



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Verónica Vargas M.

Tel. (56-2) 433 5200

veronica.vargas@humphreys.cl

Cencosud S.A.

Mayo 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo

Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA
Efectos de Comercio	Nivel 1+/AA
Acciones	Primera Clase Nivel 1
Tendencia	Estable
EEFF base	Diciembre de 2011

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Bono Series B1-B2	Nº 268 de 05.09.01
Línea de Bonos	Nº 329 de 12.03.03
Línea de Bonos	Nº 403 de 27.01.05
Línea de Bonos	Nº 404 de 27.01.05
Línea de Bonos	Nº 443 de 21.11.05
Serie A	Primera Emisión
Serie C	Segunda Emisión
Serie D	Tercera Emisión
Línea de Bonos	Nº 530 de 16.04.08
Serie E	Primera Emisión
Serie F	Segunda Emisión
Línea de Bonos	Nº 551 de 14.10.08
Serie J	Primera Emisión
Serie K	Segunda Emisión
Serie L	Tercera Emisión
Serie M	Tercera Emisión
Serie N	Tercera Emisión
Serie O	Cuarta Emisión
Línea de Efectos de Comercio	Nº 12 de 11.11.03

Estado de Resultados Consolidados IFRS

MM\$	2009	2010	2011
Ingresos totales	5.543.454	6.194.715	7.569.196
Costo de ventas	-4.046.629	-4.448.943	-5.429.856
Costos de distribución	-5.165	-11.363	-15.018
Gastos de administración	-1.069.010	-1.213.740	-1.489.603
Resultado operacional	297.912	442.745	579.446
Costos financieros	-82.311	-79.607	-136.728
Ganancia	247.546	306.481	298.426
EBITDA	389.087	527.365	627.895

Balance General Consolidado IFRS				
MM \$	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11
Activos Corrientes	1.513.406	1.378.601	1.544.653	1.870.453
Activos No Corrientes	4.354.707	4.010.251	4.615.350	5.439.044
Activos Bancarios	237.947	202.218	192.530	195.055
Total Activos	6.106.060	5.591.070	6.352.533	7.504.552
Pasivos Corrientes	1.541.476	1.294.097	1.781.415	2.022.858
Pasivos No Corrientes	1.828.703	1.539.914	1.714.557	2.347.548
Pasivos Bancarios	214.194	177.932	166.968	164.512
Total Pasivos	3.584.373	3.011.944	3.662.940	4.534.918
Patrimonio	2.521.687	2.579.127	2.689.593	2.969.634
Total Patrimonio y Pasivos	6.106.060	5.591.070	6.352.533	7.504.552
Deuda Financiera	1.718.397	1.417.671	1.590.737	2.143.174

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 2011 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 15.625¹ millones, un EBITDA de US\$ 1.287 millones, mientras que su deuda financiera a diciembre 2011 era de US\$ 4.128 millones.

Las principales fortalezas de **Cencosud**, que sirven de fundamento para la calificación de sus líneas y títulos de deuda en "Categoría AA" y "Nivel 1+/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.

La estrategia de crecimiento desarrollada por la empresa refuerza la clasificación de **Cencosud**, que incluye la venta de bienes a través de sus locales, apoyada 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

¹Tipo de cambio promedio al cierre de cada mes.



empresas en funcionamiento, ha implicado alcanzar una elevada escala, lo que le ha permitido mejorar su capacidad negociadora frente a proveedores e incrementar su eficiencia, factor al que también contribuye una estrategia comercial y de compras conjuntas entre los distintos países. Además de la centralización de operaciones de sistemas y la creación de servicios compartidos.

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 74%), lo que le otorga una mayor estabilidad a sus ingresos. También se valora el buen acceso a fuentes de financiamiento para solventar las exigencias de crecimiento propias del sector y del perfil de inversión de la empresa, acompañada en los últimos años de una mejora en el perfil de la deuda financiera y la elevada tenencia de terrenos propios en desmedro de arriendos de largo plazo.

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 negocio del *retail*. En la práctica, la compañía posee a diciembre de 2011 un total de US\$ 1.878 millones² en cuentas por cobrar derivadas de las ventas con tarjeta de crédito propia, tanto de corto como de largo plazo, las que representan el 45,5% de la deuda financiera total del grupo. Lo anterior es también aplicable al caso del negocio inmobiliario, que por su naturaleza (proyectos con una larga duración) es capaz de soportar un endeudamiento más elevado que el *retail* mismo.

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 inferior a la chilena; la sensibilidad del consumo ante ciclos económicos recesivos, así como la exposición cambiaria (por los negocios internacionales) y a tasa de interés (considerando el endeudamiento de la compañía).

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.

²No considera las cuentas por cobrar del Banco Paris.

Hechos recientes

Resultados 2011

En 2011 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 7.569 billones (cerca de US\$ 15.625 millones), con un incremento de 22,2%. Este aumento estuvo sustentado por un incremento de 24,8% en los ingresos del segmento supermercados, en particular de 84,1% de Brasil, ante las adquisiciones de importantes cadenas realizadas durante el año. El área de mejoramiento del hogar, por su parte, experimentó un alza de 15,7% interanual en sus ventas, con un 9,5% de crecimiento en Chile y 20,1% en Argentina; Colombia por su parte mostró un alza de 19,0%. Finalmente, en Chile las tiendas por departamento Paris vieron crecer su ingreso en 10,9%, mismo incremento que mostraron los centros comerciales (negocio inmobiliario), básicamente por el aumento de 17,6% que experimentó Chile, entre otras cosas, por la apertura en diciembre de 2010 del Portal Ñuñoa, ampliación de Portal El Belloto, y por las mejores tasas de ocupación en Argentina. Mientras, el segmento de servicios financieros experimentó un aumento de 21,9%, principalmente debido a los incrementos en Perú y Argentina, en el primer caso como consecuencia del lanzamiento de la tarjeta de crédito propia en julio de 2010.

