

## **Cencosud S.A.**

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:  
Paula Acuña L.  
Aldo Reyes D.  
paula.acuna@humphreys.cl  
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA  
Mayo 2025

Categoría de riesgo <sup>1</sup>	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA
Acciones (Cencosud)	Primera Clase Nivel 1
Tendencia	Estable
EEFF base	31 marzo 2025

#### 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)	Nº 551 de 14.10.08 Primera Emisión
Línea de Bonos Serie N (BCENC-N)	Nº 551 de 14.10.08 Tercera Emisión
Línea de Bonos Serie R (BCENC-R)	Nº 816 de 14.07.15 Primera Emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	Mar-25
Ingresos totales	9.836.117.393	11.760.071.408	14.202.097.551	14.230.641.548	16.493.815.028	4.031.583.147
Costo de ventas	-7.191.849.344	-8.327.455.783	-10.129.992.951	-10.069.296.584	-11.554.508.790	-2.836.057.672
Costos de distribución	-67.858.297	-99.048.198	-113.546.097	-97.584.178	-109.412.122	-25.327.526
Gastos de administración	-1.990.454.633	-2.101.600.922	-2.716.362.244	-2.975.790.803	-3.627.413.757	-904.883.341
<b>Resultado operacional</b>	<b>593.715.165</b>	<b>1.035.297.383</b>	<b>1.122.918.890</b>	<b>999.026.496</b>	<b>1.070.149.053</b>	<b>262.298.440</b>
Costos financieros	-264.941.294	-143.512.497	-233.871.142	-311.890.685	-413.960.213	-90.249.977
<b>Ganancia</b>	<b>64.980.678</b>	<b>495.154.760</b>	<b>404.748.150</b>	<b>292.212.589</b>	<b>233.683.205</b>	<b>126.441.841</b>
EBITDA <sup>2</sup>	967.317.760	1.416.061.000	1.481.592.000	1.382.242.000	1.531.193.000	376.117.000

<sup>1</sup> Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Corporaciones (29-02-2024).

<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. "Reportado" en Análisis Razonado.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	Mar-25
Activos corrientes totales	2.750.870.198	3.360.396.782	3.108.157.445	2.976.277.224	3.898.450.092	3.487.804.883
Activos no corrientes totales	8.094.209.832	8.591.110.700	10.232.042.346	10.596.845.305	11.423.626.087	11.327.305.898
<b>Total activos</b>	<b>10.845.080.030</b>	<b>11.951.507.481</b>	<b>13.340.199.791</b>	<b>13.573.122.529</b>	<b>15.322.076.179</b>	<b>14.815.110.781</b>
Pasivos corrientes totales	2.523.502.528	3.161.774.685	3.753.381.559	3.798.928.406	4.248.606.702	4.051.772.696
Pasivos no corrientes totales	3.803.076.657	4.055.475.218	5.340.600.830	5.496.566.361	5.762.172.904	5.551.572.743
<b>Total pasivos</b>	<b>6.326.579.185</b>	<b>7.217.249.903</b>	<b>9.093.982.389</b>	<b>9.295.494.767</b>	<b>10.010.779.606</b>	<b>9.603.345.439</b>
Patrimonio total	4.518.500.845	4.734.257.578	4.246.217.402	4.277.627.762	5.311.296.573	5.211.765.342
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>10.845.080.030</b>	<b>11.951.507.481</b>	<b>13.340.199.791</b>	<b>13.573.122.529</b>	<b>15.322.076.179</b>	<b>14.815.110.781</b>
<b>Deuda financiera<sup>3</sup></b>	<b>3.289.724.844</b>	<b>3.614.196.750</b>	<b>5.179.990.684</b>	<b>5.489.703.020</b>	<b>5.707.474.203</b>	<b>5.620.320.090</b>

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Cencosud** es una compañía chilena del sector *retail*, con presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú, Colombia y Estados Unidos. El ámbito de negocios de la empresa corresponde principalmente a hipermercados y supermercados, pero también mantiene presencia en tiendas de conveniencia, *cash & carry*, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario (centros comerciales) y servicios financieros (seguros y tarjeta de crédito).

Durante 2024, la empresa obtuvo ingresos por \$ 16.494 miles de millones y un EBITDA<sup>4</sup> de \$ 1.531 miles de millones, mientras que su deuda financiera (incluyendo pasivos por arrendamiento) era de \$ 5.707 miles de millones, un 4,0% superior a lo exhibido en 2023. Adicionalmente, la compañía reportó ganancias por \$ 234 miles de millones, un 20,0% menor en comparación con mismo periodo del año anterior.

A marzo del 2025, la compañía tuvo ingresos por \$ 4.032 miles de millones y un EBITDA<sup>5</sup> de \$ 376 miles de millones, así como una deuda financiera (incluyendo pasivos por arrendamiento) de \$ 5.620 miles de millones, un 1,5% menor a lo exhibido en 2024. Además, la compañía reportó ganancias por \$ 126 miles de millones, mostrando una recuperación significativa respecto del primer trimestre del año anterior.

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, salvo en Estados Unidos, 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 geográficos en que está presente, exhibe un volumen

<sup>4</sup> "Reportado" en Análisis Razonado.

<sup>5</sup> "Reportado" en Análisis Razonado.

de operación elevado o suficiente, en términos comparativos, que, en mayor o menor medida, les facilita el acceso a 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, programas de omnicanalidad y marcas propias. Este modelo de negocios aplicado a sus operaciones en los principales países donde opera y complementado con adquisiciones de empresas en funcionamiento, ha permitido –como se mencionó–, alcanzar un elevado nivel de operación, y con ello, acceder o tener la posibilidad de acceder a economías de escala. Asimismo, se valora positivamente el crecimiento en las ventas de marcas propias en sus diversos segmentos y países, las cuales brindan mayores márgenes a la compañía.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la alta proporción de las ventas del rubro supermercados en el total de la compañía (80% en 2024), lo que le otorga una mayor estabilidad a sus ingresos –menos sensibles a períodos recesivos–, lo cual quedó de manifiesto durante la pandemia de Covid 19 y sus posteriores consecuencias, cuando las ventas de rubros alimenticios mostraron mayor resiliencia que otras líneas de productos; así como la elevada generación de caja que representa el negocio inmobiliario el cual, además, ha mostrado capacidad de adaptación a los cambios del entorno. 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\$<sup>6</sup> 4.129 millones (72,1% de la deuda consolidada), con un EBITDA cercano a US\$ 322 millones anuales. Cabe señalar que, desde 2019 Cencosud Shopping, que agrupa mayoritariamente el negocio inmobiliario, está aperturada en bolsa.

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, así como por las exigencias de financiamiento que demanda una empresa en continuo crecimiento como **Cencosud** (aunque cada vez menos en términos relativos). Estas exigencias presentan una probabilidad no menor de materializarse en países que, en comparación con Chile, presentan mayor riesgo económico y político. Sin embargo, la última inversión relevante, en Estados Unidos, demuestra que el emisor está capacitado para incursionar en países más desarrollados y con bajo riesgo soberano.

