



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Clasificación de un nuevo  
instrumento**

Analista

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

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

## Cencosud S.A.

Diciembre 2014

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

### Categoría de riesgo

Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos Tendencia	<b>AA- Estable</b>
Otros instrumentos: Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 1 Estable
EEFF base	30 de septiembre de 2014

### Características de la líneas de bonos en proceso de inscripción

Plazo	30 años
Monto máximo	UF 10.000.000
Moneda de emisión	Unidades de fomento, pesos, dólares
Representante de los tenedores de bonos	Banco Bice
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos y financiamiento de proyectos de inversión del emisor.
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>(i) Relación otros pasivos financieros corrientes y otros pasivos financieros no corrientes, menos efectivo y equivalentes al efectivo, menos otros activos financieros corrientes, sobre el patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora, no superior a 1,2 veces.</li> <li>(ii) Mantener activos libres toda prenda, hipoteca u otro gravamen por un monto igual o superior a 1,2 veces el pasivo exigible del emisor.</li> </ul>
Garantías	No contempla

Estado de Resultados Consolidados IFRS						
M\$	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Sept 2014
Ingresos totales	5.512.418.996	6.194.714.586	7.604.806.373	9.149.077.107	10.341.039.827	7.745.328.346
Costo de ventas	-4.039.254.720	-4.448.942.762	-5.434.916.638	-6.547.831.773	-7.371.548.597	-5.648.066.057
Costos de distribución	-9.276.031	-11.362.548	-15.017.899	-20.233.594	-23.931.088	-18.707.492
Gastos de administración	-1.058.240.877	-1.213.740.072	-1.513.955.378	-1.925.414.111	-2.254.201.864	-1.677.892.318
Resultado operacional	363.563.850	453.516.606	572.985.520	599.164.585	624.146.135	332.103.571
Costos financieros	-82.310.931	-79.607.291	-144.135.731	-211.022.110	-258.684.574	-167.353.734
Ganancia	247.545.730	306.481.378	285.718.824	272.809.130	235.873.464	89.748.767
EBITDA <sup>1</sup>	464.294.443	557.901.477	693.986.454	740.614.983	813.183.809	480.523.918

Balance General Consolidado IFRS						
M \$	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	30-sept-14
Activos corrientes	1.378.601.441	1.544.652.980	2.085.635.571	2.316.811.528	2.434.484.844	2.846.434.531
Activos no corrientes	4.010.251.275	4.615.350.161	5.558.452.231	7.426.778.315	7.630.749.369	7.844.092.097
Activos bancarios <sup>2</sup>	202.217.596	192.530.186	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Total activos</b>	<b>5.591.070.312</b>	<b>6.352.533.327</b>	<b>7.644.087.802</b>	<b>9.743.589.843</b>	<b>10.065.234.213</b>	<b>10.690.526.628</b>
Pasivos corrientes	1.294.097.143	1.781.415.038	2.331.280.460	3.322.629.861	2.951.698.999	2.731.044.276
Pasivos no corrientes	1.539.913.888	1.714.556.731	2.362.201.096	3.008.748.238	2.852.168.125	3.450.143.220
Pasivos bancarios <sup>3</sup>	177.932.499	166.968.379	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Total pasivos	3.011.943.530	3.662.940.148	4.693.481.556	6.331.378.099	5.803.867.124	6.181.187.496
Patrimonio	2.579.126.782	2.689.593.179	2.950.606.246	3.412.211.744	4.261.367.089	4.509.339.132
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>5.591.070.312</b>	<b>6.352.533.327</b>	<b>7.644.087.802</b>	<b>9.743.589.843</b>	<b>10.065.234.213</b>	<b>10.690.526.628</b>
Deuda financiera	1.417.670.720	1.691.316.401	2.466.462.827	3.541.545.577	2.957.140.839	3.190.582.219

<sup>1</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 por gastos del personal.

<sup>2</sup> A contar de 2012 no se presentan desagregados los activos bancarios.

<sup>3</sup> A contar de 2012 no se presentan desagregados los pasivos bancarios.

## Opinión



### Fundamento de la clasificación

**Cencosud** es una compañía chilena del sector *retail*, con presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia. El ámbito de negocios de la empresa corresponde a hipermercados, supermercados, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario y centros comerciales, entretenimiento familiar y servicios financieros (seguros, banco y tarjeta de crédito).