En concordancia con el aumento de actividad del período, los costos de explotación aumentaron 22,0%, hasta \$ 5.430 billones; de manera similar a 2010, en 2011 éstos representaron un 71,7% 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 servicios financieros, explicado por los aumentos en las colocaciones. Con respecto a las provisiones de riesgo de Chile y Argentina, éstas pasaron de 7,6% a 7,2%, y de 7,5% a 7,6% respectivamente.

El total de costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función llegó a \$ 1.645 billones, un aumento de 22,1% respecto de 2010, originado en la apertura de tiendas y en la incorporación de las nuevas operaciones brasileñas. Con lo anterior, el resultado operacional³ llegó a \$ 579.446 millones, incrementándose 30,9%. Como consecuencia de la mejora en el margen de explotación, el resultado operacional como proporción de los ingresos también se elevó, pasando desde un 7,3% a 7,7%. A consecuencia del mayor resultado operacional del período, el EBITDA de 2011 alcanzó a \$ 627.895 millones, expandiéndose 19,3% con respecto a 2010.

En términos no operacionales, pasó de una pérdida de \$ 69.683 millones a una pérdida de \$ 166.311 millones. Las variaciones más relevantes correspondieron a la disminución de otras ganancias principalmente por la contabilización en el año 2010 de una ganancia extraordinaria derivada de la opción *put* del grupo Wong; al aumento de los gastos financieros producto de mayores necesidades de endeudamiento para financiar las inversiones (adquisición de Bretas) e incremento de las tasas de interés; y por último, a variaciones de la UF. Como resultado de lo anterior, la ganancia del período se contrajo 2,6% respecto de 2010.

³Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas– costos de distribución –gastos de administración + otros ingresos por función – otros gastos por función.

Eventos recientes

El 20 de diciembre de 2011, **Cencosud**, a través de la suscripción de un acuerdo de inversión, se convirtió en el controlador de la sociedad Comercial Johnson's S.A., con una participación del 85,58% del capital de dicha sociedad. El monto total de la operación fue \$ 32.606 millones, con los cuales se cancelaron pasivos por \$ 17.576 millones. Actualmente Johnson's cuenta con 39 tiendas por departamento en Chile (y más 13 tiendas FES) y sus ventas a diciembre 2011 alcanzaron los \$ 118.447 millones.

El 2 de enero de 2012 la compañía adquirió la sociedad Prezunic Comercial Ltda., la cual opera la cadena de supermercados Prezunic, en el Estado de Río de Janeiro, Brasil. El monto de la inversión fue de \$ 685.723.722 reales (US\$ 367 millones⁴), de los cuales se pagó el 57% y el resto fue pactado en cuatro cuotas anuales. La compañía opera 31 supermercados, un centro de distribución y tiene más de 7.300 empleados. A diciembre 2011 sus ingresos alcanzaron US\$ 1.179 millones.

El 9 de febrero de 2012 la sociedad inició gestiones tendientes a estudiar una posible colocación de acciones en el mercado de los EE.UU. definiéndose como monto máximo US\$ 718 millones.

Definición de Categorías de Riesgo

Categoría AA (Deuda de Largo Plazo)

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 (Deuda a Corto plazo)

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.

(+) El signo "+" corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría Primera Clase Nivel 1 (Acciones)

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

⁴Utilizando tipo de cambio al cierre de 2011: R\$1,8661.

Oportunidades y Fortalezas

Posicionamiento: Cencosud presenta una importante participación de mercado en cuatro de los países en los que tiene presencia (la excepción es Colombia, donde sus negocios son aún incipientes) y en los distintos rubros en que participa. En Chile, en el segmento de supermercados es el segundo participante, alcanzando una participación de aproximadamente 27%; en tiendas por departamento, París posee el segundo lugar del sector (26%, aún cuando en término de ventas por superficie su participación es mayor) y en mejoramiento de hogar muestra un importante dinamismo en los últimos años, siendo en la actualidad el segundo actor de la industria. En Argentina su participación en supermercados asciende a aproximadamente 16%, ocupando el segundo lugar del sector y, por otro lado, es líder en mejoramiento del hogar. En Perú es el primero del mercado en supermercados, con un 45%, mientras que en Brasil también está dentro de los tres principales actores en la zona específica de sus operaciones. Por otra parte, las marcas Jumbo, Paris y Alto Las Condes, entre otras, son ampliamente reconocidas por los consumidores en Chile, así como lo son Easy, Jumbo, Disco y Vea en Argentina, Wong y Metro en Perú, y Gbarbosa, Bretas y Prezunic en Brasil. 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, hipermercados, distribución de materiales para la construcción y mejoramiento para el hogar, centros comerciales, tiendas por departamento, administración inmobiliaria, tarjetas de crédito y seguros, tanto en Chile como en Argentina, Brasil, Perú y Colombia, lo cual le entrega una adecuada diversificación a sus ingresos y flujos de caja, tanto por formato de tiendas como por país. **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 suele moverse en los ciclos económicos de forma bastante conjunta (con todo, la mayor participación del área de supermercados reduce su exposición a períodos recesivos).

Sinergias a nivel regional: El tamaño y carácter regional del grupo en el ámbito del *retail* le permiten acceder al desarrollo de mayores economías de escala a través de la centralización de sus procesos de compra, lo que le permite acceder a mejores condiciones, dados los volúmenes adquiridos. Asimismo, 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, repercute en una mayor eficiencia operativa, lo que ya ha comenzado a rendir frutos en términos de mejoras en la rentabilidad operacional consolidada.

