



Clasificadora de Riesgo
HUMPHREYS LTDA.
 An affiliate of
MOODY'S INVESTORS SERVICE

CENCOSUD S.A.

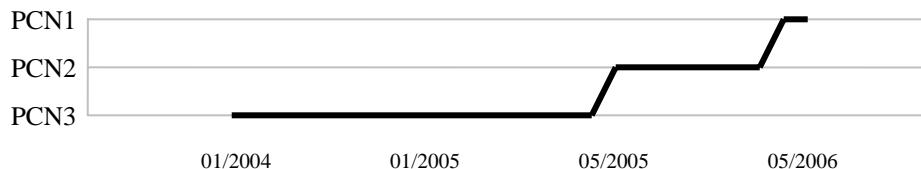
Mayo de 2006

Categoría de Riesgo y Contacto¹			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Líneas de Bonos	AA	Socio Responsable	Alejandro Sierra M.
Bonos	AA	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Línea de Ef. de Comer	Nivel 1+/AA	Analista	Harold Momberg R.
Acciones	Primera Clase Nivel 1	Teléfono	56-2-204 7293
Tendencia	Estable	Fax	56-2-223 4937
EEFF base	31 de marzo de 2006	Correo Electrónico Página Web	ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
		Tipo de Reseña	Informe anual

Clasificación Histórica: Bonos y Líneas de Bonos



Clasificación Histórica: Acciones



Número y Fecha de Inscripción de Instrumentos

Bono Series A1, A2, B1 y B2	N° 268 de 05.09.01
Línea de Bonos	N° 329 de 12.03.03
Serie C	Primera Emisión
Serie D	Primera Emisión
Línea de Efectos de Comercio	N° 012 de 11.11.03
Línea de Bonos	N° 403 de 27.01.05
Serie E	Primera Emisión
Línea de Bonos	N° 404 de 27.01.05
Serie F	Primera Emisión
Línea de Bonos	N° 443 de 21.11.05
Serie A	Primera Emisión

¹ Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") owns a minority interest in Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada ("Humphreys") and does not control the management or ratings activity of Humphreys. Moody's is not responsible or liable in any way for any ratings issued by Humphreys. Unless otherwise specified, Moody's is not responsible for any research or other information provided by Humphreys.



Clasificadora de Riesgo
HUMPHREYS LTDA.
An affiliate of
MOODY'S INVESTORS SERVICE

Cifras en Miles de \$ a Marzo de 2006	Estado de Resultados Consolidado				
	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Marzo 2006 (año móvil)
Ingreso Operacional	730.772	974.988	1.424.448	2.509.263	2.688.638
Costos De Explotación	-527.783	-717.376	-1.018.502	-1.760.638	-1.880.235
Margen Bruto	202.989	257.612	405.945	748.626	808.403
Gastos De Administración Y Ventas	-165.950	-212.363	-337.564	-610.902	-659.514
Resultado Operacional	37.039	45.249	68.381	137.723	148.889
Depreciación Y Amortizaciones	35.816	37.078	42.341	66.694	72.187
Ebitda Operacional	72.856	82.327	110.722	204.418	221.076
Resultado No operacional	18.023	204	-11.777	-10.880	-10.872
Utilidad Neta	45.539	46.745	51.847	101.547	110.385
Costos sobre ventas (%)	72,2%	73,6%	71,5%	70,2%	69,9%
Gastos sobre ventas (%)	27,8%	26,4%	28,5%	29,8%	30,1%
Resultado operacional sobre ventas (%)	5,1%	4,6%	4,8%	5,5%	5,5%
EBITDA operacional sobre ventas (%)	10,0%	8,4%	7,8%	8,1%	8,2%
Utilidad neta sobre ventas (%)	6,2%	4,8%	3,6%	4,0%	4,1%

Cifras en Miles de \$ a Marzo de 2006	Balance General Consolidado				
	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Marzo 2006
Activo Circulante	195.922	195.580	349.791	527.334	597.718
Activo Fijo	826.479	879.986	973.182	1.215.447	1.248.094
Otros Activos	79.532	82.372	88.276	582.526	612.439
Total Activos	1.101.933	1.157.937	1.411.250	2.325.308	2.458.251
Pasivo Circulante	223.542	281.122	377.524	614.547	608.697
Pasivo Largo Plazo	344.336	316.547	309.860	511.570	576.136
Interés Minoritario	17.468	19.800	10.449	69.122	87.074
Patrimonio	516.588	540.467	713.417	1.130.069	1.186.344
Total Pasivos	1.101.933	1.157.937	1.411.250	2.325.308	2.458.251

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Cencosud es la matriz del grupo de empresas que operan los supermercados Jumbo, Santa Isabel (Las Brisas y Montecarlo fueron adaptados a Santa Isabel) y Disco, las tiendas Easy y diversos centros comerciales, tanto en Chile como en Argentina. Además, en noviembre de 2005 absorbió a Empresas Almacenes París S.A., con la cual ya consolidaba estados financieros desde abril del mismo año.

Producto de la fusión por absorción, Cencosud ha pasado a ser el deudor directo de las líneas de bonos y línea de efectos comercio emitidos por Almacenes París. Estos instrumentos han sido clasificados en "Categoría AA" y "Categoría Nivel 1+/AA", respectivamente, con tendencia "Estable".

Cabe destacar que Cencosud ya consolidaba la deuda de Almacenes París y que era un hecho público la eventual fusión por absorción que se llevó a cabo. Desde esta perspectiva, la calificación de la capacidad de pago de Cencosud incorporó esta situación desde antes de la fusión legal, y por ende, la materialización de la misma no afectó el riesgo de sus títulos de deuda.

