venta y malls:

El controlador de la sociedad, con el 53,253% de la propiedad, es la familia Paulmann, quienes participan a través de cuatro sociedades (Inversiones Quinchamalí Ltda., Inversiones Latadia Ltda., Inversiones Tano Ltda., Inversiones Alpa Ltda.) y, directamente, como personas naturales.

País	Formato	Marca	Nº Locales
Chile Superficie Total: 1,7 mill de m <sup>2</sup>	Supermercados	Jumbo, Santa Isabel	247
	Mejoramiento Hogar	Easy	36
	Multitienda	Paris, Johnson's	79
	Centros Comerciales	Varios (entre ellos, marca "Portal")	35
	Otros	Tarjetas Mas; seguros Paris; AventuraCenter; JJO, Umbrale, Foster, FES	
Argentina Superficie Total: 1,2 mill de m <sup>2</sup>	Supermercados	Jumbo, Vea, Disco	284
	Mejoramiento Hogar	Easy, Blaisten	51
	Centros Comerciales	Varios	22
	Otros	Tarjetas, Seguros	
Brasil Superficie Total: 566 miles de m <sup>2</sup>	Supermercados	Gbarbosa, Bretas, Perini, Prezunic, Mercantil Rodriguez.	202
	Otros	Eletroshow (77 tiendas), tarjetas, Farmacias GBarbosa (62 tiendas)	
Perú Superficie Total: 413 miles de m <sup>2</sup>	Supermercados	Metro, Wong	93
	Multitienda	Paris	11
	Centros Comerciales	Varios	6
	Otros	Tarjetas de crédito, seguros	
Colombia Superficie Total: 534 miles de m <sup>2</sup>	Supermercados	Jumbo, Metro	95
	Mejoramiento Hogar	Easy	10
	Centros Comerciales	Varios	4
	Otros	Tarjetas	

## Chile

Los negocios que **Cencosud** lleva a cabo en Chile son los que durante 2019 más aportaron a la compañía en términos de ingresos de explotación, con un 47,7% del total corporativo a través de 397 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, multi tiendas, homecenters, seguros y área inmobiliaria. Dentro de los segmentos operativos que maneja la compañía en el territorio, se encuentran supermercados Jumbo y Santa Isabel, la tienda de mejoramiento del hogar Easy, las tiendas por departamento Paris y Johnson's, las marcas de vestuario Umbrale, Foster y Krea y 33 centros comerciales.

### **Argentina**

Los negocios desarrollados en Argentina representaron el 18,3% de los ingresos totales de la compañía en 2019, siendo el segundo país con mayores ventas después de Chile.

Las marcas que maneja la empresa en Argentina son Jumbo, Disco, Vea, Easy y 22 centros comerciales, entre los que destaca Unicenter, uno de los más grandes de Argentina. Es en este país donde la compañía posee la mayor cantidad de supermercados e hipermercados, con 284 ubicaciones. Asimismo, es donde ha desarrollado de manera más amplia el formato de mejoramiento de hogar y construcción, con 51 puntos de venta.

### **Brasil**

Las actividades comienzan con la cadena de supermercados Gbarbosa, que cuenta con una importante participación de mercado en el noreste del país y en Minas Gerais. En 2010 adquirió las cadenas Perini, Super Familia y Bretas. A comienzos de 2012 adquirió la cadena de supermercados Prezunic, con lo cual la emisora se ha situado como la cuarta operadora a nivel nacional. En la actualidad cuenta con 202 locales de supermercados, y está presente en ocho estados. Paralelamente, la empresa ha desarrollado tarjetas de crédito de forma conjunta con el banco brasileño Bradesco. Durante el año 2018 las inversiones en Brasil aportaron el 14,5% de los ingresos de **Cencosud**.

### **Perú**

La inversión dentro de Perú, en lo relativo a supermercados, corresponde a la adquisición de la cadena Wong y Metro a fines de 2007. A diciembre de 2019 contaba con 93 supermercados, once locales de tiendas por departamento y seis centros comerciales. Todo ello lleva a que en Perú se genere el 10,7% de los ingresos totales de la sociedad.