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. A modo de ilustración, cabe destacar que en 2011 los ingresos de este segmento llegaron a US\$ 268 millones, mientras que su EBITDA fue de US\$ 206 millones.

Estrategia de crecimiento: La estrategia de la compañía se fundamenta en tres pilares básicos: el negocio de *retail* mismo, el desarrollo de los clientes (a través de programas de fidelización) y los servicios financieros y afines (tarjetas de crédito principalmente). El desarrollo de esta estrategia, de la mano con un crecimiento explosivo tanto en ventas como en resultados, ha llevado a la empresa a posicionarse en el ámbito local como el segundo participante de la industria en todos los rubros en los que está presente. A nivel internacional, **Cencosud** se ubica en segundo lugar dentro de las empresas de *retail* por ventas en Sudamérica. En opinión de **Humphreys**, los últimos resultados de la empresa han avalado las decisiones adoptadas por la administración.

Potencial de crecimiento: Pese a que la empresa opera en cinco países, sólo en Chile lo hace a través de todos los formatos que administra, existiendo por tanto el potencial de instalar todos sus formatos y marcas en el resto de los mercados donde ha penetrado, usando para ello la experiencia acumulada, de manera de lograr sinergias y volúmenes de flujos de caja aún más favorables.

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 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 (por la mayor cobertura que se va logrando con las tarjetas de crédito). También debe considerarse la mayor complejidad de los procesos operativos y administrativos resultante de un mayor tamaño de la empresa. Si bien **Cencosud** ha sido capaz de administrar un crecimiento exponencial en los últimos años de manera exitosa, es necesario evaluar en el mediano plazo el desempeño del grupo en esta nueva etapa de expansión y operación regional, en particular en Brasil, donde la compañía presenta una baja escala a nivel nacional.

Sensibilidad del consumidor ante ciclos económicos recesivos: La demanda de la industria del *retail*, al estar orientada al consumidor minorista, 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 la participación en distintos formatos y la presencia en diversos mercados geográficos atenúan los efectos negativos de los ciclos económicos adversos sobre los ingresos de la compañía. También actúa como atenuante la importante participación de los alimentos dentro del *mix* de productos y los ingresos por administración de los *malls*.

Exposición en el exterior: Parte importante de las operaciones del emisor se realizan en Argentina (un 29% de los ingresos de la empresa y un 29% del EBITDA de 2011 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. Actualmente, la clasificación de Argentina es *B*-en escala global moneda extranjera, mientras que Chile está clasificado en categoría *Aa3*. Perú, Colombia y Brasil también presentan una clasificación de riesgo inferior a la chilena (de *BBB*-en los dos primeros países, y *BBB* en Brasil para sus obligaciones en moneda extranjera).

Exposición cambiaria y a tasas de interés: Parte importante de las inversiones del emisor se encuentran en el extranjero, con un 59% de los ingresos de 2011 originándose en el exterior, situación que vuelve sensible a la empresa a fluctuaciones en las paridades cambiarias, puesto que ellas afectan a los flujos generados fuera de Chile al ser convertidos a moneda local o a dólares, 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. Un atenuante de estas consideraciones es que la compañía utiliza derivados financieros para todas sus deudas en moneda extranjera.

Antecedentes Generales

Descripción del negocio

Cencosud desarrolla un negocio enmarcado principalmente en la venta de productos al detalle, además de diversos segmentos asociados a su actividad central, como son las áreas inmobiliaria y financiera, principalmente. La compañía tiene presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia. A continuación se detalla cada rubro de negocios en los cuales **Cencosud** participa, a marzo de 2012, totalizando 881 tiendas y 25 centros comerciales y más de 3,3 millones de m² de superficie de salas de venta y malls⁵:

⁵ Este total no es equivalente a la superficie sumada de la tabla que se muestra a continuación, puesto que la superficie total de los *malls* incluye todos los formatos de tienda propios que utilizan superficie de los mismos.

País	Formato	Marca	Nº Locales
Chile Superficie Total: 1,4 millones de m ²	Supermercados	Jumbo, Santa Isabel	191
	Mejoramiento Hogar	Easy	29
	Multitienda	Paris, Johnson's	74
	Centros Comerciales	Varios (entre ellos, marca "Portal")	9
	Otros	Tarjetas Mas; Banco, seguros y viajes Paris; Aventura Center; JJO, Umbrale, Foster, FES	
Argentina Superficie Total: 1,1 millones de m ²	Supermercados	Jumbo, Vea, Disco	272
	Mejoramiento Hogar	Easy, Blaisten	48
	Centros Comerciales	Varios	14
	Otros	Tarjetas, Seguros	
Brasil Superficie Total: 466 miles de m ²	Supermercados	Gbarbosa, Bretas, Perini, Super Familia, Prezunic, Cardoso	189
	Otros	Electroshow (25 tiendas), tarjetas, Farmacias GBarbosa (48 tiendas)	
Perú Superficie Total: 288 miles de m ²	Supermercados	Metro, Wong	74
	Centros Comerciales	Varios	2
	Otros	Tarjetas de crédito, seguros	
Colombia Superficie Total: 35 miles de m ²	Mejoramiento Hogar	Easy	4

Chile

Los negocios que **Cencosud** lleva a cabo en Chile son los que durante 2011 más aportaron a la compañía en términos de ingresos de explotación, con un 41% del total corporativo a través de 303 tiendas y centros comerciales. Además, es el país donde la empresa presenta la mayor diversificación en términos de fuentes de ingresos, ya que participa en supermercados, hipermercados, multitiendas (único país donde ha desarrollado este formato) *homecenters*, seguros, banco y área inmobiliaria. Dentro de los principales

negocios que maneja la compañía dentro del país, se encuentran supermercados Jumbo y Santa Isabel, la tienda de mejoramiento del hogar Easy, tiendas por departamento Paris y Johnson's (recientemente adquirida), las marcas de vestuario Umbrale, Foster, J.J.O y FES, nueve centros comerciales, de los cuales cinco están en Santiago (Florida Center, Alto Las Condes, Portal La Dehesa, Portal Ñuñoa y Portal La Reina), y cuatro en regiones (Portal El Belloto, Portal Valparaíso, Portal Rancagua, y Portal Temuco), *retail* financiero a través de las tarjetas Más (Jumbo, Easy y Paris), y finalmente Banco y Seguros Paris. En 2010 se creó la tarjeta de puntos para beneficios a clientes Néctar. Cabe señalar que actualmente existe una nueva tarjeta "Cencosud" que se podrá usar en todos los negocios del grupo.

