

No obstante, se valora que la transacción consolida la posición del emisor

**Tras anuncio de acuerdo de compra de Carrefour en Colombia
Humphreys modifica a "Desfavorable" la tendencia de los títulos de
deuda de Cencosud**

Santiago, 19 de octubre de 2012. **Humphreys** mantuvo la clasificación de riesgo de los bonos de **Cencosud S.A.** en "Categoría AA", así como la de sus efectos de comercio en categoría *Nivel 1+/AA*. Sin embargo, las perspectivas se modificaron desde "Estables" a "Desfavorables". La clasificación de los títulos accionarios se ratifica en "Primera Clase Nivel 1" con tendencia "Estable".

De acuerdo con el hecho esencial de fecha 18 de octubre de 2012, **Cencosud** ha acordado con Carrefour la adquisición de las operaciones de este último en Colombia, la cual implica la compra de 72 salas de hipermercados, 16 tiendas de conveniencia, cuatro formatos *cash and carry* y un grupo de gasolineras. El total de estos negocios alcanzó en los últimos doce meses ventas netas por 1.668 millones de euros.

La transacción también incluye una porción mayoritaria de los activos donde operan los puntos de venta, los cuales se ubican en nueve ciudades distintas. Por otro lado, como parte del financiamiento, **Cencosud** suscribió un contrato de crédito con JP Morgan por US\$ 2.500 millones.

En opinión de **Humphreys**, de concretarse la transacción -que debiera de materializarse antes del 31 del diciembre del año en curso-, **Cencosud** daría un paso importante en su proceso de consolidación como gran operador de supermercados dentro de Sudamérica. Asimismo, a juicio de la clasificadora, las ventajas que las economías de escala otorgan al negocio del *retail* llevan aparejada la necesidad de crecimiento y, en este sentido, la transacción en Colombia se percibe positiva, en particular por el dinamismo actual y las perspectivas futuras que presenta la economía de ese país; además, se toma en cuenta que se enmarca dentro de la dinámica y objetivos propios de la gestión empresarial.

Ahora bien, aunque la operación puede ser considerada oportuna e incluso más que satisfactoria para los accionistas, la tendencia de la clasificación de los títulos de deuda se modifica desde "Estable" a "Negativa" por cuanto implicará, con alto grado de certeza, un incremento en el endeudamiento relativo de la empresa y un aumento en la importancia de los flujos generados en países con clasificación de riesgo soberano inferior al de Chile.

Según datos al 30 de junio de 2012, el emisor presenta una deuda financiera consolidada (sin considerar Banco Paris) cercana a los US\$ 5.000 millones; por lo tanto, la operación en Colombia podría llevar a un crecimiento de estos pasivos en torno al 40% (asumiendo que el pasivo financiero se sitúe finalmente en valores cercanos a US\$ 7.000 millones). Por su parte, el EBITDA anual de la compañía fluctúa entre los US\$ 1.200 millones y US\$ 1.400 millones, y se incrementaría en unos US\$ 153 millones si se asume un margen EBITDA de 7% para los negocios en Colombia (aumento entre 12,8% y 10,2%).

Asimismo, los ingresos provenientes de Chile, que a junio representan del orden del 40% de los ingresos totales, bajarían, de acuerdo a Cencosud, a una participación del 36%, quedando

alrededor del 46% en países clasificados en Baa3 o Baa3 y el resto en Argentina que no es grado de inversión.

Adicionalmente, la clasificadora ha incorporado en su análisis el hecho de que los esfuerzos de administración y de integración no son menores, tanto por tratarse de una compra relevante (participación del 18% en Colombia), como por sumarse a las importantes inversiones realizadas en los dos últimos años en Brasil.