La clasificación de riesgo de los títulos de deuda de la compañía en "Categoría AA" y "Nivel 1+/AA" y de sus títulos accionarios en "Categoría Primera Clase Nivel 1" se fundamenta principalmente en las siguientes fortalezas:

- La diversidad de fuentes de sus ingresos, unido al reconocimiento de las distintas marcas que opera el *holding*;
- La adecuada selección estratégica de la compañía, que ha dado resultados tanto a nivel local como en Argentina;
- El posicionamiento de mercado de las distintas empresas en sus respectivos mercados;
- La buena ubicación de sus puntos de ventas y la elevada tenencia de terrenos propios, en desmedro de arriendos de largo plazo; y
- El fuerte desarrollo de los centros comerciales, tiendas por departamentos, hipermercados, supermercados y *homecenters* en Chile y Argentina, países donde opera.

Los riesgos y desafíos a los cuales está enfrentada la compañía y que afectan o pudieren afectar la solvencia de la misma consideran los siguientes elementos:

- La sensibilidad de la demanda a la actividad económica de los países en que opera;
- La alta exposición en Argentina, nación con un mayor riesgo país que Chile;
- Los altos niveles de competencia existentes en el sector comercio, tanto en Chile como en Argentina;
- La exposición cambiaria y a tasas de interés; y,
- El aumento en el nivel de endeudamiento, cuyo pago está supeditado al crecimiento esperado de sus flujos.

La tendencia de la clasificación de los bonos se considera *Estable*², debido a la buena capacidad demostrada por la administración en la adquisición de supermercados Disco en Argentina como en la de Empresas Almacenes París en el mercado local. Asimismo, se ha logrado traducir en resultados estas adquisiciones, aumentando considerablemente tanto sus niveles operacionales como diversificación de fuentes de ingresos. Desde esta perspectiva no se visualiza cambio en los niveles de riesgo del emisor.

Por su parte, los títulos accionarios fueron modificados en su clasificación a Primera Clase Nivel 1, máxima categoría a la cual aspiran las sociedades que transan en bolsa. A su vez, la tendencia de estos fue calificada como *Estable*, a raíz del buen desempeño de las acciones en el mercado local. A casi dos años de la colocación de los títulos en la bolsa de comercio local, han presentado niveles presencia del 100% en todos los períodos mensuales, mientras que la rotación del patrimonio anual alcanza la notable cifra de 37,4% a diciembre de 2005, hecho que se hace aún más relevante si tomamos en cuenta que la capitalización de mercado de los títulos alcanza los 3.900 millones de dólares.

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.

Categoría Nivel 1

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"+": Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Primera Clase Nivel 1

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

² Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y Fortalezas

Diversificación de ingresos: El emisor cuenta con una amplia fuente de ingresos, provenientes de la operación de supermercados, hipermercados, distribución de materiales para la construcción, centros comerciales, tiendas por departamento, banca privada, administración inmobiliaria y juegos de entretenimiento, lo cual reduce la exposición de la compañía a situaciones particulares que pudieran afectar algunos de sus negocios, aunque a su vez todos ellos están ligadas al consumo.

Selección estratégica de la compañía: La estrategia de la compañía se fundamenta en tres pilares básicos; el desarrollo de los clientes (a través de programas de fidelización), los servicios financieros y afines (tarjetas de crédito); y el propio *retail*. El desarrollo de esta estrategia, de la mano con un crecimiento explosivo tanto en ventas como en resultados, han llevado a la empresa a posicionarse por sobre la competencia a nivel de super e hipermercados, mientras que en tiendas por departamentos vislumbra un buen camino, guiado por las directrices de eficiencia en gastos de administración y ventas fijados en Paris, lo que le ha permitido tomar posiciones más competitivas, aunque sigue estando por debajo de los otros dos grandes operadores del sector, medido en participación en ventas.

Posición de mercado y reconocimiento de marca: Cencosud S.A., con las cadenas Jumbo, Santa Isabel y Las Brisas, alcanza una participación del mercado de supermercados en Chile de más del 25%. Por su parte, el centro comercial Alto Las Condes tiene una marca de reconocido prestigio en Chile, mientras que en Argentina, Easy es el líder del mercado de *homecenters*. Además, la marca "Jumbo" representa un activo intangible de reconocida valorización tanto en Chile como en Argentina. Por su parte, Easy goza de igual prestigio en Argentina y, si bien en Chile su posicionamiento es débil, no es desconocida para los consumidores. Asimismo, los centros comerciales Alto las Condes, Florida Center y Unicenter son ampliamente conocidos en los mercados de Chile y Argentina, respectivamente. En el ámbito local, Santa Isabel cuenta con una fuerte presencia en regiones, mientras que Almacenes Paris hace lo propio a nivel nacional con sus tiendas por departamento, situándose en el tercer lugar (entre las cuatro principales) con un 24% (estimación interna) de *market share* en el mercado de tiendas por departamentos, considerando los últimos 12 meses a marzo de 2006.

Ubicación y propiedad de puntos de ventas: Los supermercados Jumbo, las tiendas Easy y los centros comerciales, tanto en Chile como en Argentina, se encuentran desplazados en zonas de alta densidad poblacional o con importante potencial de crecimiento y/o con elevados niveles de ingresos. Por otra parte, la sociedad se caracteriza por una elevada tenencia de terrenos. Si bien este tipo de activo, por sí sólo no contribuye a la generación de flujos, facilita el desarrollo futuro del negocio, no genera inflexibilidad por relaciones contractuales (cierre de puntos de venta) y podría servir de respaldo para eventuales operaciones financieras; ello, sin considerar que su valor de mercado (corregido) sobrepasa ampliamente el costo histórico de los mismos. La última apuesta de Cencosud es el inicio de obras del denominado "Costanera Center", ubicado en la Portada de Vitacura, nuevo centro neurálgico de operaciones financieras de Santiago. La inversión estimada es de 300 millones de dólares, mientras que la administración asegura tener un 50% del espacio ya comprometido en arriendos a terceros.