Argentina

Los negocios desarrollados en Argentina representaron el 29% de los ingresos totales de la compañía en 2011, siendo el segundo país con mayores ventas después de Chile. Es también el segundo país en términos de diversificación de formatos para **Cencosud**, por cuanto participa con 334 ubicaciones en el negocio de supermercados, hipermercados, *homecenters*, centros comerciales, tarjetas de crédito y corretaje de seguros.

Las marcas que maneja la empresa en Argentina son Jumbo, Disco, Vea, Easy y catorce centros comerciales, entre los que destaca Unicenter como uno de los más grandes de Argentina. Es en este país donde la compañía posee la mayor cantidad de supermercados e hipermercados, con 269 ubicaciones. Asimismo, es donde ha desarrollado de manera más amplia el formato de mejoramiento de hogar y construcción, con 48 puntos de venta.

Brasil

A fines de 2007 la compañía concretó en Brasil la adquisición de la cadena de supermercados Gbarbosa, que cuenta con una importante participación de mercado en el noreste del país, ocupando el segundo lugar de la región (34%) y en Minas Gerais, ocupando en primer lugar (23%). En 2010 adquirió las cadenas Perini, Super Familia y Bretas. A comienzos de 2012 adquirió la cadena de supermercados Prezunic, con lo cual la participación de mercado del emisor, a nivel nacional, pasó de 2,7% en 2010 a 3,9% en 2011. En la actualidad cuenta con 189 locales de supermercados, y está presente en ocho estados. Paralelamente, la empresa ha desarrollado tarjetas de crédito de forma conjunta con el banco brasileño Bradesco. Durante el año 2011, que no incorpora Prezunic, las inversiones en Brasil aportaron el 21% de los ingresos de **Cencosud**.

Perú

La inversión dentro de Perú corresponde a la adquisición de la cadena Wong en cerca de US\$ 500 millones a fines de 2007. A marzo 2012 contaba con 74 supermercados, y dos *outlets*. La cadena lidera el mercado limeño con cerca de un 60% de participación, además de poseer locales en Chiclayo y Trujillo, para un total nacional de 46%. Adicionalmente, **Cencosud** cuenta con negocio de tarjetas de crédito y corretaje de seguros en este país. Todo ello lleva a que en Perú se genere el 8% de los ingresos totales de la sociedad. Cabe señalar que para 2012 se tienen contempladas nuevas inversiones (apertura de una tienda por departamento y mall)

Colombia

La compañía tiene cuatro tiendas Easy en Colombia, inauguradas a partir de 2008. Si bien este país aún no representa una fracción significativa dentro de los ingresos de la compañía (1% aproximadamente), sí refleja el interés del grupo por seguir ampliando y diversificando su base de negocios, en particular en un mercado donde otros *retailers* chilenos han incursionado en los últimos años.

Propiedad y administración

El controlador de la sociedad es la familia Paulmann, con el 64,98% de la propiedad de **Cencosud**, tanto a través de cuatro sociedades (Inversiones Quinchamalí Ltda., Inversiones Latadia Ltda., Inversiones Tano Ltda., Inversiones Alpa Ltda.), como por acciones de propiedad de los miembros de la familia. A marzo 2012 la estructura es la siguiente:

Accionista	Porcentaje de la propiedad
Inversiones Quinchamali Limitada	25,69%
Inversiones Latadia Limitada	24,33%
Inversiones Tano Limitada	10,48%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros	3,54%
Banco Itau por Cuenta de Inversionistas	2,67%
Horst PaulmannKemna	2,47%
Banco Santander – JP Morgan	2,39%
Fondo de Pensiones Provida C	2,04%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,61%
Fondo de Pensiones ProvidaB	1,35%
Fondo de Pensiones Habitat C	1,27%
Fondo de Pensiones Habitat B	1,17%
Otros Accionistas	21,0%
Total	100%

El directorio de la empresa está formado por ocho miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Horst Paulmann Kemna
Director	Heike Paulmann Koepfer
Director	Peter Paulmann Koepfer

Director	Roberto Óscar Phillips
Director	Sven Von Appen Behrmann
Director	Cristián Eyzaguirre Johnston
Director	Julio Moura
Director	Erasmo Wong Lu
Director	David Gallagher Patrickson

La administración superior está conformada las siguientes gerencias, divisiones y ejecutivos:

