

Tras autorización de SBIF para asociación entre Scotiabank y Cencosud

Humphreys ratifica la clasificación y la tendencia de los títulos de deuda de Cencosud

Santiago, 17 de abril de 2015. **Humphreys** ratifica clasificación de riesgo de los bonos de **Cencosud S.A.** en "Categoría AA-" y los títulos accionarios en "Primera Clase Nivel 1". La tendencia también se mantiene "Estable" para todos los instrumentos.

Se ha tomado conocimiento que la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras ha aprobado la asociación entre el emisor y The Bank of Nova Scotia y Scotiabank Chile (en adelante Scotiabank), alianza que tiene por objeto el desarrollo conjunto del negocio de *retail* financiero en Chile.

De acuerdo con lo señalado por **Cencosud**, los términos de la asociación implicarán una reducción de su deuda financiera por aproximadamente US\$ 1.000 millones. Mediante esta operación, Scotiabank tendrá acceso a una cartera de más de 2,5 millones de clientes, en tanto que **Cencosud** espera potenciar los servicios financieros que ofrece a sus clientes sin necesidad de destinar recursos propios y/o usar endeudamiento.

Como se señaló en nuestro comunicado de junio de 2014, con motivo del anuncio de esta operación, no obstante sus aspectos positivos -como, por ejemplo, traspasar el negocio crediticio a una entidad especializada en la materia y disminuir la relación entre pasivo exigible y patrimonio- la clasificadora ha resuelto mantener la clasificación de riesgo de los instrumentos de **Cencosud**, atendiendo a:

- El análisis y proceso de evaluación siempre incorporó que el emisor participa fuertemente en el negocio de comercio minorista -con énfasis en supermercados, pero con presencia también en tiendas por departamentos y en mejoramiento de hogar- sin embargo, ello no ha sido impedimento para reconocer la presencia de **Cencosud** en el negocio inmobiliario y financiero, ambos sujetos a mayores niveles de apalancamiento que el *retail*.
- En consecuencia con lo anterior, **Humphreys** siempre entendió que parte de la deuda del emisor estaba destinada a financiar las cuentas por cobrar a sus clientes y, desde esa perspectiva, sus evaluaciones consideraban que dichos pasivos debían ser respaldados y calzados con los activos correspondientes y no con el EBITDA de la empresa, tal como se exige a cualquier institución del ámbito financiero. En sus evaluaciones internas, para efecto del negocio de *retail*, la clasificadora siempre utilizó la deuda financiera neta de los préstamos activados, previo ajuste por la calidad de la cartera crediticia.
- De esta manera, la disminución de pasivos que alcanza, aproximadamente, a US\$ 1.000 millones, tiene aparejado la eliminación de cuentas por cobrar por más de US\$ 735 millones, que generaban un flujo mensual relativamente estable y con buen comportamiento de pago en relación con colocaciones de similares características. **Humphreys**, en la categoría de riesgo asignada, reconoce, además, la capacidad de control operativo que se ejercía en el negocio financiero.

- Como se señaló en su oportunidad, **Humphreys** entiende que el negocio financiero permite un nivel de apalancamiento financiero superior comparado con la actividad de supermercados, tiendas por departamentos y mejoramiento del hogar.
- Por otro lado, persisten los desafíos de la administración en cuanto a gestionar exitosamente un negocio que se torna más complejo, en particular por la necesidad de imponer una cultura organizacional y de trabajo en países con diferencias en las costumbres comerciales, hábitos de consumidores y políticas públicas, entre otras.

Para **Humphreys** es importante puntualizar que el nivel de endeudamiento de **Cencosud** debe ser evaluado sobre la base de los negocios concretos desarrollados por el emisor. Por ello, es relevante reconocer que si bien la empresa participa en el comercio minorista, también mantiene una presencia no menor en el área inmobiliaria, negocio más intensivo en el uso de apalancamiento financiero (al igual que el negocio financiero).

Si se analizan los datos del año 2014, se observa que la relación deuda financiera a EBITDA fue de 4,2. Puede parecer elevado para el *Retail*, sin embargo, **Cencosud** participó en negocios tan diversos como venta de supermercados, tiendas por departamento, mejoramientos de hogar, préstamos a clientes y centros comerciales.

En efecto, si se estima que la deuda assignable al negocio de ventas al por menor (supermercados, tiendas por departamentos y mejoramiento de hogar) sería de aproximadamente \$ 1.330 miles de millones, para un EBITDA de aproximadamente \$ 565 miles de millones, se obtiene una relación DF/EBITDA de 3,2 veces (nivel totalmente administrable para una empresa con las fortalezas estructurales de **Cencosud**).

En consecuencia, a juicio de **Humphreys**, los principales riesgos de **Cencosud** no están asociados directamente con su nivel de deuda, sino más bien a la exposición en Argentina, país que representa el 30,3% de su EBITDA¹. Por eso, es relevante que **Cencosud** mantenga un perfil de deuda que reconozca que sólo dispone del 67,3% de su EBITDA para pagar deuda, realizar inversiones y repartir dividendos. El vencimiento de sus pasivos, en opinión de la clasificadora, incorpora claramente esta situación, al menos hasta el año 2020; para los años 2021 y 2023 se estima que el emisor debiera, en alguna medida, recurrir a refinanciamiento, sin desconocer que a esa fecha la generación de flujos podría mejorar por la entrada en operación plena de Costanera Center, un aumento en la rentabilidad del sector comercial y, tampoco se puede descartar, un proceso de normalización de la economía argentina.

Durante 2014 la empresa alcanzó ventas consolidadas por más de US\$ 17.653 millones. En igual período, el EBITDA alcanzó US\$ 1.236 millones, lo que representa una caída de 0,5% respecto del mismo período de 2013. A diciembre de 2014, en tanto, la deuda financiera ascendió a aproximadamente US\$ 5.137 millones.

Cencosud es un *holding* que opera en los los segmentos de supermercados, tiendas de departamentos, de mejoramiento del hogar, servicios financieros y shopping centers en Chile (3758 locales), Argentina (362 locales), Brasil (219 locales), Perú (100 locales) y Colombia (112 locales).

Contacto en **Humphreys**:

Carlos García B.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl

¹ EBITDA calculado como ganancia bruta menos costo de distribución y gastos de administración, otros ingresos y gastos por función, y otras ganancias, más depreciación por gastos del personal. Este indicador considera la revaluación de activos, que no corresponde a flujo de efectivo



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".