Desarrollo de los centros de compras: Estos negocios han desplazado a los negocios tradicionales de compras (tiendas pequeñas, centro de la ciudad, almacenes y ferias) debido a, entre otros factores, su mayor oferta de servicios y productos, amplitud de horarios de atención y nivel de seguridad y comodidad. La única amenaza que vislumbra este factor es la creciente oferta de "*street centers*", impulsados principalmente por cadenas de farmacias locales, que suponen comodidad al comprador y ahorro en tiempo, en desmedro de los grandes centros comerciales.

Factores de Riesgo

Sensibilidad del consumidor ante ciclos económicos recesivos: La demanda de la industria está fuertemente ligada a la actividad económica del país. De hecho las ventas al detalle, orientadas al mercado de personas, se ven resentidas en períodos recesivos, en especial cuando se trata de productos prescindibles, lo que afecta especialmente las ventas de los centros comerciales y el comercio en general.



Clasificadora de Riesgo
HUMPHREYS LTDA.
An affiliate of
MOODY'S INVESTORS SERVICE

Exposición en Argentina: Parte importante de las inversiones del emisor se concentra en este país, el cual se vio afectado por una aguda crisis durante 2001 y el consiguiente período recesivo. De esta forma, un porcentaje significativo de sus ingresos se ha visto resentido en los últimos años. Cabe señalar, que pese al mayor riesgo del vecino país, éste ha presentado importantes signos de reactivación. Además, la empresa tuvo problemas legales en la consolidación con Disco S.A., la cadena que opera en Argentina, y la Cámara Federal de Apelaciones de Mendoza dejó en noviembre sin efecto la fusión provisoria de Jumbo y Disco, que el juez de primera instancia de Mendoza, Héctor Acosta, había autorizado en el mes de agosto de 2005. Por último, a fines del año pasado el actual presidente Néstor Kirchner solicitó a los supermercados una disminución en los precios significativa, situación a la que Cencosud accedió, debiendo renegociar posiciones con proveedores. Aunque las perspectivas de clasificación de riesgo emitidas por Humphreys son de largo plazo, sin duda que estos elementos son considerados como precedentes del mercado trasandino.

Altos niveles de competencia: La fuerte competencia que presenta el emisor en los distintos mercados en que opera, lo hacen altamente vulnerable ante decisiones equívocas en términos comerciales; a la vez que la presión en los márgenes de venta lo fuerza a crecer para mantener el posicionamiento y poder acceder a mayores economías de escala. Es importante que el emisor genere constantemente eficiencias en términos comerciales, logísticos y de manejo de inventarios. A nivel nacional, en el sector de hipermercados se está dando una fuerte competencia entre Cencosud y D&S, con fuertes planes de expansión y adquisiciones por parte de ambos. Por el lado de los centros comerciales, Alto las Condes compite directamente con Parque Arauco, el centro comercial más antiguo del país, mientras que los shopping centers de la compañía en general compiten directamente con el Grupo Plaza, el que cuenta con importante presencia a nivel nacional. Por su parte, Easy compite con Construmart y Homecenter Sodimac, líder del mercado a nivel nacional y controlado por la principal tienda de departamentos del país. Además, el desarrollo tecnológico y específicamente la masificación del uso de *Internet* en el comercio, podría llevar a un proceso de desintermediación en el mercado de bienes transables, lo que impactaría algunos negocios del emisor, especialmente en el rubro de materiales para la construcción y el negocio de centros comerciales.

Exposición cambiaria y a tasas de interés: Parte importante de las inversiones del emisor se encuentran en el extranjero, situación que hace sensible a la empresa ante fluctuaciones en las paridades cambiarias. Por el lado de los pasivos, la compañía tiene como política cubrir el riesgo originado por las variaciones de tipo de cambio sobre la posición de pasivos exigibles netos en moneda extranjera mediante operaciones *forward*. Por otra parte, a septiembre de 2005, aproximadamente el 96% de la deuda de largo plazo bancaria de la compañía que devenga intereses se encontraba pactada a una tasa de interés variable; considerando los bajos niveles de tasas de interés, la política de la compañía consiste en aprovechar la coyuntura sin cubrir el riesgo de largo plazo. A esa fecha, la deuda bancaria de largo plazo representaba el 58,36% del pasivo financiero y un 29,45% del pasivo exigible.

Aumento del Endeudamiento: el endeudamiento de Cencosud ha aumentado consistentemente durante los últimos siete años, sin embargo, últimamente las razones de endeudamiento se han visto favorecidos por la emisión de acciones durante 2004 y el aumento de capital durante 2005. A esto suma la reciente inscripción de la nueva línea a 30 años por UF 10.000.000.