### **Colombia**

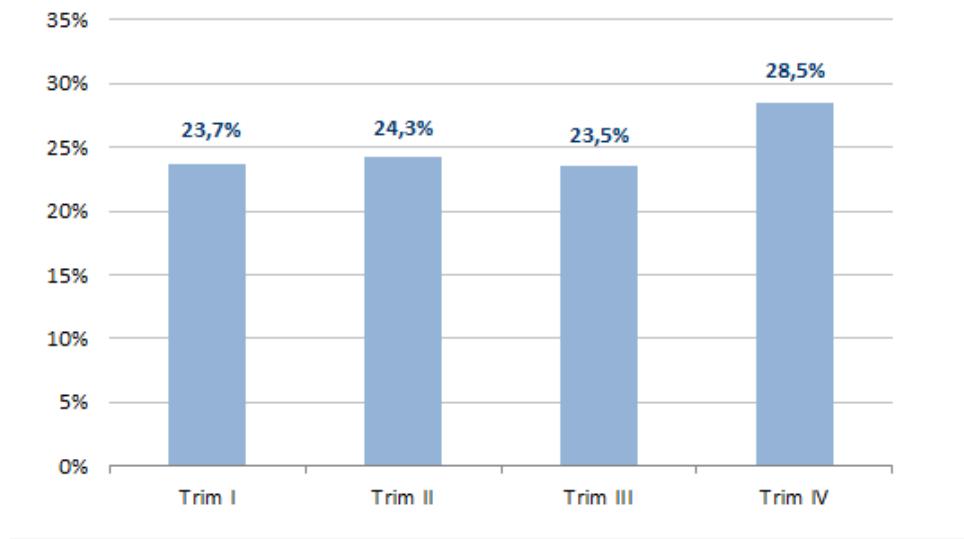
La compañía tiene diez tiendas Easy en Colombia, inauguradas a partir de 2008, en tanto que dispone de 98 tiendas de supermercados y se ha posicionado como el tercer actor más relevante en este segmento. Durante 2018 los ingresos provenientes de la operación en Colombia representaron un 8,8% del total de ventas de la compañía.

## **Composición de los flujos**

Los ingresos de la compañía se encuentran diversificados, tanto por tipo de negocio como por país de origen, no obstante que su actividad central es la venta a través de supermercados.

En términos de la distribución estacional de las ventas, destaca la mayor participación que exhibe el último trimestre del año, alcanzando en promedio para los últimos diez años de 28,5% de las ventas anuales, como resultado mayormente de la temporada navideña. Por el contrario, el primer cuarto del año, en el mismo período de diez años, ha promediado un 23,7% de los ingresos consolidados (ver Ilustración 1).

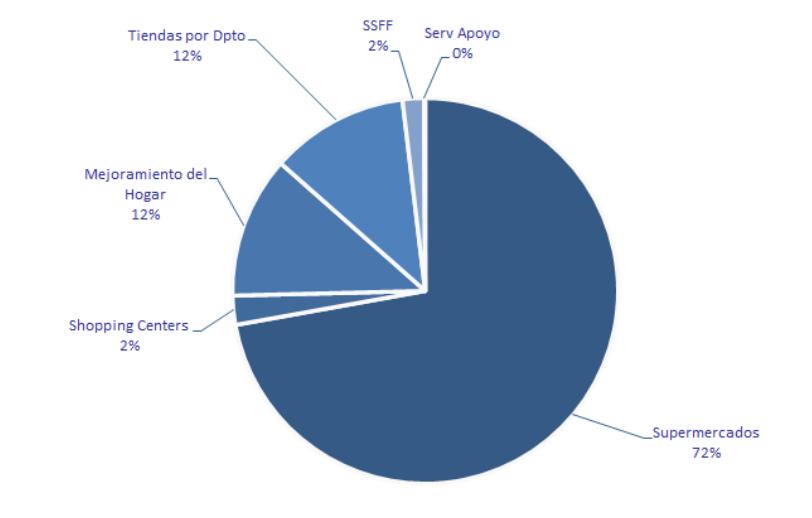
Ilustración 1  
**Participación Trimestral Ingresos por Venta**  
Promedio 2010-2019



Por tipo de formato, los supermercados e hipermercados constituyen el grueso de las ventas consolidadas de la empresa<sup>8</sup>, alcanzando durante 2019 US\$ 9.149 millones y un 72,2% del total de la empresa, principalmente por la presencia en cinco países y el alto número de salas de venta en ellos, siendo la distribución de ingresos del rubro un 41,2% en Chile; 20,0% en Brasil; 15,2% en Argentina; 12,17% en Perú y 10,9% en Colombia. Por otra parte, el mejoramiento de hogar, con US\$ 1.509 millones, distribuidos en un 49% en Chile; 44,7% en Argentina y 6,3% en Colombia, fue el segundo rubro originador de ingresos. Las tiendas por departamento, ubicadas principalmente en Chile y, en menor medida, en Perú, contribuyeron con un 11,6% de los ingresos (ver Ilustración 2).