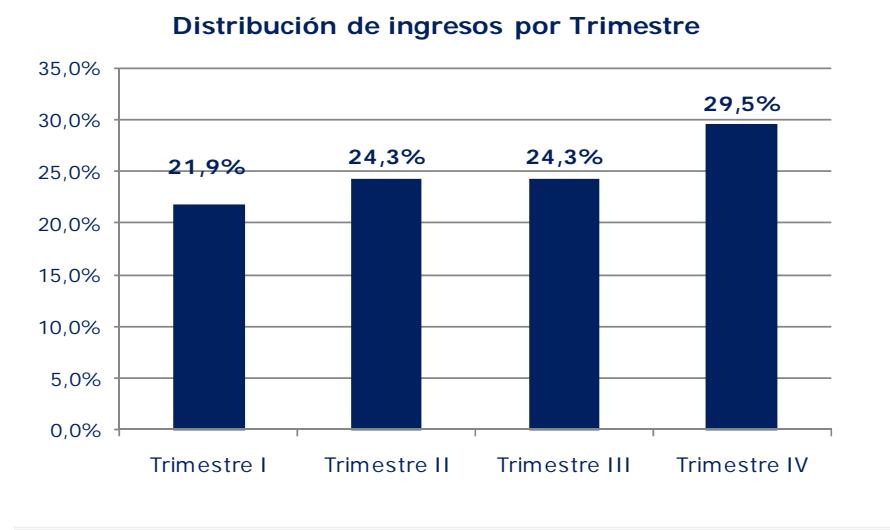
Gerencia/División	Gerente	Fecha nombramiento
Gerente general corporativo	Daniel Rodríguez Cofré	30-01-2009
Gerente corporativo de riesgo	Marcelo Javier Reyes Sangermani	31-01-2012
Gerente corporativo de proyectos y construcción	Renzo Paonessa Pedroni	23-01-2012
Gerente división retail financiero	Patricio Hilario Rivas de Diego	20-12-2011
Gerente corporativo de asuntos corporativos	Renato Fernández Baeza	01-08-2011
Gerente corporativo recursos humanos	Rodrigo Andres Hetz Pincheira	04-04-2011
Gerente corporativo clientes y negocios digitales	Mauricio Javier Soto Velasco	01-04-2011
Gerente corporativo de administración y finanzas	Juan Manuel Parada	A contar del 01-07-2012
Gerente procurement	Pietro Alberto Illuminati	09-08-2010
Gerente división tiendas por departamento	Jaime Alberto Soler Bottinelli	01-10-2008
Gerente división supermercados	Pablo Mario Castillo Prado	01-10-2008
Gerente división mejoramiento del hogar	Carlos Nestor Wulf Urrutia	04-07-2008
Gerente corporativo auditoria	Bronislao Jandzio	01-10-1998
Gerente corporativo asuntos legales	Carlos Alberto Mechetti	01-10-1998

Distribución de los ingresos

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. Es importante en este punto mencionar que el elevado aumento en los ingresos experimentado por la compañía durante los últimos seis años responde a una política de expansión agresiva, llevada a cabo a través de la compra de diversas cadenas dentro y fuera del país y mediante la ejecución de proyectos propios, especialmente en aquellos mercados más maduros para la empresa (Chile y Argentina). Esta estrategia le ha permitido pasar de un total de US\$ 1.801 millones en venta, a fines de 2000, a un total de US\$ 15.625 millones en 2011, transformándose así en una de las mayores empresas chilenas en términos de ingresos.

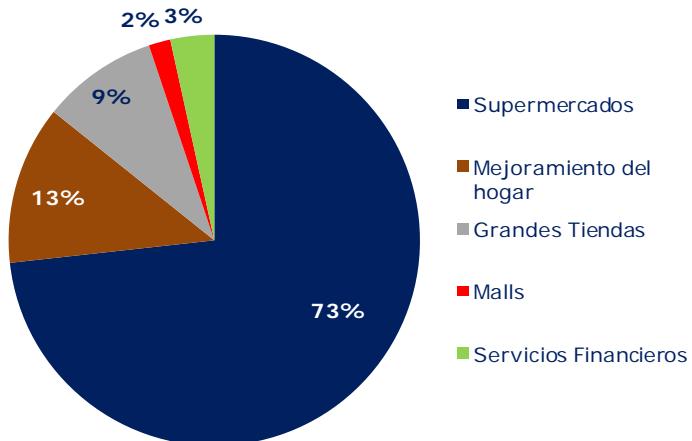
En el rubro supermercados, las cadenas adquiridas en los últimos años corresponden a Santa Isabel, Las Brisas, Montecarlo, Economax e Infante en Chile; Disco en Argentina; Gbarbosa, Prezunic, Cardoso, SuperFamilia y Perini en Brasil, y Wong en Perú. En mejoramiento de hogar, la empresa compró HomeDepot y Blaisten en Argentina, mientras que las marcas de grandes tiendas Paris fue adquirida en 2005 en Chile y Johnson's en 2011.

En términos de la distribución estacional de las ventas de la compañía, destaca el último trimestre del año como el que exhibe una mayor proporción de ellas, alcanzando en promedio para los últimos cinco años un 29,5% 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 21,9% de los ingresos consolidados.



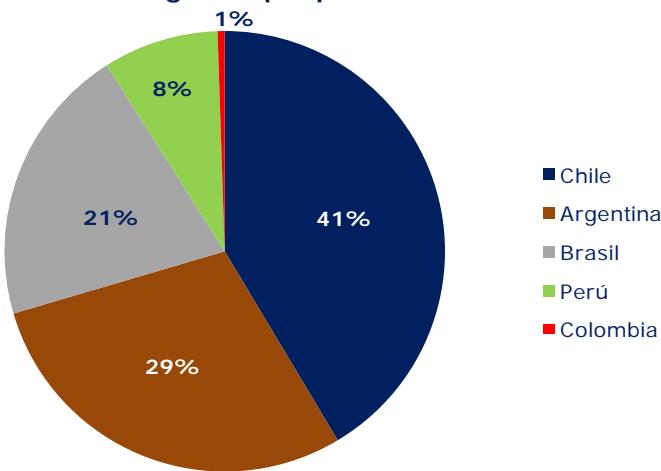
Por tipo de formato, los supermercados e hipermercados constituyen la gran mayoría de las ventas consolidadas de la empresa, alcanzando durante 2011 un total de US\$ 11.472 millones y un 73,4% del total de la empresa, principalmente por la presencia en cuatro países y el alto número de salas de venta en ellos, siendo la distribución de ingresos del rubro un 32,9% en Chile; 28,0% en Argentina; 27,9% en Brasil y 11,2% en Perú. Por otra parte, el mejoramiento de hogar, con US\$ 1.958 millones, distribuidos en un 57,1% en Argentina; 38,8% en Chile y 4,2% en Colombia, fue el segundo rubro originador de ingresos. Las tiendas por departamento, ubicadas sólo en Chile, contribuyeron con un 9,1% de los ingresos. Sin perjuicio de lo expuesto, en términos de EBITDA, éste se concentra en Supermercados, seguidos por *malls* y servicios financieros.