Antecedentes Generales

- 1960 - nace en Chile Cencosud S.A.
- 1982 - inicia sus operaciones en Argentina, con la inauguración de un supermercado y un centro comercial.
- 1993 - se introduce en la línea de negocios de *homecenters*, con la marca "Easy" en Argentina.
- 2002 - adquiere los locales Home Depot en Argentina y los locales Proterra en Chile y durante el año 2003 toma el control de Santa Isabel S.A. y sus 75 locales y lanza la tarjeta de crédito "Jumbo Más".
- 2004 - en abril, Santa Isabel adquiere la sociedad controladora de supermercados Las Brisas, la cual contaba con 17 locales entre Arica y Puerto Varas.
- 2004 - en mayo, la compañía completa con éxito su primera emisión pública en la Bolsa de Comercio de Santiago, recaudando US\$332 millones. Simultáneamente se lanza una emisión de ADR's en la Bolsa de Nueva York.
- 2004 - en noviembre, se materializa la compra del 84,75% del paquete accionario de la cadena de supermercados Disco S.A. que hoy cuenta con 234 locales en Argentina. Por el monto cancelado se compró los derechos sobre el



Clasificadora de Riesgo
HUMPHREYS LTDA.
An affiliate of
MOODY'S INVESTORS SERVICE

99,94% de la sociedad trasandina, sin embargo existe un 15,19% de las acciones que se encuentra retenido por diversos trámites legales en Argentina. Si ellos se resuelven favorablemente para **Cencosud**, sin pago adicional para la empresa, contará con el 99,94% de la propiedad de Disco. Paralelamente a la compra de Disco en Argentina, en Chile se concreta la compra de la cadena de supermercados Montecarlo que posee 15 locales en la Región Metropolitana.

- 2005 - en marzo, adquirió el 71,16% de Empresas Almacenes Paris S.A. mediante una Oferta Pública de Adquisición de Acciones. Dicha sociedad, participa en los negocios de *retail*, servicios financieros, inmobiliarios e industrial. A fines de l mismo año se había adquirido el 100% de dicha compañía.

Activos Relevantes y Líneas de Negocios

Hasta el año 2001, los ingresos consolidados de la compañía se concentraban en Argentina (representando más de un 70%), situación que se revertió el año 2002 luego de la crisis en Argentina, cuando los ingresos de explotación de Chile representaron un 57% de los ingresos totales. Hoy Chile representa un 64,7% de los ingresos consolidados de la compañía.

Chile	Superficie de Ventas			Cifras del Primer Cuarto (en MMS\$)								
	M2 Superficie de Ventas	Locs.	M2 por Local	Ventas			Costos			Margen Bruto		
				MM\$	País	Cons.	MM\$	País	Cons.	MM\$	País	Cons.
Jumbo	139.360	17	8.198	128.252	28,8%	18,7%	92.406	29,1%	19,0%	35.846	28,0%	18,0%
Santa Isabel	157.172	106	1.483	136.717	30,7%	19,9%	103.379	32,6%	21,2%	33.338	26,1%	16,8%
Easy	175.133	20	8.757	43.283	9,7%	6,3%	32.085	10,1%	6,6%	11.198	8,8%	5,6%
Paris	119.348	22	5.425	95.060	21,4%	13,9%	73.370	23,1%	15,1%	21.690	17,0%	10,9%
Centros	224.857	7	32.122	10.141	2,3%	1,5%	1.805	0,6%	0,4%	8.336	6,5%	4,2%
Crédito				31.464	7,1%	4,6%	14.049	4,4%	2,9%	17.415	13,6%	8,8%
Chile	815.870	172	4.743	444.917	100,0%	64,9%	317.094	100,0%	65,1%	127.823	100,0%	64,3%
Argentina				MM\$	País	Cons.	MM\$	País	Cons.	MM\$	País	Cons.
Jumbo	125.369	13	9.644	45.261	18,8%	6,6%	32.180	18,9%	6,6%	13.081	18,5%	6,6%
Disco	293.020	234	1.252	133.089	55,3%	19,4%	96.637	56,9%	19,8%	36.452	51,5%	18,3%
Easy	253.180	26	9.738	54.754	22,7%	8,0%	36.045	21,2%	7,4%	18.709	26,4%	9,4%
Centros	208.646	12	17.387	7.629	3,2%	1,1%	5.036	3,0%	1,0%	2.593	3,7%	1,3%
Argentina	880.215	285	3.088	240.733	100,0%	35,1%	169.898	100,0%	34,9%	70.835	100,0%	35,7%
Consolidado	1.696.085	457	3.711	685.650			486.992			198.658		

Chile

➤ División Supermercados

El emisor cuenta con 17 hipermercados Jumbo en Chile, nueve en la Región Metropolitana y ocho en regiones, totalizando 139.360 metros cuadrados de sala de ventas.

Por el lado de los supermercados, de formato más pequeño que los hipermercados, **Cencosud** opera 106 locales Santa Isabel, con un total de 257.172 metros cuadrados.

➤ División Homecenters

A marzo de 2006, el emisor cuenta con 20 locales *homecenters* en Chile, siete en Santiago y trece en regiones, con lo que totaliza una superficie de salas de ventas de 175.133 metros cuadrados.

➤ División Centros Comerciales

Cencosud tiene cuatro centros comerciales en Santiago: Alto Las Condes, Portal de La Reina, Florida Center y Portal La Dehesa; además de tres centros comerciales en regiones: Nuevo Centro en Rancagua, Portal Temuco y Portal Viña. De esta forma, el emisor cuenta con una superficie arrendable de 224.857 m².

➤ División Tiendas por Departamentos



Clasificadora de Riesgo
HUMPHREYS LTDA.
An affiliate of
MOODY'S INVESTORS SERVICE

A marzo de 2006, el emisor cuenta con 22 puntos de venta Paris en Chile, con una superficie de ventas de 119.348 metros cuadrados.

Argentina

➤ División Supermercados

El emisor posee trece hipermercados Jumbo en Argentina, diez en Buenos Aires, uno en Neuquén, uno en Mendoza y uno en Rosario, con los que totaliza 125.369 m² de superficie de ventas.