<sup>8</sup> La distribución del ingreso por líneas de negocio no se replica, necesariamente, en términos de EBITDA, en particular debido al alto margen exhibido por la actividad inmobiliaria.

Ilustración 2  
**Ingresos por Segmento 2019**



Por países, Chile y Argentina son los más relevantes en términos de ingresos para la compañía, con un 47,7% y 18,3% del total, respectivamente. Cabe señalar el ajuste económico efectuado en este último país, así como la devaluación de su moneda, se han reflejado en caídas en la participación de los ingresos provenientes desde Argentina, que durante 2015 habían llegado a representar un 30% de los ingresos de **Cencosud**. (ver Ilustración 3 e Ilustración 4).

Ilustración 3  
**Ingresos por País 2019**

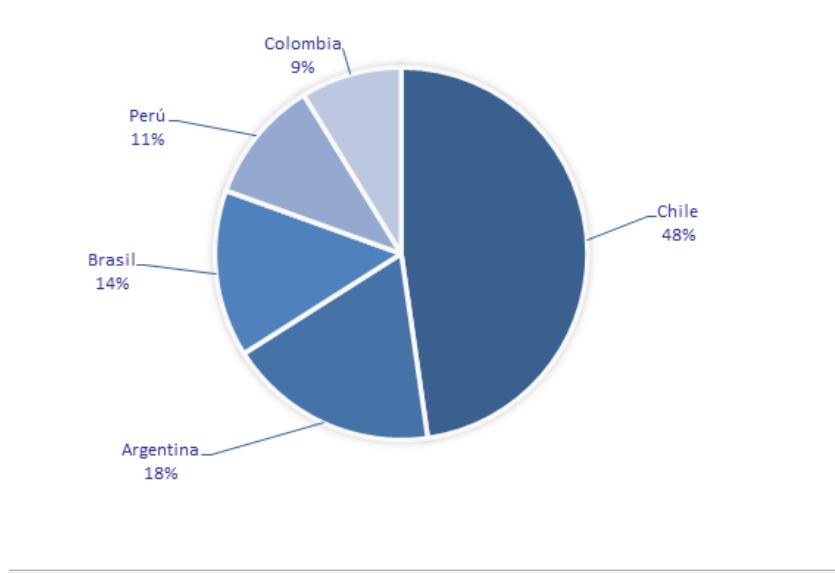
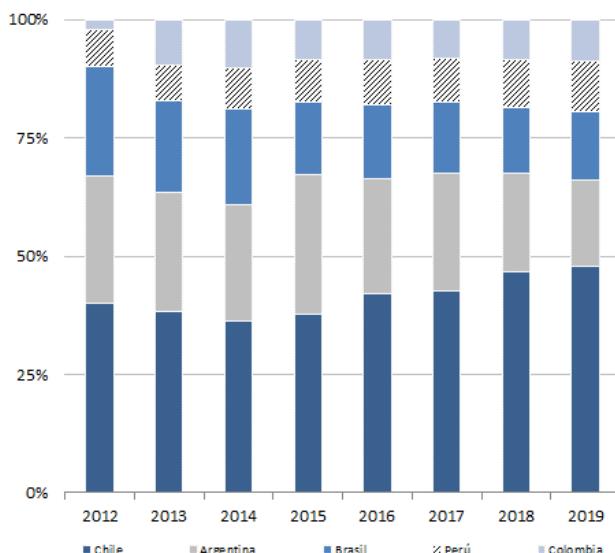