En términos contingentes, es relevante señalar que **Cencosud** ya presenta la opción *put* por la posibilidad de adquirir el 33% restante de *The Fresh Market* a Apollo Global Management en sus pasivos financieros corrientes.

Otros factores de riesgo son la exposición de la compañía a países de Sudamérica con una clasificación de crédito inferior a la chilena, lo que se ha materializado en la aplicación de la norma NIC 29. Esto significó, durante 2024, el reconocimiento de una pérdida de \$ 384 mil millones por el concepto de economía hiperinflacionaria en la operación en Argentina<sup>7</sup> (inferior a lo registrado por el mismo concepto en 2023, cuando se reconoció una pérdida de \$ 410 mil millones, adicionales a las pérdidas de \$ 121 mil millones por conversión de moneda en 2023). Cabe señalar que, a marzo de 2025, la empresa continuó disminuyendo el impacto negativo en los resultados causado por los ajustes hiperinflacionarios por su posición en Argentina, pasando de pérdidas por \$ 174 mil millones en marzo de 2024 a pérdidas por \$ 46 mil millones a la fecha. Esta mejora se asocia tanto a las políticas económicas de control de inflación implementadas en dicho país como al debilitamiento en el consumo, teniendo un impacto significativamente menor en los resultados consolidados a diferencia de años anteriores.

<sup>6</sup> Tipo de cambio 31 de diciembre 2024: 1 US\$ = 996,46 pesos.

<sup>7</sup> Con todo, se reconoce que esta pérdida por efectos inflacionarios no afecta el flujo de caja de la compañía.

Se incorporan, además, dentro de los riesgos, la necesidad de reforzar la consolidación de las operaciones en Brasil y Colombia, las cuales han tenido un nivel de rentabilidad menor al alcanzado en los otros países de la operación de manera consistente los últimos años, actualmente con márgenes EBITDA inferiores al 5%. En este sentido, se valoran positivamente las recientes medidas adoptadas por la compañía en dichos países, las cuales refuerzan la gestión existente mediante la implementación de nuevos planes de eficiencia y ajustes en la administración, con el objetivo de incrementar la rentabilidad de las inversiones.

Dentro de los desafíos de la organización, está el administrar adecuadamente una estructura compleja que implica la presencia en seis países, con culturas comerciales disímiles, y participación en distintos tipos de negocios. Por otra parte, otro de los retos de la organización es seguir avanzando competitivamente en marcas propias y en la venta por el canal *online*. En este ámbito destacan alianzas con *DoorDash*, *Uber Eats*, *Rappi*, *iFood*, entre otros, así como otras innovaciones como su billetera electrónica CencoPay y su programa de suscripción *Prime* y Cencosud Media que se han expandido en los mercados donde operan.

Asimismo, la adecuada administración de los negocios, que implica 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.

En el ámbito ASG<sup>8</sup>, entre otras cosas detalladas en la memoria anual consolidada, **Cencosud** cuenta con códigos de ética (actualizado en 2024) y de conducta del directorio, además de políticas de diversidad e inclusión, vínculo con las comunidades, políticas de satisfacción de clientes y compromiso con proveedores. Adicionalmente, demuestra un compromiso con el medio ambiente a través de prácticas de *packaging* responsable, una política medioambiental y una declaración sobre el desperdicio de alimentos, entre otras. Se valora en el análisis la categoría A del Índice MSCI ESG Ratings y ubicarse en el 6% con mejor evaluación a nivel mundial en 2024, según el S&P Global ESG, ambos en la industria Food & Staples.

La tendencia se clasifica en “*Estable*” por cuanto, en nuestra opinión, a corto plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afecten a la compañía o a la liquidez de sus títulos.

#### 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.

<sup>8</sup> Criterios de Ambientales, Sociales y de Gobernanza.

### 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

### Adquisición Makro y Basualdo y venta de activos de Bretas

Durante el primer semestre del 2025, **Cencosud** realizó dos operaciones de M&A (fusiones y adquisiciones) en Argentina y Brasil. Por un lado, adquirió Makro y Basualdo, incorporándose al formato mayorista en Argentina (28 tiendas), el valor fue de aproximadamente US\$ 122,5 millones, financiado con recursos propios disponibles. En los resultados del primer trimestre ya se están consolidando parcialmente (desde febrero) los resultados de Makro y Basualdo en Argentina (alcanzando aproximadamente el 9% de los ingresos de Argentina).

Por otro lado, vendió sus activos de Bretas en Minas Gerais, Brasil, por aproximadamente US\$ 123 millones, enfocándose en activos con mayor rentabilidad. La venta incorporó 54 tiendas, 1 centro de distribución y 8 estaciones de servicio. Además, se mantendrá la propiedad y exclusividad de la marca Bretas, y continuará con su operación en las 26 tiendas en el estado de Goiás.

### Resultados marzo 2025

A marzo de 2025, los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 4.032 miles de millones, lo que representa un alza de 2,4% respecto a marzo de 2024, destacando el crecimiento del 8,8% del segmento *online*, el aumento de ventas de productos de marcas propias de 14,3% y las mayores ventas Chile, Estados Unidos, Argentina y Perú, también considerando la estrategia de crecimiento orgánico enfocada en Estados Unidos.

Por su parte, los costos de explotación aumentaron 1,8%, totalizando \$ 2.836 miles de millones; con lo cual representaron un 70,3% de los ingresos del periodo.

El total de costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función llegó a \$ 974 miles de millones, lo que significa un aumento de 6,2% respecto del mismo periodo de 2024. Con lo anterior, el resultado

operacional<sup>9</sup> llegó a \$ 262 miles de millones, lo que representa un incremento de 6,5% respecto a marzo del 2024. De esta manera, el resultado operacional representa un 6,5% de los ingresos, superior al 6,3% registrado en 2024.

El EBITDA, por su parte, aumentó en 10,4%, totalizando \$ 376 miles de millones<sup>10</sup> a marzo de 2025.

Con todo, las ganancias del periodo fueron \$ 126 millones, mostrando una recuperación importante con respecto a las pérdidas obtenidas en el mismo periodo del año anterior.

La deuda financiera de la empresa fue \$ 5.620 miles de millones disminuyendo en 1,5% y el patrimonio alcanzó los \$ 5.212 miles de millones, 1,9% menor al año anterior.

## Resultados diciembre 2024

En 2024 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 16.494 miles de millones, lo que representa un alza de 15,9% respecto a 2023, explicado por su buen desempeño de los negocios de supermercados, principalmente en Chile y Estados Unidos, y en menor medida por Perú, Colombia y Brasil.

Por su parte, los costos de explotación aumentaron 14,7%, totalizando \$ 11.555 miles de millones; con lo cual representaron un 70,1% de los ingresos del periodo.