Por su parte, a través de la cadena Disco, **Cencosud** cuenta con 235 supermercados en las provincias del noroeste argentino. Disco es la segunda mayor operadora de supermercados en Argentina, con una superficie de ventas de 293.020 m².

➤ División Homecenters

El emisor cuenta con 26 locales *homecenters* en Argentina, 19 en Buenos Aires, dos en Córdoba, uno en San Juan, uno en Neuquén, uno en Mendoza, uno en Rosario y otro en Tucumán, todos los cuales suman un total de 253.180 m² de superficie de ventas. Easy en Argentina es el pionero y líder del mercado.

➤ División Centros Comerciales

Cencosud es el operador más grande de *malls* en Argentina, donde posee doce centros comerciales, nueve en Buenos Aires y sus alrededores, uno en Mendoza, uno en Neuquén y otro en Rosario, los cuales totalizan una superficie arrendable de 208.646 m².

Proyectos en Desarrollo

Actualmente, la compañía se encuentra inmersa en un fuerte plan de inversiones, coherente con su estrategia de crecimiento permanente a través de la apertura de nuevos locales. De esta forma, los proyectos más importantes para el presente año suponen desembolsos de 65,7 millones de dólares en Chile, mientras que la cifra en Argentina es de 30,3 millones. A su vez, cabe destacar el inicio de las obras del *Costanera Center*, cuya inversión bordea los 300 millones de dólares.

Antecedentes del Mercado

Chile

➤ Supermercados

La industria de supermercados es el canal de distribución más importante de productos de consumo masivo en la actualidad, el que ha estado aparejado al aumento del ingreso *per cápita* desde la década de los ochenta y a una expansión de los supermercados.

La industria de supermercados en Chile es altamente competitiva, con una tendencia a la baja en los márgenes de venta y a la consolidación del sector hacia grandes cadenas de distribución. A esto se añaden los planes de expansión de los distintos actores del mercado, sin descartar la entrada al mercado local de nuevas cadenas internacionales. Prueba de ello son las recientes adquisiciones de Santa Isabel, Las Brisas y Montecarlo por parte de **Cencosud**, la compra de Carrefour por parte de D&S y la de supermercados San Francisco por parte de Falabella. Así, los principales operadores supermercadistas en el mercado chileno son D&S y **Cencosud**.

Entre las tendencias de este sector destaca la oferta de productos de "marcas propias", consistente en ofrecer productos a una relación precio–calidad muy competitiva, aprovechando el ahorro de costos por no invertir en publicidad. Este segmento ha mostrado un fuerte crecimiento y se estima posee un potencial de desarrollo relevante, especialmente considerando la tendencia a la baja de los márgenes de venta de los supermercados.

➤ **Homecenters**

El mercado de distribución de productos para el mejoramiento y mantenimiento del hogar y materiales para la construcción se estima del orden de los US\$ 4.000 millones anuales y ha presentado en los últimos diez años, salvo en 1998 y 1999 en que hubo una contracción en las ventas, tasas de crecimiento entre un 5% y un 10% anual. De las ventas de la industria, se estima que alrededor del 45% corresponde a mejoramiento del hogar, 23% a reparaciones y mantenciones y un 32% a obras nuevas.

Este mercado, en términos de demanda, es altamente atomizado, en especial en el segmento relativo a reparaciones, mantenimiento y mejoramiento. No obstante, en lo que respecta al rubro asociado a nuevas obras, se pueden identificar algunos agentes relevantes en cuanto a volúmenes de compra.

En cuanto a la oferta, se distingue una amplia gama de proveedores, mucho de ellos especializados y/o de muy baja importancia relativa a nivel global.

Sodimac, del grupo Falabella, se ha posicionado como el líder del mercado, ello gracias a su relevante participación en el segmento de ventas al detalle y de ventas a empresas medianas y pequeñas.

➤ **Centros Comerciales**

Parque Arauco *Shopping Center*, el primer centro comercial o *mall* de Chile, se inauguró en Santiago en 1981 y desde entonces se han inaugurado más de una docena de nuevos centros comerciales a lo largo del país.

Los principales operadores de centros comerciales son el Grupo Plaza, **Cencosud** y Parque Arauco y en menor medida el grupo Calderón, Cavarrubias y Rabié entre otros. Ellos, disputan un mercado de constante crecimiento que se basa en el sostenido aumento del ingreso *per cápita* de los chilenos y las características propias de los centros comerciales como la mayor amplitud de horarios de atención, la seguridad, la comodidad y la diversidad de productos en un solo lugar, lo que permite comparar precios con mayor facilidad y ahorrar tiempo en dicha tarea. Esta mayor diversidad en la oferta de productos ha alcanzado no sólo tiendas por departamentos y supermercados sino que también incluye *homecenters*, restaurantes, centros de entretenimiento y cines, entre otros. De esta forma, ha habido un cambio en los hábitos de los consumidores que ha relegado a los locales tradicionales de comercio, tales como tiendas pequeñas y centro de las ciudades.

Argentina

➤ **Supermercados**

En el período entre 1999 y 2002, Argentina se vio envuelta en una cruda crisis financiera, de la cuál ya está dando signo de revitalización. Ante el escenario favorable de crecimiento, nuestra postura es cautelosa en cuanto a evaluación de los resultados en el vecino país, dando prioridad a los flujos generados en Chile.

Los principales competidores en este mercado en Argentina son las cadenas Carrefour, Coto, Disco, Hiper Libertad, Jumbo, Norte y Wall-Mart, los que en conjunto manejan alrededor del 60% del sector según cifras a diciembre de 2005.