Ingresos por rubros - 2011



Por países, Chile y Argentina son los que más ingresos aportan a la compañía, con un 41% y 29% del total, respectivamente. Sin embargo, como es natural luego de las adquisiciones realizadas en los últimos años, estos dos países han perdido algo de relevancia en el total, a favor de Brasil y Perú, puesto que en 2005 Chile representaba un 65% del total y Argentina un 35%. Esta dinámica en la composición de las ventas queda verificada al ver que las ventas de Chile representaban sólo un 27% del total en 2001.

Ingresos por país - 2011



Proveedores, fuentes de financiamiento e inversión

Dado el giro del negocio, una parte importante de las necesidades de recursos de la sociedad está asociada al financiamiento de su capital de trabajo, básicamente cuentas por cobrar y mercadería.

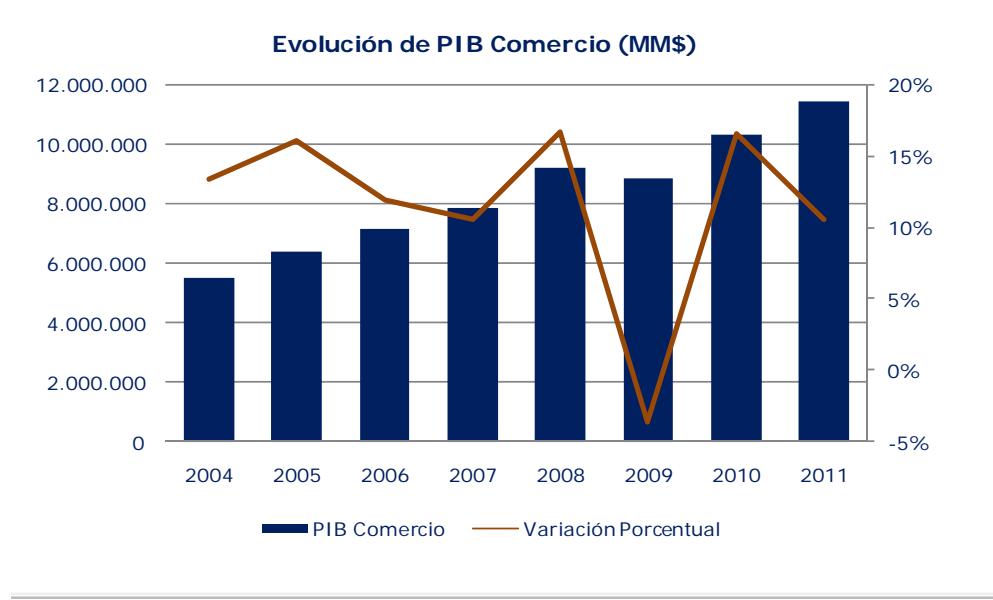
Proveedores

La empresa presenta un amplio número de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los nacionales básicamente están representando por productores de alimentos, perfumería y aseo, y representantes e importadores de artículos para el hogar, siendo por su escala uno de los principales compradores a nivel nacional. Las compras en el extranjero, principalmente en vestuario y artículos para el hogar, provienen en un gran porcentaje de Asia (China e India). En este aspecto, es importante mencionar que la compañía se encuentra en un proceso de reordenamiento estructural que busca lograr sinergias a través de la negociación colectiva de sus negocios con los proveedores, de manera de centralizar la adquisición de mercadería para todas las unidades de la empresa, además del consumo propio. Para lo anterior, se definió una unidad específica de compras, transversal a las divisiones de negocio y a los países donde opera **Cencosud**.

Según lo informado por la administración de la sociedad, en términos monetarios, ningún proveedor representa más del 3% de las compras realizadas anualmente.

Antecedentes de la industria

Cencosud participa en el sector comercio con apoyo crediticio a sus clientes, compitiendo en el ámbito local con empresas de diversa envergadura, tanto a nivel nacional como internacional; además, participa en el negocio inmobiliario mediante la construcción y administración de centros comerciales. En términos generales, la industria en Chile posee una concentración moderada-alta, donde los principales actores del mercado corresponden a grupos de capitales nacionales con presencia en diversos negocios: Falabella (mismos formatos administrados por **Cencosud**), Walmart Chile (supermercados e inmobiliario), Ripley (tiendas por departamento y centros comerciales), Parque Arauco (centros comerciales) y SMU (supermercados). En términos de crecimiento, un índice adecuado para observar el desarrollo de la industria en Chile es el Producto Interno Bruto (PIB) ligado al comercio, dado que en Chile este sector se encuentra mayoritariamente en manos de los grandes actores del sector formal. A continuación, se detalla la evolución de las tasas de variación del PIB generado por el comercio en Chile, de acuerdo a información del Banco Central:



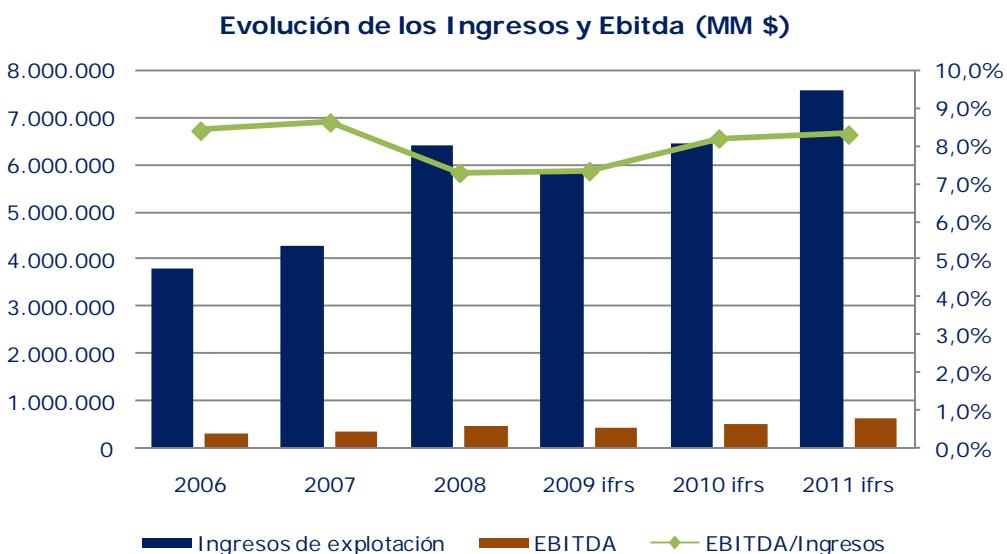
Análisis Financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

Durante los últimos siete años la compañía ha mostrado un aumento importante en sus ingresos, asociado al crecimiento a través de adquisiciones y de expansión de puntos de venta. El aumento de los ingresos de explotación ha sido de 19,3% real anual compuesto promedio para el periodo 2006-2011, lo que implica que la compañía creció en total un 241,8% en dicho lapso⁶. Asimismo, la naturaleza de los ingresos se ha diversificado tanto en términos de negocios, como por país: hasta 2008, éstos sólo provenían de Chile y Argentina, mientras que actualmente hay tres países más donde **Cencosud** opera, además de incorporar en los últimos cinco años los negocios de las áreas de multitienda, seguros y banco.

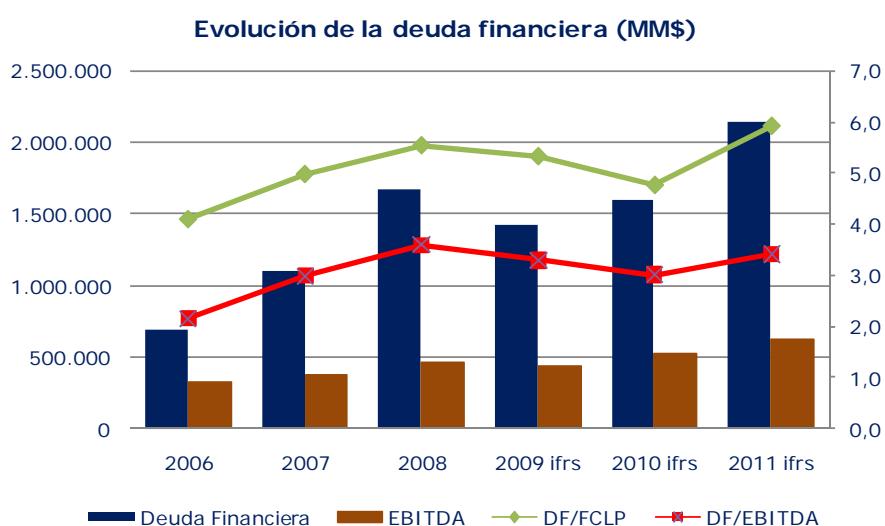
Asimismo, el EBITDA ha experimentado una evolución muy similar a la de los ingresos entre 2006 y 2011, con una expansión total de 273,7% y una tasa anual de crecimiento de promedio de 22,3%. La incorporación de nuevas cadenas de supermercados ha implicado en ocasiones un deterioro de la tasa de EBITDA a ingresos, aunque el traspaso de las prácticas de la empresa a la nueva cadena y la mayor escala ha permitido ir mejorando este indicador.

⁶ Esto es, ingresos medidos en pesos chilenos reales, con la consecuente conversión de las monedas locales a la chilena.



Evolución del endeudamiento y la liquidez

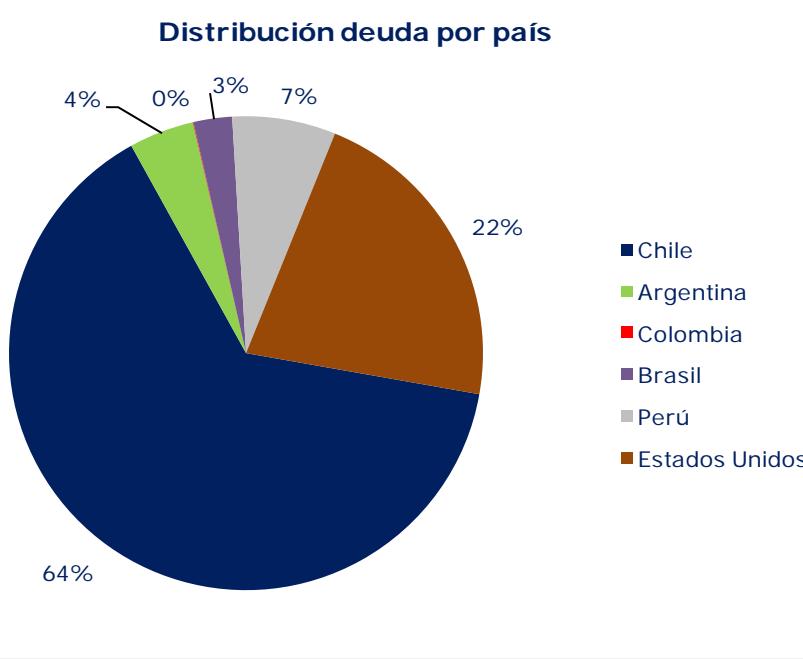
Como consecuencia de las adquisiciones realizadas hasta 2008, la compañía presentó una evolución al alza en su endeudamiento total y sus razones de endeudamiento relativo, medidos como deuda financiera a EBITDA y deuda financiera al Flujo de Caja de Largo Plazo⁷. Al 31 de diciembre de 2011 estos indicadores experimentaron un deterioro respecto a lo mostrado en el año anterior, pasando de 3,0 y 4,8 a 3,4 y 5,9 respectivamente, esto producto de un mayor incremento de la deuda financiera respecto de los flujos generados por las inversiones.