El total de costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función llegó a \$ 3.922 miles de millones, lo que significa un aumento de 21,6% respecto de 2023. Con lo anterior, el resultado operacional<sup>11</sup> llegó a \$ 1.070 miles de millones, lo que representa un incremento de 7,1% respecto al año anterior. De esta manera, el resultado operacional representa un 6,5% de los ingresos, inferior al 7,0% registrado en 2023.

El EBITDA, por su parte, aumentó en 10,8%, totalizando \$ 1.531 miles de millones<sup>12</sup> a diciembre de 2023.

Con todo, la ganancia del periodo se contrajo en 20,0% respecto de 2023, alcanzando a \$ 233.683 millones.

La deuda financiera de la empresa fue \$ 5.707 miles de millones aumentando en 4,0% y el patrimonio alcanzó los \$ 5.311 miles de millones, 24,2% mayor al año anterior, por una disminución contable importante de la partida "otras reservas", en específico de "reserva de diferencias de cambio de conversiones" desde \$ -1.172 miles de millones hasta \$ -446 miles de millones.

# Definición de categorías de riesgo

## Categoría AA (títulos de deuda)

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.

## Primera clase nivel 1

<sup>9</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.

<sup>10</sup> "Reportado" en Análisis Razonado.

<sup>11</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.

<sup>12</sup> "Reportado" en Análisis Razonado.



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 \$ 4.983 miles de millones (representando 33,2% de participación de mercado); en tiendas por departamento las ventas alcanzan \$ 1.174 miles de millones (23,7%) y en mejoramiento de hogar totalizan \$ 772 miles de millones (24,6%). En Argentina las ventas de supermercado alcanzan a \$ 1.918 miles de millones (16,9%), y, por otro lado, los ingresos por mejoramiento del hogar ascienden a \$ 712 miles de millones. En Brasil las ventas totales fueron de \$ 1.793 miles de millones en donde el segmento supermercados representa un 5,8% de participación de mercado, en tanto que en Perú totalizan \$ 1.273 miles de millones y en Colombia, los ingresos fueron de \$ 982 miles de millones durante 2024 (con una participación de mercado en supermercados de 25,7% y 7,3%, respectivamente), en tanto que, en Estados Unidos, la cadena de *The Fresh Market* exhibió un ingreso de \$ 1.982 miles de millones.

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, Veja y Blaisten en Argentina, Wong y Metro en Perú; Gbarbosa, Bretas, Mercantil, Perini, Prezunic y Giga en Brasil, Metro y Jumbo en Colombia y Spid a nivel regional. 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 e hipermercados (79,7%), seguida por la distribución de materiales para la construcción y mejoramiento para el hogar (9,7%), centros comerciales (2,3%), tiendas por departamento (7,3%), tarjetas de crédito y seguros (0,9%).

Geográficamente, sus ingresos se distribuyen en Chile (44,8%), Argentina (17,7%), Brasil (11,2%), Perú (7,9%), Colombia (6,1%) y Estados Unidos (12,3%). Esta estructura le entrega a la compañía 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 experimenta ciclos económicos de forma bastante conjunta (con todo, la mayor participación del área de supermercados reduce su exposición a períodos recesivos). La incursión en Norteamérica refuerza la diversificación de ingresos del emisor.

**Sinergias a nivel regional:** El tamaño y 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. 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.

**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 entre el primer y 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** es uno de los conglomerados más importantes dentro de América Latina. De la misma manera, se destacan los esfuerzos de la empresa en desarrollar el negocio de marcas propias con nuevas estrategias y productos en los diferentes países, alcanzando unas ventas de US\$ 2.600 millones a nivel consolidado. Durante los primeros meses de 2025, recalcó el objetivo aumentar la rentabilidad de los negocios en Colombia y Brasil, realizando operaciones como la venta de activos relacionados a la marca de Supermercados Bretas, en el Estado de Minas Gerais, Brasil y la compra de las cadenas de ventas al por mayor (*cash & carry*) Makro y Basualdo, en Argentina, junto con la implementación de nuevas estrategias en dichos países.

**Potencial de crecimiento:** Pese a que la empresa opera en seis 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, entregan 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.

**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 a 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 resultantes de un mayor tamaño de la empresa. Si bien **Cencosud** ha sido capaz de administrar

un crecimiento exponencial en el pasado de manera adecuada, es necesario evaluar continuamente el desempeño del grupo a nivel regional y su impacto en la rentabilidad de la empresa, en particular en países, donde la compañía presenta una baja escala a nivel nacional.

**Sensibilidad del consumidor ante ciclos económicos recesivos:** La demanda de la industria del *retail*, básicamente la orientada al rubro distinto de alimentos, 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 los ingresos en tiendas por departamentos y materiales para la construcción representan un porcentaje minoritario en el total de ventas de la compañía.

**Exposición en el exterior:** Parte importante de las operaciones del emisor se realizan en Argentina (un 17,7% de los ingresos de la empresa y un 17,8% del EBITDA ajustado<sup>13</sup> de 2024 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. No obstante, se toma en cuentas las medidas económicas implementadas en el último gobierno, las cuales han resultado en una mejora en el riesgo país y su clasificación soberana. Actualmente, la clasificación<sup>14</sup> de Argentina es Caa3 en escala global moneda extranjera, mientras que Chile está clasificado en categoría A2. Perú, por su parte, está clasificado en Baa1, mientras que Brasil en Ba2 y Colombia en Baa2. Lo anterior se ve atenuado por el ingreso y crecimiento en el mercado de Estados Unidos con clasificación de Aa1.

**Exposición cambiaria y a tasas de interés:** Parte importante de las inversiones del emisor se encuentran en el extranjero, con un 55,2% de los ingresos de 2024 originándose en el exterior, situación que vuelve sensible a la empresa a fluctuaciones en las paridades cambiarias, como se ha apreciado recientemente por la depreciación del peso argentino 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.

## Antecedentes generales

### La compañía

**Cencosud** desarrolla un negocio enmarcado principalmente en la venta de productos al detalle, con énfasis en alimentos, además, de diversos segmentos asociados a su actividad central, como son el área inmobiliaria y de tiendas por departamentos. La compañía tiene presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú, Colombia y, con la última inversión, en Estados Unidos. A continuación, con datos a marzo de 2025, se detalla cada rubro de negocios en los cuales **Cencosud** participa, totalizando casi 3,7 millones de m2 de salas de venta de tiendas de retail y 2,3 millones de m2 de GLA de malls.

El controlador de la sociedad, con el 56,162% de la propiedad, es la familia Paulmann, quienes participan a través de Pk One Limited (Inglaterra) y, directamente, como personas naturales.

<sup>13</sup> Excluyendo, adicionalmente, NIIC 29.