Ilustración 4  
**Ingresos por País 2012-2019**



## 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

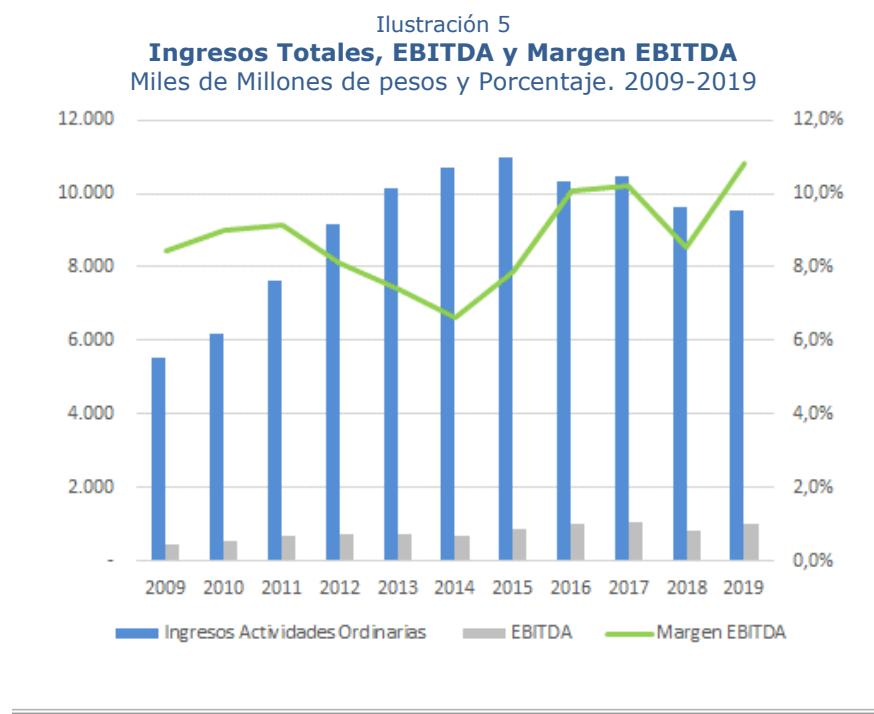
La empresa presenta un amplio número de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los nacionales básicamente están representando por productores de alimentos, perfumería y aseo, y representantes e importadores de artículos para el hogar, siendo, por su escala, uno de los principales compradores 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). Según lo informado por la administración de la sociedad, en términos monetarios, ningún proveedor representa más del 2% de las compras realizadas anualmente.

## Análisis financiero

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Entre 2015 y 2019 los ingresos crecieron a una tasa de 3,5% anual, con una moderación en la caída que se registra en la última observación, que evidencia una disminución de 1% respecto a 2018. EL EBITDA, por su parte, muestra un crecimiento de 4,4% anual, influido, en parte, por el crecimiento de 25,2% exhibido en 2019, la cual, sin embargo, no es estrictamente comparable con los años anteriores, debido a la implementación de la NIIF 16.

Se reconoce, no obstante, que el comportamiento de los ingresos y el EBITDA ha sido inferior al esperado inicialmente por la clasificadora por el bajo rendimiento de las inversiones en Brasil (y en menor medida en Colombia). No obstante, los últimos resultados en dichos países muestran que los retornos presentan una tendencia al alza (acerándose a niveles más compatibles a los supuestos incorporados en el análisis al momento de materializar las inversiones) (ver Ilustración 5).



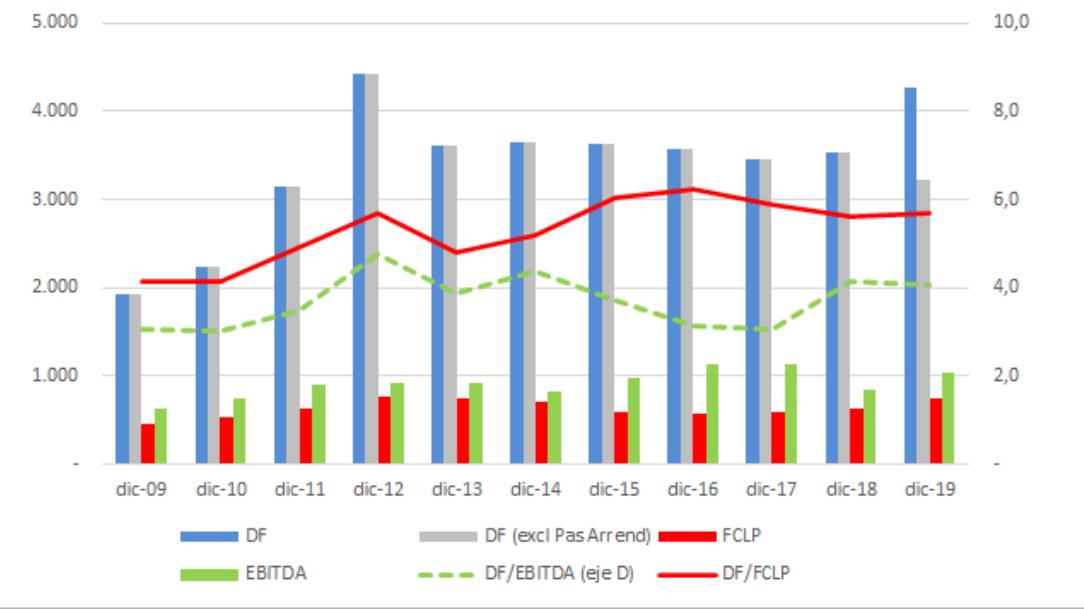
## Evolución del endeudamiento y la liquidez<sup>9</sup>