➤ **Homecenters**

El mercado de *homecenters* en Argentina es altamente atomizado. El líder, Easy, no presenta competencia directa, por lo que competencia está conformada por especialistas por rubro: Madergold (maderas), Pinturerías del Centro (pinturas) y Blaisten (cerámicas) y por competidores según presencia geográfica: Hiper Tehuelche en el sur (Comodoro Rivadavia, Bariloche y Bahía Blanca).

Junto con la recuperación en Argentina, se espera que el crecimiento del sector de distribución de productos para la construcción y el mejoramiento del hogar tenga un significativo crecimiento si se considera que el mercado potencial se estima entre 2% y 3% del PIB, esto es, US\$ 3.000 millones, situación que parece empezar a retomarse.

➤ **Centros Comerciales**

A diciembre de 2004, Argentina contaba con 56 *malls*, 32 de ellos ubicados en la provincia de Buenos Aires, donde se concentra la tercera parte de la población del país y cerca de la mitad del PGB.

Los dos mayores operadores de centros comerciales en el vecino país son Cencosud e Irsa/Alto Palermo Centros Comerciales, los que en conjunto abarcan cerca del 60% de la superficie bruta arrendable en *malls*. Mientras Cencosud es el mayor operador de *malls* a nivel nacional, en Capital Federal Irsa/Alto Palermo es el líder, donde opera cuatro de sus seis *malls*.

Empresas Paris

Empresas Almacenes Paris es una empresa de más de 100 años de experiencia en el sector *retail* y más de 30 en el negocio financiero. A fines de marzo de 2005, Cencosud S.A. adquirió el 72,49 % de las acciones de Empresas Almacenes Paris S.A., cuyos resultados financieros a septiembre del año en curso han sido incluidos en los estados financieros de Cencosud.

La sociedad adquirida tiene como filiales a Banco Paris y la sociedad Almacenes Paris Comercial S.A. Esta última a su vez, consolida con las sociedades Administradora de Créditos Comerciales Acc S.A., Administradora de Servicios Integrales ASIN S.A., Umbrale S.A. y Viajes Paris S.A.

Reseña Histórica

La empresa tiene su origen en la empresa Mueblería París creada en 1900. Cincuenta años más tarde cambia de nombre a Almacenes Paris.

En 1980 se da inicio al *retail* a crédito en Chile mediante la creación de la Tarjeta Paris. En 1996 la sociedad se inscribe en la SVS y se abre a la Bolsa de Valores.

En el año 2004 cambia la propiedad de la empresa con la entrada de Quiñenco y Consorcio junto a Jorge Gálmez. Este mismo año empieza a operar Banco Paris, con una cartera cercana a los MM\$ 100 y 36 sucursales.

A fines de marzo de 2005, la propiedad vuelve a cambiar, pasando a manos de Cencosud, al alcanzar una participación accionaria de 72,49%. Por su parte Jorge Gálmez, a través de Mehuin S.A. es el principal copropietario al reunir el 27,12% de la propiedad. Cabe señalar que Cencosud y Mehuin tienen un Pacto de Accionistas para administrar en conjunto la sociedad.

Líneas de Negocios

➤ **División Retail**

En los últimos cinco años, París ha más que duplicado su número de tiendas, pasando de 10 locales en el año 1999 a 22 a fines del año 2005, con lo que alcanza una superficie de ventas de 119.348 m².a diciembre de 2005.

Considerando sólo las ventas de las tres principales cadenas de tiendas por departamento, se estima que Falabella tendría una participación cercana al 41%, mientras que Ripley y Almacenes Paris se llevarían respectivamente un 31% y 28% del mercado.

➤ **División Servicios Financieros**

En esta división se incluyen tanto el negocio de la Tarjeta Paris como el de agencia de viajes y corretaje de seguros; negocios que aportan respectivamente el 71,4%; 7,8% y 20,8% de los ingresos de explotación de la división.

La Tarjeta Paris es utilizada en casi un 75% de las ventas realizadas por la División Retail además de una proporción de las ventas de las tiendas asociadas como Cruz Verde, Smartcom y Shell, entre otras. Así, los tarjeta-habientes adeudan



Clasificadora de Riesgo
HUMPHREYS LTDA.
An affiliate of
MOODY'S INVESTORS SERVICE

en promedio una cifra cercana a los \$ 122.000. Actualmente cuenta con 2,6 millones de tarjetas habilitadas, de las cuales 1,3 millones registran saldos al cierre del período.

Banco Paris

Como es habitual, las instituciones financieras no consolidan en los estados financieros de sociedades no financieras. Es decir, los estados financieros de Banco Paris no se incluyen en la consolidación de Cencosud.

A octubre de 2005 los activos totales de Banco Paris sumaban MM\$ 170.922 y las colocaciones de totales de Banco Paris alcanzaban los MM\$ 130.843, de las cuales se provisiona el 4,07%. De las colocaciones totales, el 99,63% correspondían a préstamos de consumo, los que representan al 2,5% de los préstamos del consumo del sistema bancario.

A similar fecha, el capital y reservas de Banco Paris alcanzaba a los MM\$ 16.412 y la utilidad a octubre era MM\$ 3.550. Así, su rentabilidad sobre el patrimonio ROE era de 21,63% mientras la del mercado era de 15,26%.

Por su parte, el índice Basilea³ a octubre de 2005 era de 10,16% en circunstancias que el del mercado era de 13,32%.

Objetivos para el año 2006

Empresas Almacenes Paris, como miembro del grupo de empresas Cencosud, centrará sus esfuerzos en la integración de las operaciones con su nueva sociedad matriz, principalmente en lo referente a la tarjeta de crédito Paris y al aprovechamiento de sinergias en el abastecimiento de insumos.