<sup>14</sup> Rating de acuerdo a Moody's

País	Formato	Marca	Nº Locales
Chile Salas de venta: 1,2 mill de m <sup>2</sup> Malls: 1,3 mill de m <sup>2</sup> GLA	Supermercados <sup>15</sup>	Jumbo, Santa Isabel, Spid	288
	Mejoramiento Hogar	Easy	41
	Multitienda	Paris	48
	Centros Comerciales	Cenco Malls (entre ellos, marca "Portal")	35
	Otros	Tarjeta Cencosud	
Argentina Salas de venta: 1,0 mill de m <sup>2</sup> Malls: 0,7 mill de m <sup>2</sup> GLA de m <sup>2</sup>	Supermercados	Jumbo, Veja, Disco	307
	Mejoramiento Hogar	Easy, Blaisten	60
	Centros Comerciales	Varios	22
	Otros	Tarjetas, Seguros	
Brasil Salas de venta: 0,6 mill de m <sup>2</sup>	Supermercados	Gbarbosa, Bretas Armazem, Bretas atacarejo, Perini, Prezunic, Mercantil Atacado, Spid, GIGA	218
	Otros	Eletroshow, tarjetas, Farmacias, (147 tiendas)	
Perú Salas de venta: 0,3 mill de m <sup>2</sup> Malls: 0,2 mill de m <sup>2</sup> GLA de m <sup>2</sup>	Supermercados	Metro Almacén, Metro, Wong	87
	Centros Comerciales	Cenco Malls	6
	Otros	Tarjetas de crédito, seguros	
Colombia Salas de venta: 0,5 mill de m <sup>2</sup> Malls: 0,1 mill de m <sup>2</sup> GLA de m <sup>2</sup>	Supermercados	Jumbo, Metro, Spid	91
	Mejoramiento Hogar	Easy	16
	Centros Comerciales	Cenco Malls	4
	Otros	Tarjetas	
Estados Unidos Salas de venta: 0,2 mill de m <sup>2</sup>	Supermercados	The Fresh Market	170

## Chile

Los negocios que **Cencosud** lleva a cabo en Chile son los que durante 2024 aportaron más a la compañía en términos de ingresos de explotación, con un 44,8% del total corporativo a través de 412 tiendas y centros comerciales (45,3% del total en 2023). Además, es el país donde la empresa presenta la mayor diversificación en términos de fuentes de ingresos, ya que participa en supermercados, hipermercados, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, área inmobiliaria y *retail*/financiero. Dentro de los segmentos operativos que maneja la

<sup>15</sup> Incluye supermercados, *cash & carry* y tiendas de conveniencia.

compañía en el territorio, se encuentran supermercados Jumbo, Santa Isabel y Spid, la tienda de mejoramiento del hogar Easy, las tiendas por departamento Paris y 35 centros comerciales.

### Argentina

Los negocios desarrollados en Argentina representaron el 17,7% de los ingresos totales de la compañía en 2024, siendo el segundo país con mayores ventas después de Chile<sup>16</sup>.

Las marcas que maneja la empresa en Argentina son Jumbo, Disco, Vea, Easy, Blaisten y 22 centros comerciales, entre los que destaca Unicenter, uno de los más grandes de Argentina. Asimismo, es donde ha desarrollado de manera más amplia el formato de mejoramiento de hogar y construcción, con 60 puntos de venta. En 2025, adquirió Makro y Basualdo ingresando al segmento *cash & carry* en el país, incorporando 28 tiendas en 12 ciudades, además de productos de marcas propias.

### Brasil

Las actividades comienzan con la cadena de supermercados Gbarbosa, que cuenta con participación de mercado en el noreste del país y en Minas Gerais. En 2010 adquirió las cadenas Perini y Bretas. A comienzos de 2012 adquirió la cadena de supermercados Prezunic. En 2022, la compañía compró Supermercados GIGA, cadena mayorista, ingresando al Estado de Sao Paulo, el mayor mercado de Brasil y de Sudamérica. En 2024, la emisora se situó como la octava operadora a nivel nacional, habiendo alcanzado el cuarto lugar previo a la pandemia. En la actualidad cuenta con 218 locales de supermercados, y está presente en ocho estados. En noviembre de 2024, se celebró un contrato por la asociación comercial para la oferta de tarjetas de crédito por parte de Bradesco en Brasil, reemplazando el *joint venture* que funcionaba desde 2011. Durante el año 2024 las inversiones en Brasil aportaron el 11,2% de los ingresos de **Cencosud**.

En 2025, inició el proceso de venta de 54 tiendas de supermercados, 8 estaciones de servicio, un centro de distribución de la marca Bretas, en el Estado de Minas Gerais, como parte de una estrategia de rentabilización de sus activos, junto al cierre de otras tiendas de bajo rendimiento.

### 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. Durante la última década, **Cencosud** fue vendiendo partes del negocio con el objetivo de una mayor especialización y rentabilidad, como fue el caso del negocio de farmacias, Teleticket (venta de entradas) y el 51% de su negocio financiero. Además, como parte de su estrategia, el total de tiendas en el país ha ido disminuyendo, priorizando la rentabilidad y obteniendo en promedio un margen EBITDA sobre el 10% los últimos años.

Actualmente cuenta con 87 supermercados y seis centros comerciales. Todo ello lleva a que en Perú se genere el 7,9% de los ingresos totales de la sociedad.

### Colombia

La compañía tiene 16 tiendas Easy en Colombia, inauguradas a partir de 2008, en tanto que dispone de 91 tiendas de supermercados. Durante 2024 los ingresos provenientes de la operación en Colombia representaron un 6,1% del total de ventas de la compañía.

### Estados Unidos

---

<sup>16</sup> Excluyendo NIIC 29.

Durante el tercer trimestre de 2022, **Cencosud** comienza a consolidar los ingresos provenientes de la cadena de supermercados *The Fresh Market*, manteniendo una estrategia orgánica de crecimiento y alcanzando 170 tiendas a la fecha. Durante 2024, los ingresos provenientes de Estados Unidos representaron un 12,1%.

## 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 distribución estacional de las ventas, destaca la mayor participación que exhibe el último trimestre del año, alcanzando en promedio para los últimos cinco años de 25,5% de las ventas anuales, como resultado mayormente de la temporada navideña. Por el contrario, el primer cuarto del año, en el mismo período de cinco años, ha promediado un 24,6% de los ingresos consolidados (ver Ilustración 1).