A partir del 2015 el indicador DF/FCLP (Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>10</sup>) se estabilizó en registros cercanos a seis veces, pero considerando que en el último ejercicio se produce un cambio contable en la definición de deuda financiera. En este contexto, durante 2019, debido a la implementación de la NIIF 16, la deuda financiera se incrementa por la contabilización de los pasivos por arrendamiento dentro de los pasivos financieros. En la última observación el indicador DF/FCLP exhibe un valor de 5,7 (el cual se reduciría a 4,3 si se excluyen los pasivos por arrendamiento). El indicador DF (incluyendo pasivos por arrendamiento)/EBITDA muestra un valor de 4,1 veces a fines de año pasado, similar a lo registrado el año anterior.

<sup>9</sup> Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a diciembre de 2017.

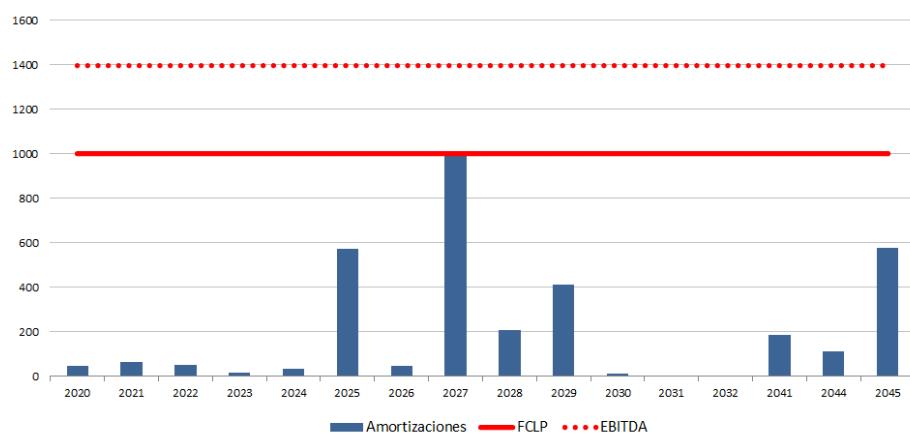
<sup>10</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

**Ilustración 6**  
**Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo**  
Miles de Millones de pesos de diciembre de 2019 y número de veces. 2010-2019



La deuda financiera de **Cencosud** al cierre de 2019 alcanzaba los \$ 4.265 miles de millones, de los cuales un 6,5% correspondía a compromisos de corto plazo. Se observa que los vencimientos de los pasivos más cercanos en el tiempo son abordables con el EBITDA o flujo de caja de largo plazo de la compañía (Ilustración 7). Por otra parte, se puede apreciar que durante 2027, en relación con el FCLP actual, existiría una situación de mayor estrechez para enfrentar los vencimientos programados para ese año, pero, como ha demostrado la compañía, se asume que el FCLP mostraría una expansión, o, en caso contrario, no existiría dificultad para refinanciar este vencimiento (sin descartar incrementos en la generación de caja de la compañía).