Así mismo, se perseguirá la consolidación de las marcas propias y aumentar las ventas de la sección vestuario. Se abrirán seis nuevas tiendas y se aumentarán las asociaciones con otras empresas para dar crédito a los clientes de ellas a través de la Tarjeta Paris.

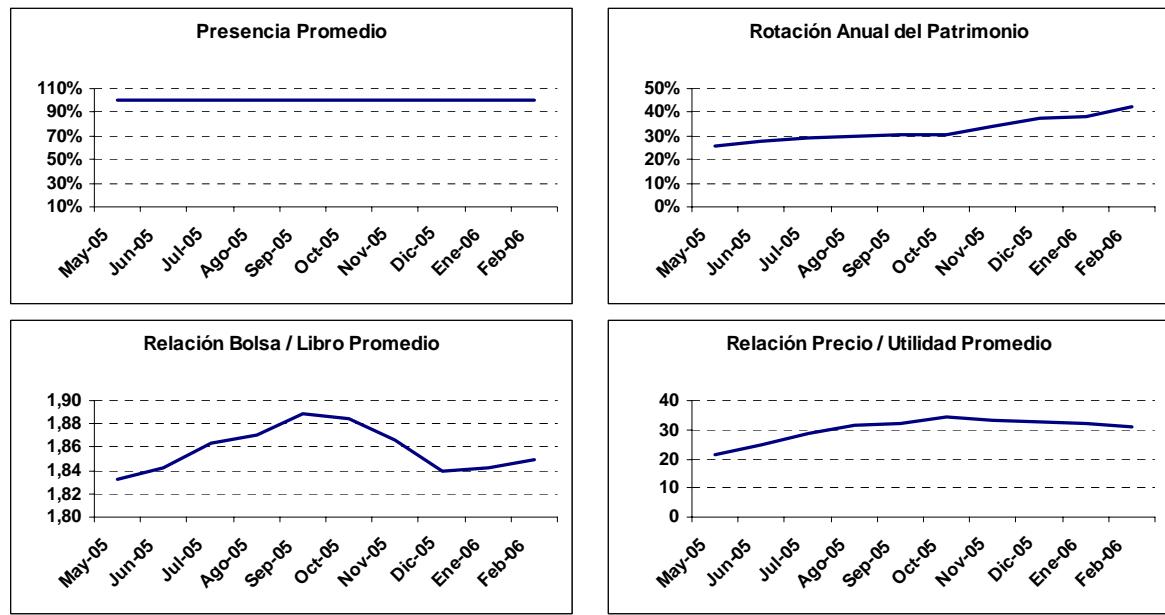
Propiedad

El socio controlador de Cencosud S.A. es Horst Paulmann Kemna, quien como persona natural mantenía al 30 de septiembre de 2005 el 3,03% de las acciones de la sociedad, a la vez que poseía el 31,58% a través de la sociedad Quinchamalí S.A. y el 29,85% a través de Inversiones Latadía S.A.

Desempeño Bursátil

La compañía ha logrado mantenerse en un promedio de 100% de presencia bursátil a nivel local desde su emisión, mientras que los volúmenes transados durante el último año han alcanzado más de un 40% del valor del patrimonio bursátil total de la compañía. A su vez, la relación bolsa / libro alcanzó su *peak* en septiembre de 2005 llegando a 1,89 veces, mientras que la relación precio utilidad alcanzó su máximo valor en octubre del mismo año, situándose en 34,2 veces, suponiendo una utilidad al inversionista de 2,92% anual.

³ Razón entre Patrimonio Efectivo y Pasivos Ponderados por Riesgo, el cual debe ser mayor que 10% para las instituciones con patrimonio superior a UF 600.000. Si el patrimonio es inferior a dicha cifra, el índice debe ser superior a 12%.



Estados Financieros Consolidados a Marzo de 2006

Durante los tres primeros meses de 2006, Cencosud S.A. generó ingresos de explotación por MM\$ 696.281 (cerca de 1.326 millones de dólares⁴), lo que representa un crecimiento real de 34,7% con respecto a igual período del año anterior.

En el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de MM\$ 492.622, lo que significó un crecimiento real de 32,1% con respecto a los tres primeros meses del año 2005.

Los gastos de administración y venta sumaron MM\$ 171.613 entre enero y marzo de 2006, en comparación a los MM\$ 123.001 de igual período de 2005 (expresado en moneda de marzo de 2006), implicando un crecimiento real de 39,5%.

El resultado de operación de este período ascendió a MM\$ 32.047 y el resultado final del ejercicio a una utilidad de MM\$ 15.326. Esto representó, respectivamente, un crecimiento real de 53,5% y del 136,2%, en relación a los tres primeros meses de 2005.

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

⁴ Dólar estimado en \$525.