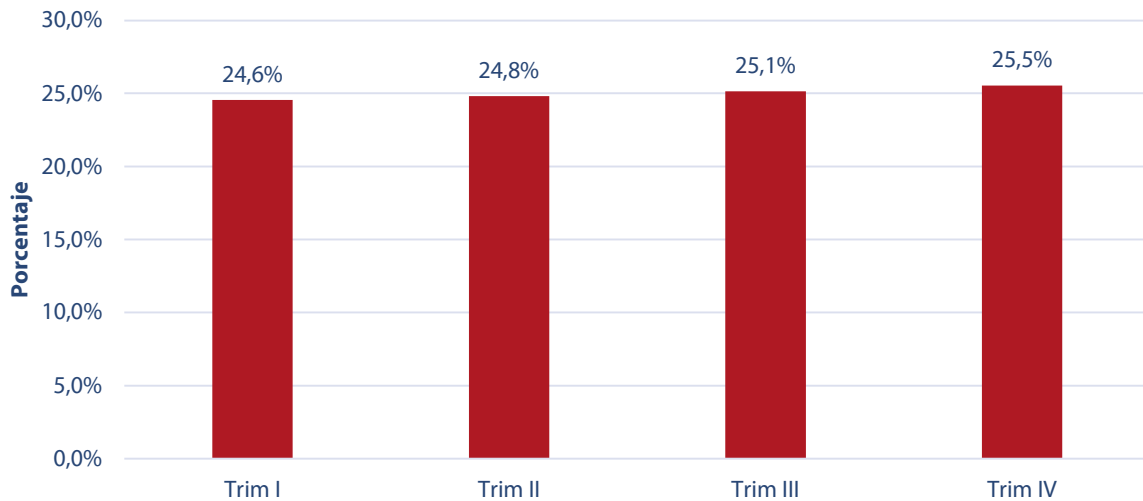
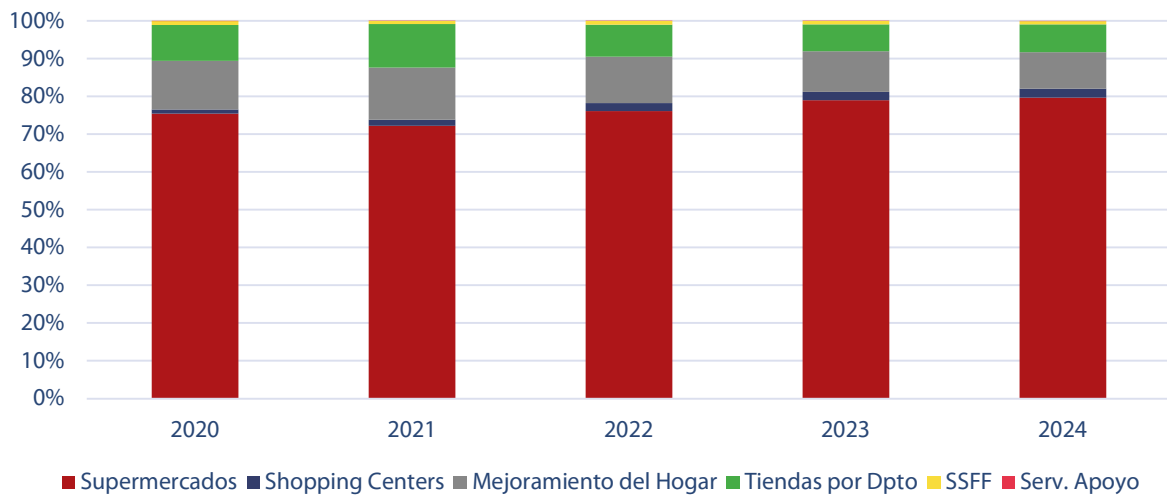


Ilustración 1: Participación Trimestral Ingresos por Venta (2020 - 2024)

Por tipo de formato, los supermercados, hipermercados, *convenience* y *cash&carry* constituyen el grueso de las ventas consolidadas de la empresa<sup>17</sup>, alcanzando durante 2024 \$ 12.792 miles de millones y un 79,7% del total de los ingresos, principalmente por la presencia en seis países y el alto número de salas de venta, siendo la distribución de ingresos del rubro un 38,9% en Chile; 15,5% en Estados Unidos; 15,0% en Argentina; 13,9% en Brasil; 9,7% en Perú y 7,0% en Colombia. Por otra parte, el mejoramiento de hogar, con \$ 1.561 miles de millones, distribuidos en un 49,4% en Chile; 45,6% en Argentina; y 5,0% en Colombia, fue el segundo rubro originador de ingresos. Las tiendas por departamento, ubicadas en Chile, contribuyeron con un 7,3% de los ingresos<sup>18</sup> (ver Ilustración 2).

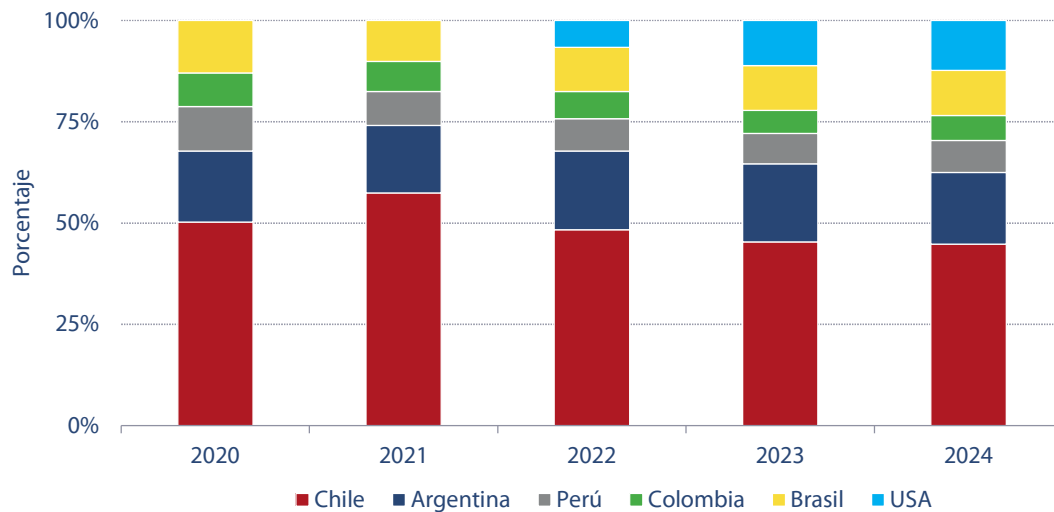
<sup>17</sup> La distribución del ingreso por líneas de negocio no se replica, necesariamente, en términos de EBITDA, en particular debido al alto margen exhibido por la actividad inmobiliaria.

<sup>18</sup> En junio de 2020, la compañía cerró su cadena de tiendas por departamento en Perú.



*Ilustración 2: Ingresos por Segmento*

Por países, Chile y Argentina son los más relevantes en términos de ingresos para la compañía, con un 44,8% y 17,7% del total, respectivamente. Cabe señalar que junto al crecimiento fuera de Argentina, el ajuste económico efectuado en este 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** y en términos de EBITDA el valor se desvaloriza dado los ajustes de economía hiperinflacionaria y tipo de cambio (ver Ilustración 3).