Durante 2013 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 19.710<sup>4</sup> millones, un EBITDA de US\$ 1.550 millones, mientras que su deuda financiera a diciembre 2013 era de US\$ 5.637 millones.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de una línea de bonos por parte de **Cencosud**, a 30 años por un monto máximo de colocación de UF 10 millones. El uso de los fondos será el refinamiento de pasivos y financiamiento de proyectos de inversión del emisor; no obstante, a la fecha no se están inscribiendo títulos de deuda con cargo a la línea.

Las principales fortalezas de **Cencosud**, que sirven de fundamento para la calificación de la línea de bonos en "Categoría AA-", son su alta participación de mercado en el negocio de *retail* en los países en que opera y la solidez de sus marcas comerciales, características que en conjunto favorecen su competitividad y respaldan la adecuada estrategia de crecimiento que hasta la fecha ha desarrollado el emisor. Además, se considera positivamente la elevada generación de flujo de caja, que es propia de las inversiones de la empresa en el segmento inmobiliario (arrendamiento de puntos de ventas y centros comerciales) y del rubro supermercados. No obstante, se reconoce que el endeudamiento que asumió la empresa para adquirir los negocios de Carrefour en Colombia, ha llevado a la administración a implementar una política de desapalancamiento que ha significado una reducción en el capex y la enajenación de activos prescindibles, como el negocio de servicios financieros en Chile.

La estrategia de crecimiento desarrollada por la empresa refuerza la clasificación de **Cencosud**, que incluye la venta de bienes a través de sus locales, aparejada con servicios financieros complementarios, en especial la oferta de crédito con tarjeta propia, más programas de fidelización de clientes. Este modelo de negocios aplicado a sus operaciones en los principales países donde opera y complementado por adquisiciones de empresas en funcionamiento, ha implicado alcanzar un elevado nivel de operación y con ello acceder o tener la posibilidad de acceder a economías de escala.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la alta proporción de las ventas de rubro supermercados en el total de la compañía (cerca de 77%), lo que le otorga una mayor estabilidad a sus ingresos. También se valora el adecuado acceso a fuentes de financiamiento para solventar las exigencias de crecimiento propias del sector.

Es importante destacar que parte relevante de la deuda de la compañía responde a su negocio de financiamiento a clientes, el cual, por su naturaleza, soporta un nivel de apalancamiento mayor que el

<sup>4</sup> Las cifras han sido expresadas en dólares, utilizando el tipo de cambio de cierre de 2013 (\$ 524,61/US\$).

negocio del *retail*. En la práctica, la compañía poseía a diciembre de 2013 un total de US\$ 1.200 millones<sup>5</sup> en cuentas por cobrar derivadas de las ventas con tarjeta de crédito propia, tanto de corto como de largo plazo, las que representaba el 21% de la deuda financiera total del grupo. No obstante, durante el presente año la emisora firmó un acuerdo para el desarrollo conjunto de su negocio financiero con Scotiabank, lo cual, de concretarse permitiría reducir la deuda financiera de la compañía en aproximadamente US\$ 1.100 millones.

Por otro lado, el negocio inmobiliario también presenta altos niveles de apalancamiento, toda vez 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\$ 3.450 millones (61% de la deuda), con un EBITDA estimado cercano a US\$ 313 millones anuales.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se ve afectada fundamentalmente por los altos niveles de competencia en todos los sectores en que se desenvuelve la compañía, tanto en Chile como en el exterior, y por las exigencias de financiamiento que demanda una empresa en continuo crecimiento como **Cencosud**, el que presenta una probabilidad no menor de materializarse en países que, comparados con Chile, presentan mayor riesgo económico y político.

Otros factores de riesgo son la exposición de la compañía a países de Sudamérica con una clasificación de crédito bajo la chilena; la sensibilidad del consumo ante ciclos económicos recesivos, y la exposición cambiaria (tanto por sus operaciones en diversos mercados, como por la deuda denominada en moneda extranjera) y a tasa de interés (considerando el endeudamiento de la compañía).

Dentro de los desafíos de la organización está en administrar adecuadamente una estructura más compleja producto del fuerte crecimiento que la empresa ha experimentado en los últimos años, en especial por la compra del negocio de Colombia y las inversiones en Brasil. La adecuada administración de los negocios, que implican rentabilizar las inversiones, se estima como la forma más propicia para que el emisor no vea incrementado el costo de los pasivos y no debilite su flexibilidad financiera.

La perspectiva de la clasificación se califica “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo, en opinión de **Humphreys**, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

A futuro, la clasificación de los bonos –dado el bajo nivel de riesgo asignado– podría mejorar si las condiciones imperantes en el mercado reducen la necesidad de crecimiento de la compañía o, en su defecto, que dicha expansión se aborde con una menor relación entre nivel de deuda y flujos de caja consolidados.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de bonos es necesario que la empresa, además de no alterar significativamente su endeudamiento relativo en el mediano plazo, lleve a cabo una estrategia de crecimiento que implique niveles de generación de flujos acordes con los nuevos riesgos que asuma.