Clasificadora de Riesgo
HUMPHREYS LTDA.
An affiliate of
MOODY'S INVESTORS SERVICE

	Mar-03	Jun-03	Sep-03	Dic-03	Mar-04	Jun-04	Sep-04	Dic-04	Mar-05	Jun-05	Sep-05	Dic-05	Mar-06
1.- LIQUIDEZ													
Liquidez (veces)	1,47	1,46	1,45	1,43	1,45	1,45	1,45	1,46	1,45	1,46	1,46	1,48	1,48
Razón Circulante (Veces)	0,85	0,81	0,74	0,70	0,68	0,80	0,96	0,93	0,84	0,80	0,79	0,86	0,98
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,85	0,81	0,74	0,69	0,67	0,79	0,96	0,92	0,84	0,80	0,79	0,86	0,98
Razón Ácida (veces)	0,55	0,49	0,41	0,38	0,37	0,50	0,65	0,62	0,54	0,49	0,47	0,52	0,60
Rotación de Inventarios (veces)	7,54	7,30	7,04	7,70	8,02	8,46	8,65	8,51	8,73	8,53	8,28	8,32	7,98
Promedio Días de Inventarios (días)	48,38	50,03	51,84	47,41	45,52	43,12	42,22	42,91	41,80	42,78	44,09	43,89	45,73
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	18,85	18,38	18,21	18,35	19,73	20,19	20,80	20,53	20,26	15,21	12,74	11,29	10,18
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	19,36	19,86	20,04	19,90	18,50	18,08	17,55	17,78	18,01	24,00	28,64	32,33	35,85
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,13	4,15	4,01	4,11	4,08	4,10	4,27	4,27	4,32	4,48	4,55	4,76	4,93
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	88,34	87,92	90,98	88,84	89,45	88,99	85,42	85,55	84,51	81,44	80,24	76,70	74,06
Diferencia de Días (días)	68,98	68,07	70,93	68,94	70,95	70,92	67,87	67,77	66,50	57,44	51,60	44,37	38,21
Ciclo Económico (días)	-20,60	-18,04	-19,09	-21,53	-25,43	-27,79	-25,65	-24,86	-24,69	-14,66	-7,51	-0,48	7,52
2.- ENDEUDAMIENTO													
Endeudamiento (veces)	0,51	0,50	0,51	0,52	0,53	0,51	0,49	0,49	0,48	0,49	0,50	0,48	0,48
Passivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,03	1,01	1,05	1,07	1,11	1,05	0,94	0,95	0,91	0,98	0,98	0,94	0,93
Passivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,69	0,75	0,84	0,89	0,99	1,08	1,07	1,22	1,43	1,34	1,26	1,20	1,06
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,63	4,14	3,73	3,84	3,67	3,33	3,11	2,89	2,93	2,91	3,03	2,73	2,70
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,22	0,24	0,27	0,26	0,27	0,30	0,32	0,35	0,34	0,34	0,33	0,37	0,37
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	55,4%	54,4%	53,6%	52,9%	52,4%	50,3%	47,8%	46,5%	46,6%	47,2%	48,4%	49,6%	50,4%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Veces que se gana el Interés (veces)	3,08	3,08	3,35	3,19	2,55	2,60	2,13	2,41	2,21	2,50	2,85	5,02	4,63
3.- RENTABILIDAD													
Margen Bruto (%)	27,0%	27,0%	27,2%	26,4%	27,3%	27,7%	27,7%	28,5%	28,4%	28,9%	29,2%	29,8%	30,1%
Margen Neto (%)	6,2%	5,7%	5,4%	4,8%	4,0%	4,0%	3,3%	3,6%	3,0%	3,0%	3,6%	4,0%	4,1%
Rotación del Activo (%) *	67,6%	72,2%	76,1%	84,2%	90,1%	94,1%	97,0%	100,9%	102,0%	106,2%	106,4%	107,9%	109,4%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	3,6%	3,8%	3,2%	3,7%	3,0%	3,2%	3,8%	4,4%	4,5%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	3,6%	3,8%	3,2%	3,7%	3,0%	3,2%	3,8%	4,4%	4,5%
Inversión de Capital (%)	1,54	1,53	1,55	1,57	1,59	1,48	1,38	1,34	1,22	1,19	1,11	1,01	0,98
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-21,40	-17,77	-12,54	-11,40	-10,65	-17,37	-101,21	-51,36	-22,40	-18,80	-18,44	-28,77	-244,88
Rentabilidad Operacional (%)	3,0%	3,5%	4,7%	4,2%	4,6%	4,9%	4,5%	5,2%	5,4%	6,2%	6,5%	7,9%	8,1%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	8,5%	8,3%	8,5%	8,3%	7,6%	7,8%	6,2%	7,2%	5,8%	6,4%	7,6%	8,5%	8,7%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	68,2%	68,5%	68,9%	69,8%	69,2%	69,0%	69,0%	68,5%	68,8%	68,5%	68,3%	67,8%	67,6%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	73,0%	73,0%	72,8%	73,6%	72,7%	72,3%	72,3%	71,5%	71,6%	71,1%	70,8%	70,2%	69,9%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	22,8%	22,4%	21,4%	21,8%	22,6%	22,9%	23,3%	23,7%	23,7%	24,0%	24,4%	24,3%	24,5%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	5,7%	6,6%	9,0%	8,1%	9,0%	9,3%	8,3%	9,4%	9,1%	10,1%	10,0%	11,5%	11,7%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos	9,0%	9,1%	9,7%	8,4%	8,3%	8,2%	7,7%	7,8%	7,4%	7,6%	7,5%	8,1%	8,2%
4.- OTROS INDICADORES													
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,4%	0,7%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	48,4%	49,8%	48,7%	48,1%	46,2%	45,2%	46,4%	45,3%	42,9%	38,2%	34,9%	32,6%	31,0%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	2,5%	2,7%	2,9%	3,2%	1,9%
Capital sobre Patrimonio (%)	25,8%	25,3%	25,3%	25,4%	25,5%	30,3%	34,5%	38,0%	41,9%	42,0%	43,7%	44,8%	45,4%

Notas:

- Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros, y corresponden a años móviles.
- La metodología del cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web, en la sección "Categorías y Procedimientos de Clasificación", en el archivo "Metodología de cálculo de los indicadores y Desempeño Bursátil".