*Ilustración 3: Ingresos por País*

## Análisis financiero<sup>19</sup>

### Evolución de los ingresos, EBITDA y márgenes

Al año móvil finalizado en marzo de 2025 se observa un aumento real en los ingresos, impulsado principalmente por las ventas en el segmento Supermercados en todos los países donde opera la compañía, excepto Argentina. Este último golpeado por la caída en el consumo por efecto del *shock* económico implementado. Por su parte el crecimiento ocurrido principalmente en Chile y Estados Unidos fue resultado de impacto positivo en el turismo y la propuesta de valor y un crecimiento orgánico en la cantidad de tiendas, respectivamente, registrándose un aumento de 10,3% respecto a 2023. El EBITDA, por su parte, muestra un incremento de 5,6% con respecto a 2023, llegando a \$ 1.620 miles de millones, principalmente por los resultados obtenidos en Chile y, en menor medida, en Estados Unidos y Perú, obteniendo disminuciones en Brasil y Colombia, y de manera significativa, en Argentina. Analizándolo por segmentos, los crecimientos del EBITDA ocurrieron en Tiendas por departamento y Centros comerciales y se contrajeron, en Mejoramiento del hogar y, en menor medida, en Supermercados.

El margen EBITDA se ha mantenido cercano al 10,0%, aunque con una leve disminución respecto a 2022, logrando mantenerse en niveles estables y controlados en comparación con el sector de *retail* con énfasis en otros tipos de productos (no alimentos).

En la Ilustración 4, se muestra la evolución del ingreso, el EBITDA y el margen EBITDA de **Cencosud**, remarcando una estabilidad del margen que desde 2020 se sitúa en torno al 10%.

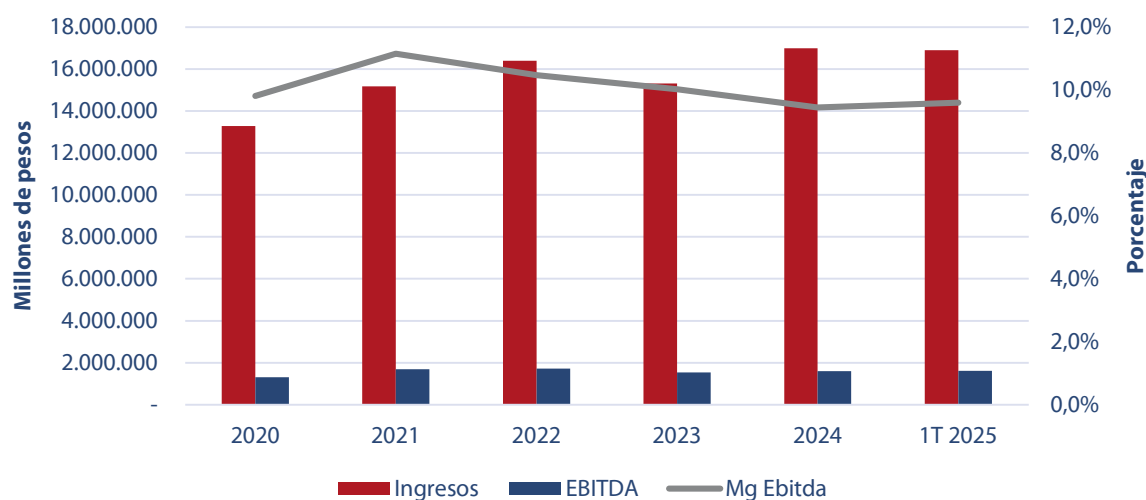


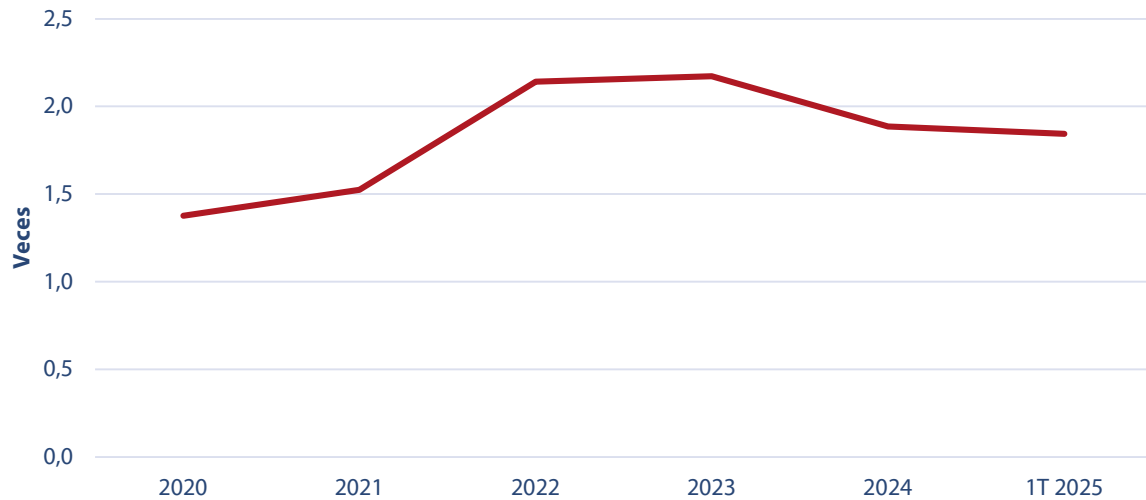
Ilustración 4: Ingresos Totales, EBITDA y Margen EBITDA

### Evolución del endeudamiento

<sup>19</sup> La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a marzo de 2025.



El *leverage* de la empresa, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, mantuvo una tendencia creciente hasta 2023, alcanzando un máximo de 2,2 veces, para empezar a disminuir durante los últimos periodos, posicionándose en las 1,8 veces en la última medición.



*Ilustración 5: Evolución pasivos exigibles sobre patrimonio*

Al inicio del periodo analizado, el indicador DF/FCLP (Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>20</sup>) mostró una disminución producto de los mayores flujos en 2021, para luego incrementarse en 2022 dada la mayor deuda por la adquisición de *The Fresh Market* mientras que, en 2023, la deuda financiera se mantuvo estable y hubo una caída menor en los flujos debido a un entorno económico más desfavorable. En 2025, hubo una disminución moderada de la deuda financiera y un incremento en la generación de flujos llegando a una relación DF/FCLP de 5,2. En el caso que no se considere el negocio financiero de Argentina dentro de la deuda consolidada, el indicador llegaría a 5,1 veces. Asimismo, el ratio DF/EBITDA muestra un valor de 3,5 veces, manteniendo una tendencia decreciente.

<sup>20</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.