---

<sup>5</sup> No considera las cuentas por cobrar del Banco Paris.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

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

### Fortalezas complementarias

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

### Fortalezas de apoyo

- Administración profesionalizada.
- Controladores comprometidos con la compañía (aumento de capital).
- Por sus niveles de compra, la emisora es un cliente relevante para sus proveedores.

### Riesgos considerados

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

## Hechos recientes

### Resultados 2013

En 2013 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 10.341 billones (cerca de US\$ 19.700 millones), con un incremento de 13%. Este aumento estuvo sustentado por un incremento de 14% en los ingresos del segmento supermercados, en particular por el crecimiento de más de 680% en los ingresos de las operaciones en Colombia, como resultado de las adquisiciones de las operaciones de Carrefour. El área de mejoramiento del hogar, por su parte, experimentó un alza de 10,7% interanual en sus ventas, con un 12,1% de crecimiento en Chile, 10,0% en Argentina y 8,1% en Colombia. Las tiendas por departamento, exhibieron un incremento de sus ingresos de 9,5%, tanto por el crecimiento de las ventas en Chile, como la inauguración de tiendas en Perú. Por su parte, los centros comerciales (negocio inmobiliario), se expandió en 19,3% básicamente por el aumento de 21,2% que experimentó Chile, y por la adquisición del negocio inmobiliario en Colombia. Mientras, el segmento de servicios financieros experimentó un aumento de 2,2%, principalmente debido a los incrementos en Perú y la integración de los servicios financieros en Colombia, que más que comenzaron la caída de los ingresos provenientes de Chile.

En concordancia con el aumento de actividad del período, los costos de explotación aumentaron 12,6%, hasta \$ 7.372 billones; con lo cual representaron un 71,3% de los ingresos. La mayoría de los segmentos de la empresa incrementaron su margen de explotación como proporción de sus respectivos ingresos, aunque el

mayor crecimiento fue el del área de centros comerciales (explicado por la apertura de nuevos centros comerciales en Perú, y mayores ingresos de Colombia, Chile y Argentina).

El total de costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función llegó a \$ 2.480 billones, un aumento de 18% respecto de 2012, originado en la apertura de tiendas y en la incorporación de las nuevas operaciones en Colombia. Con lo anterior, el resultado operacional<sup>6</sup> llegó a \$ 624.146 millones, lo que representa un incremento real de 4,2% respecto al año anterior. De esta manera, el resultado operacional como porcentaje de los ingresos se redujo desde 6,5% en 2012 a 6,0% en el ejercicio recién pasado.

El EBITDA, por su parte, se incrementó en 9,8%, al pasar desde \$740.615 millones en 2012, a \$813.184 millones.

En términos no operacionales, la compañía pasó de una pérdida de \$ 225.867 millones a una pérdida de \$ 298.224 millones. El incremento en las pérdidas se explica principalmente por el aumento de los costos financieros asociados al incremento en el endeudamiento de la compañía. Como resultado de lo anterior, la ganancia del período se contrajo 15,8% respecto de 2012, alcanzando a \$ 229.765 millones.

### **Resultados Enero – Septiembre 2014**

Durante los tres primeros trimestres de 2014 **Cencosud** ha incrementado sus puntos de venta (dos supermercados, dos tiendas de mejoramiento del hogar y una tienda por departamento), alcanzando de esta manera una superficie de ventas de 4,3 millones de metros cuadrados.

De esta manera, los ingresos totales alcanzan \$7.745.328 millones, lo que representa un incremento de 5,1% respecto a lo registrado en igual período del año anterior. El segmento supermercados exhibió un incremento de 5,6% de sus ingresos, en tanto que el mejoramiento del hogar exhibe una expansión de 3,3%. Por su parte, las tiendas por departamento muestran un crecimiento de 2,6% en el período.

El costo de ventas, en tanto, se expandió en 6,0%, con lo cual la ganancia bruta aumenta 2,8%, totalizando \$2.040.839 millones.

El EBITDA registrado en el período alcanzó a \$480.523 millones, lo que representa un crecimiento de 5,7% respecto a lo exhibido durante el mismo período del año anterior.

---

<sup>6</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.

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría AA

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

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

### Tendencia Estable

La perspectiva de la clasificación se califica en “Estable”, por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia ni en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

*Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl) en la sección Corporaciones – Bonos.*

*“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”.*