**Ilustración 7**  
**Calendario de Vencimientos**  
US\$ Millones

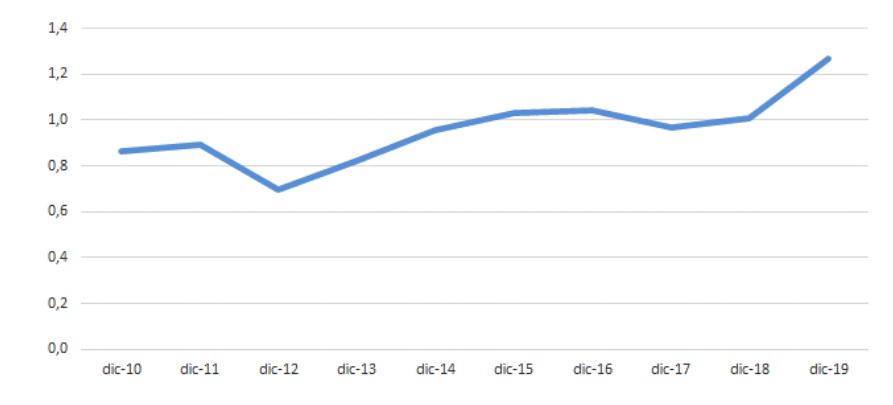


## Liquidez

La liquidez de **Cencosud**, medida como razón circulante, se ubicó en torno a la unidad en el período 2015-2018, con ratio sobre uno, salvo el 2017. En la más reciente observación este indicador alcanza un nivel de 1,27 como se muestra en la

Ilustración 8.

Ilustración 8  
**Evolución de Liquidez**  
diciembre 2010 - diciembre 2019



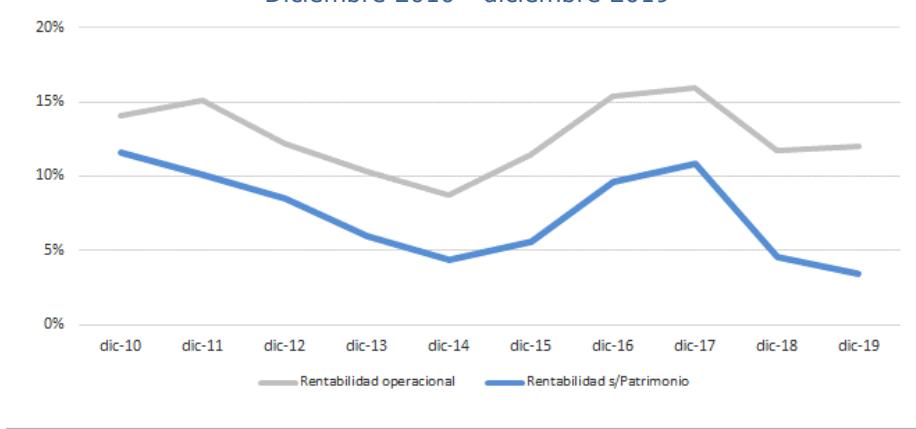
## Rentabilidad

En el período 2015-2017 los indicadores de rentabilidad, tanto la operacional<sup>11</sup> como del patrimonio<sup>12</sup> mostraron una tendencia creciente. No obstante, con posterioridad se revierte la tendencia, que se agudizó en 2019, por los efectos negativos sobre la ganancia, de las depreciaciones de las monedas locales de Brasil y Argentina. (ver Ilustración 9). Cabe señalar que el análisis realizado por esta clasificadora se basa en una perspectiva de largo plazo, por lo que estos registros pueden verse afectados por eventos no recurrentes que no afectan, consecuentemente, la clasificación de riesgo.

<sup>11</sup> Resultado operacional sobre activos promedio.

<sup>12</sup> Utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio.

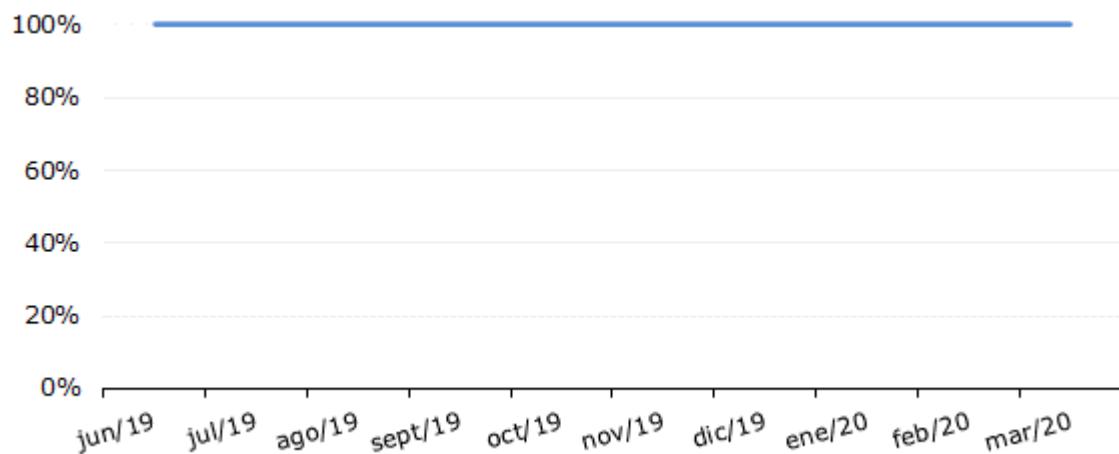
Ilustración 9  
**Evolución de Rentabilidad**  
Diciembre 2010 - diciembre 2019