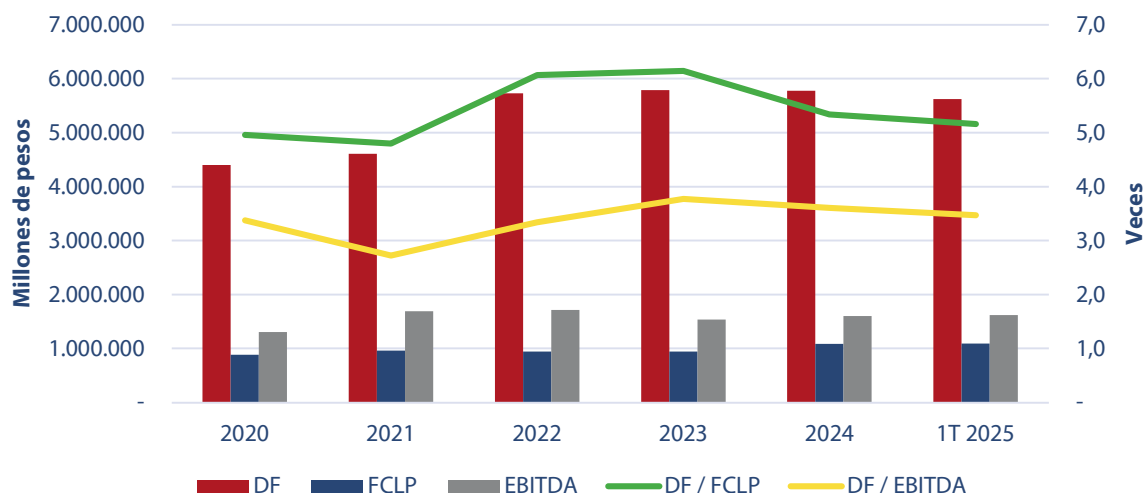


Ilustración 6: Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo

La deuda financiera de **Cencosud**, a marzo de 2025, alcanzaba los \$ 5.620 miles de millones. Se observa que los vencimientos de los pasivos son abordables con el EBITDA o flujo de caja de largo plazo de la compañía (Ilustración 7), salvo en 2027 donde existiría una situación de mayor estrechez para enfrentar los vencimientos programados para ese año. Sin embargo, considerando la trayectoria de la compañía, se estima que podría registrarse un aumento en el flujo de caja de largo plazo o, en su defecto, que la empresa tendría la capacidad de refinanciar dichos vencimientos.

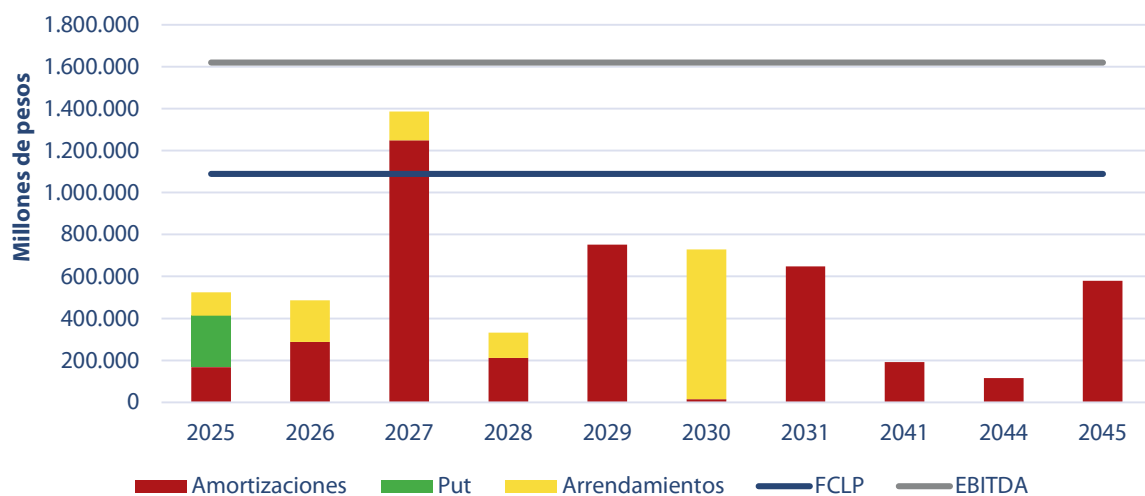


Ilustración 7: Calendario de Vencimientos<sup>21</sup>

## Evolución de la liquidez

<sup>21</sup> Los Estados financieros incluyen la cuenta "Opción 33% TFMH" en Otros Pasivos Financieros Corrientes. Además, el perfil de pago de los pasivos por arrendamientos es estimado de acuerdo a la nota 3.2.1.7 de los Estados financieros de la compañía.

En cuanto a la liquidez de **Cencosud**, medida como razón circulante<sup>22</sup>, esta ha ido disminuyendo los últimos años en niveles bajo la unidad. En la más reciente observación este indicador alcanza un nivel de 0,9 veces como se muestra en la Ilustración 8. Cabe recalcar los holgados montos de línea de crédito de los que dispone la empresa los cuales no han sido ocupados, de acuerdo con lo informado por la compañía.

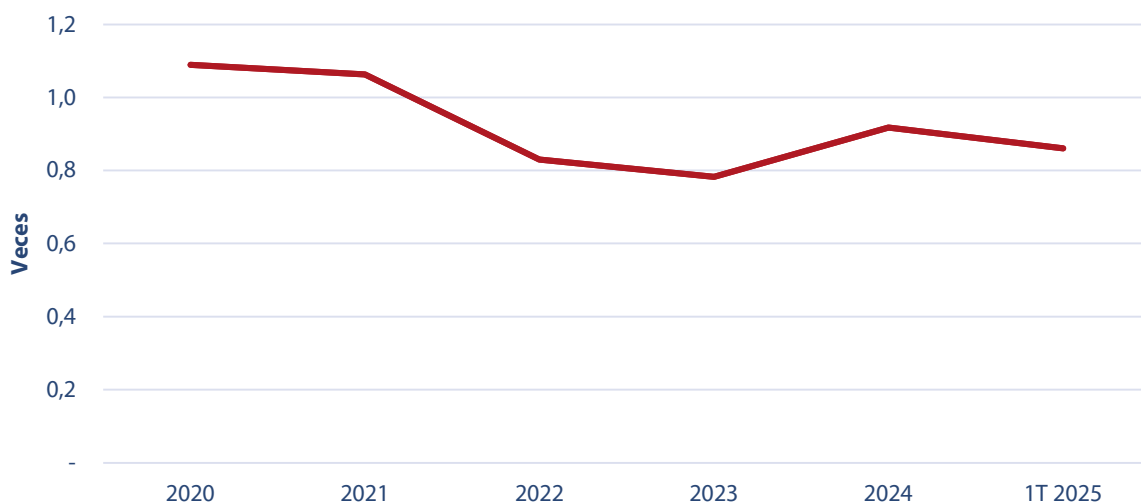


Ilustración 8: Evolución de Liquidez

## Evolución de la rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad, tanto la operacional<sup>23</sup> como del patrimonio<sup>24</sup> y de activos<sup>25</sup> mostraron una recuperación desde 2021 por la creciente apertura de centros comerciales y la gran liquidez en la población. Durante los siguientes años, hubo una normalización en los resultados, logrando niveles superiores previos a la pandemia aun en una situación más débil de consumo, finalizando con valores de 14,3%, 7,1% y 2,4%, para la rentabilidad operacional, sobre el patrimonio y sobre el activo, respectivamente (ver Ilustración 9).