De acuerdo con la metodología de **Humphreys**, al 30 de junio **Cencosud** presentaba una relación entre deuda financiera ajustada¹ y flujo de caja de largo plazo (FCLP²) de 3,99 veces, guarismo compatible con la clasificación AA. Los análisis de la clasificadora, asumiendo variados escenarios de incremento de deuda y de generación de flujos en Colombia, indican una alta probabilidad que el indicador referido se incremente a niveles superiores, lo que podría implicar una baja en la categoría de riesgo.

Con todo, **Humphreys** resolverá el mantener o reducir la actual clasificación de riesgo sólo una vez que se tenga mayores antecedentes respecto a los términos del financiamiento con JP Morgan, se conozca cual será la estructura de financiamiento definitiva de la sociedad y recabe información del negocio en Colombia, todo ello bajo el supuesto que se materialice la operación. Asimismo, se tiene aprobado un futuro aumento de capital por US\$ 1.500 millones, evento que por su importancia y positivo efecto en la estructura del balance, que dependerá del monto que efectivamente se coloque, deberá ser incorporado dentro de los análisis que se lleven a cabo.

Adicionalmente, la clasificadora destaca que se mantienen las fortalezas estructurales de largo plazo y que hacen viable el negocio de **Cencosud**, y de hecho en algunos aspectos mejora, como en escala de operación y diversificación de flujos. Asimismo, incluso en un escenario de baja de clasificación, el emisor mantendría una robustez financiera, independiente que ella no fuere compatible con la categoría AA.

Las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Cencosud** son la adecuada diversificación de las operaciones de la compañía, tanto por formatos de *retail* como por países, lo que le permite atenuar bajas de un rubro o de un mercado en particular, considerándose además la elevada escala de ingresos alcanzada por la empresa, que la sitúa como uno de los principales operadores del *retail* a nivel latinoamericano en términos de ventas, pudiendo también generar sinergias por la operación de un mismo negocio en distintos países.

Adicionalmente, se valora la fortaleza de las marcas con que opera, especialmente en el rubro supermercados, y la importancia y estabilidad de los flujos de sus centros comerciales. También resulta positiva la proporción de las ventas originadas en el rubro supermercados ya que tienden a ser más estables en períodos de contracción económica.

Finalmente, la clasificación asignada valora la estrategia de crecimiento basada en el conocimiento de sus clientes mediante programas de fidelización y de oferta de servicios financieros; el potencial de crecimiento del sector en la región, y el buen acceso a distintas fuentes de endeudamiento y capital con que cuenta (bonos, bancos y acciones) para financiar sus actividades y planes de expansión.

¹ La deuda financiera ajustada implica descontar de los pasivos la deuda proveniente de Banco Paris y parte de las cuentas por cobrar de la tarjeta de crédito y así incorporar el reconocimiento de los negocios financieros.

² 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.

Dentro de los principales factores de riesgo considerados para la compañía están el fuerte nivel de competencia de los mercados en que opera; el importante crecimiento alcanzado y previsto y que continuamente requiere de recursos adicionales; la exposición del sector consumo a los ciclos económicos, y la de la empresa a mercados de mayor riesgo soberano que el chileno, además del riesgo de tasa de interés y tipo de cambio asociados al endeudamiento financiero y al desenvolvimiento de su negocio.

Durante el primer semestre de 2012 la empresa generó ingresos por US\$ 4.379 millones, representando un aumento de 13,4% respecto a igual período de 2011 (21,6% medidos en pesos chilenos); con 920 tiendas y 3.495.857 mt² de ventas lo que implicó un crecimiento de 19,9% en ambos casos. El margen EBITDA ascendió a 6,9% lo que se compara desfavorablemente con el 8,6% de 2011.

Cencosud es una empresa chilena del rubro comercio minorista, que opera a través de hipermercados y supermercados, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales, tarjetas de crédito, corretaje de seguros y banco. Posee operaciones en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia.

Contacto en **Humphreys**:

Carlos García B.

Teléfono: 562 - 433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl

 <http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16° – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (562) 433 52 00 / Fax (562) 433 52 01

<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".