## Indicadores de los títulos accionarios

La presencia promedio de la acción de **Cencosud** ha permanecido en un 100%, como se aprecia en la Ilustración 10, 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 la compañía, la clasificación entregada a la acción de la empresa corresponde a *Primera Clase Nivel 1*.

Ilustración 10  
**Indicadores Accionarios**



## Covenants de los bonos

Para los bonos vigentes, **Cencosud** se ha comprometido a mantener los siguientes resguardos financieros:

<b>Covenants financieros</b>		
	<b>Líneas de bonos</b>	<b>Marzo 2020</b>
Deuda financiera menos efectivo y equivalentes al efectivo y menos otros activos financieros corrientes / Patrimonio	Menor a 1,2 veces	0,36 veces
Patrimonio mínimo	Mayor a UF 11.500.000	UF 175.178.439
Deuda financiera menos efectivo y equivalentes al efectivo y menos otros activos financieros corrientes / Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	Menor a 1,2 veces	0,46 veces

## Ratios Financieros

<b>Ratios de Liquidez</b>					
<b>Ratios</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Liquidez (veces)	1,37	1,36	1,36	1,36	1,33
Razón Circulante (Veces)	1,03	1,04	0,97	1,01	1,27
Razón Ácida (veces)	0,59	0,60	0,56	0,58	0,83
Rotación de Inventarios (veces)	7,01	6,40	6,39	5,99	5,88
Promedio Días de Inventarios (días)	52,09	57,05	57,11	60,98	62,04
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	13,64	12,03	10,97	15,69	14,91
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	26,76	30,35	33,27	23,26	24,48
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,16	3,73	3,74	3,52	3,30
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	87,68	97,75	97,57	103,62	110,45
Diferencia de Días (días)	60,92	67,40	64,29	80,36	85,97
Ciclo Económico (días)	8,83	10,36	7,18	19,38	23,93

<b>Ratios de Endeudamiento</b>					
<b>Ratios</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Endeudamiento (veces)	0,61	0,60	0,60	0,60	0,59
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,55	1,49	1,50	1,51	1,45
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,65	0,74	0,81	0,70	0,54
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,73	3,15	3,05	4,14	4,08
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,27	0,32	0,33	0,24	0,25
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,53	0,54	0,54	0,54	0,59
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veces que se gana el Interés (veces)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

<b>Ratios de Rentabilidad</b>					
<b>Ratios</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Margen Bruto (%)	28,9%	28,8%	28,7%	28,6%	28,0%
Margen Neto (%)	2,1%	3,8%	4,2%	2,0%	1,6%
Rotación de los Activos (%)	112,7%	105,6%	108,9%	93,7%	80,4%
Rentabilidad Total del Activo (%)	2,2%	3,8%	4,3%	1,8%	1,4%
Inversión de Capital (%)	68,3%	63,1%	60,4%	62,1%	69,1%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	147,78	97,99	-133,12	364,64	14,32
Rentabilidad Operacional (%)	11,5%	15,4%	15,9%	11,7%	12,0%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	5,5%	9,6%	10,8%	4,6%	3,4%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	69,1%	69,0%	69,0%	69,2%	68,7%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	71,1%	71,2%	71,3%	71,4%	72,0%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	22,8%	22,8%	23,0%	22,8%	21,9%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	15,6%	20,1%	20,3%	14,7%	15,5%

<b>Otros Ratios</b>					
<b>Ratios</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,7%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	11,8%	10,8%	10,5%	10,1%	9,2%
Capital sobre Patrimonio (%)	58,5%	59,3%	60,4%	57,1%	48,5%

*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*