<sup>22</sup> Razón circulante = activos corrientes/pasivos corrientes.

<sup>23</sup> Resultado operacional sobre activos promedio.

<sup>24</sup> Utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio.

<sup>25</sup> Ganancia (pérdida) sobre patrimonio total promedio.

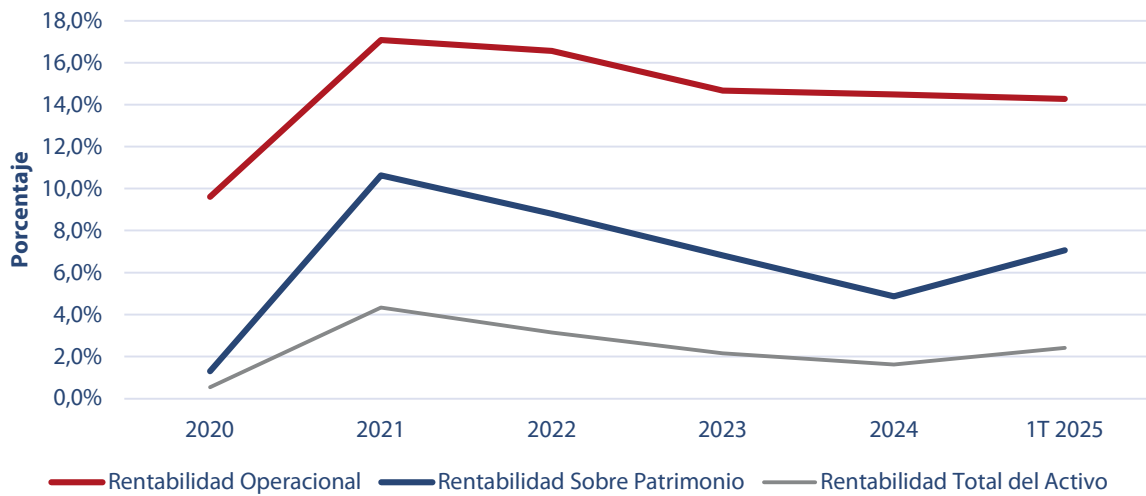


Ilustración 9: Evolución de Rentabilidad

## 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*.

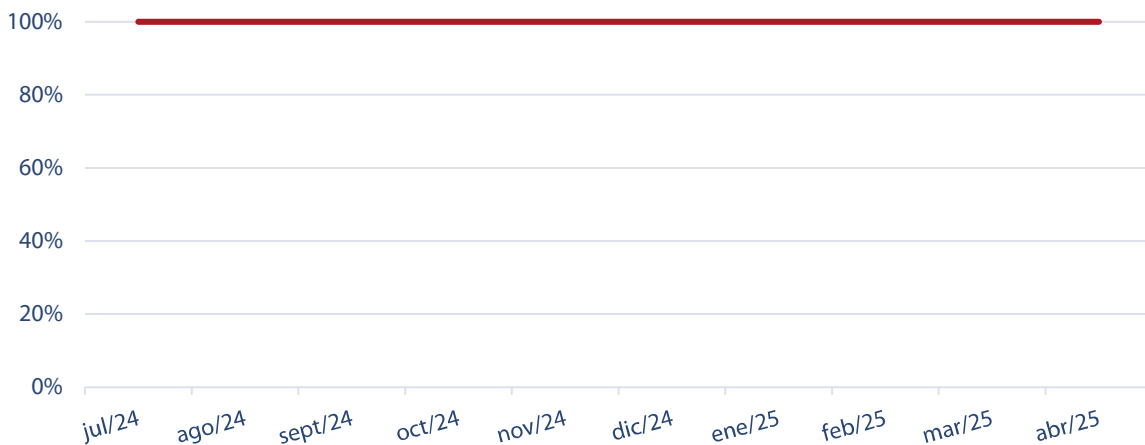


Ilustración 10: Indicadores Accionarios

## Ratios Financieros

Ratios de liquidez	2020	2021	2022	2023	2024	1T 2025
Liquidez (veces)	1,3	1,37	1,35	1,36	1,37	1,37
Razón Circulante (Veces)	1,09	1,06	0,83	0,78	0,92	0,86
Razón Ácida (veces)	0,73	0,67	0,43	0,41	0,53	0,45
Rotación de Inventarios (veces)	6,76	7,49	6,97	6,57	7,22	6,66
Promedio Días de Inventarios (días)	54,03	48,76	52,4	55,58	50,55	54,83
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	18,71	17,12	18,61	20,68	16,27	19,13
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	19,51	21,32	19,61	17,65	22,43	19,08
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,31	3,16	3,72	3,67	3,56	3,96
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	110,19	115,43	98,05	99,45	102,63	92,22
Diferencia de Días (días)	90,68	94,1	78,44	81,80	80,19	73,14
Ciclo Económico (días)	36,65	45,34	26,04	26,23	29,64	18,32

Ratios de Endeudamiento	2020	2021	2022	2023	2024	1T 2025
Endeudamiento (veces)	0,58	0,6	0,68	0,68	0,65	0,65
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,38	1,52	2,14	2,17	1,88	1,84
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,68	0,78	0,70	0,69	0,74	0,73
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,38	2,73	3,34	3,77	3,60	3,47
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,3	0,37	0,30	0,26	0,28	0,29
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	52,85%	50,97%	56,96%	59,06%	57,01%	58,52%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,20%	0,17%	0,16%	0,18%	0,19%	0,20%

Ratios de Rentabilidad	2020	2021	2022	2023	2024	1T 2025
Margen Bruto (%)	26,88%	29,18%	28,67%	29,24%	29,94%	30,04%
Margen Neto (%)	0,63%	4,20%	2,85%	2,05%	1,42%	2,18%
Rotación de los Activos (%)	93,19%	100,78%	111,47%	107,42%	109,82%	114,34%
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,54%	4,34%	3,14%	2,16%	1,61%	2,41%
Inversión de Capital (%)	63,47%	65,57%	87,68%	87,50%	77,64%	78,27%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	43,69	60,93	-22,97	-17,64	-47,88	-29,94
Rentabilidad Operacional (%)	9,62%	17,06%	16,57%	14,67%	14,49%	14,27%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	1,31%	10,63%	8,80%	6,81%	4,86%	7,06%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	73,12%	70,82%	71,33%	70,76%	70,06%	69,96%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	20,93%	18,71%	19,91%	21,60%	22,66%	22,86%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	12,39%	22,25%	24,40%	23,32%	22,29%	21,26%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	9,81%	11,16%	10,47%	10,02%	9,44%	9,60%

Otros Ratios	2020	2021	2022	2023	2024	1T 2025
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,27%	0,26%	0,34%	0,39%	0,36%	0,36%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	10,09%	9,18%	7,22%	7,25%	7,40%	0,79%
Capital sobre Patrimonio (%)	53,60%	51,16%	57,04%	55,65%	44,12%	44,96%

*“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.”*