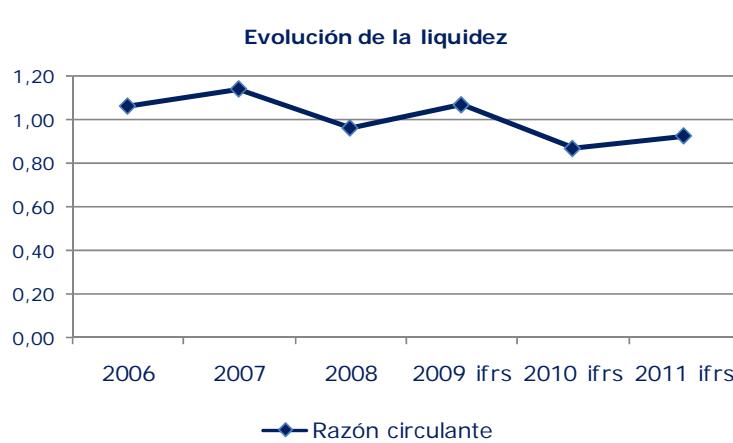
⁷ Indicador calculado por **Humphreys** que mide el rendimiento de largo plazo de los activos (cinco años), deducidos los gastos por intereses e impuestos.

La deuda financiera de **Cencosud** al cierre de 2011 alcanzaba los \$ 2.143 billones, de los cuales un 12,2% correspondía a compromisos de corto plazo. El aumento de la deuda financiera (35%) es producto, entre otras cosas, de la colocación de un bono en Estados Unidos en enero de 2011 por US\$ 750 millones. De esta forma, la distribución de la deuda por países cambia respecto de 2010 donde el 85% de la deuda estaba contraída en Chile. Cabe señalar que el 54% correspondía a bonos con el público, un 43% a deuda bancaria, y un 3% a otros pasivos financieros.

A diciembre 2011 la distribución de la deuda por país se puede ver en el siguiente gráfico:

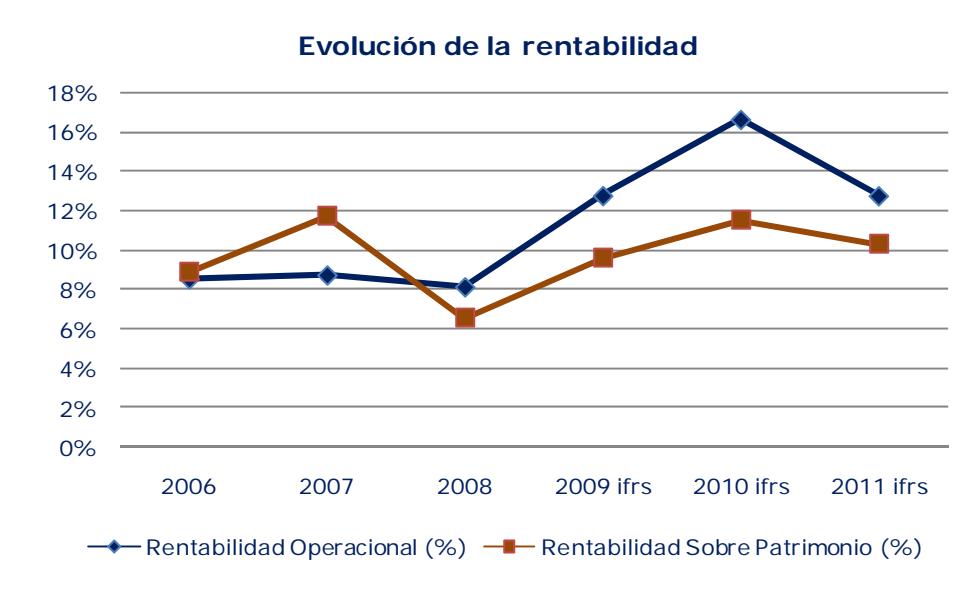


La liquidez de **Cencosud**, medida como razón circulante, se ha ubicado en torno a una vez en el período 2006-2011, aunque al 31 de diciembre de 2011 la relación activos circulantes sobre pasivos circulantes caía a 0,87 veces, principalmente por un aumento de las cuentas por pagar a proveedores. Al 31 de diciembre de 2011, esta relación crecía hasta 0,9 veces producto, entre otros aspectos, de los recursos obtenidos con la colocación del *yankee bond*.



Rentabilidad

Aun cuando el resultado operacional de la compañía aumentó, el incremento del activo fue mayor con lo cual la rentabilidad operacional⁸ se contrajo, llegando a 12,7%. Similarmente, la rentabilidad del patrimonio disminuyó en 2011⁹, desde 11,5% a 10,3%, producto de la disminución en la utilidad del ejercicio.

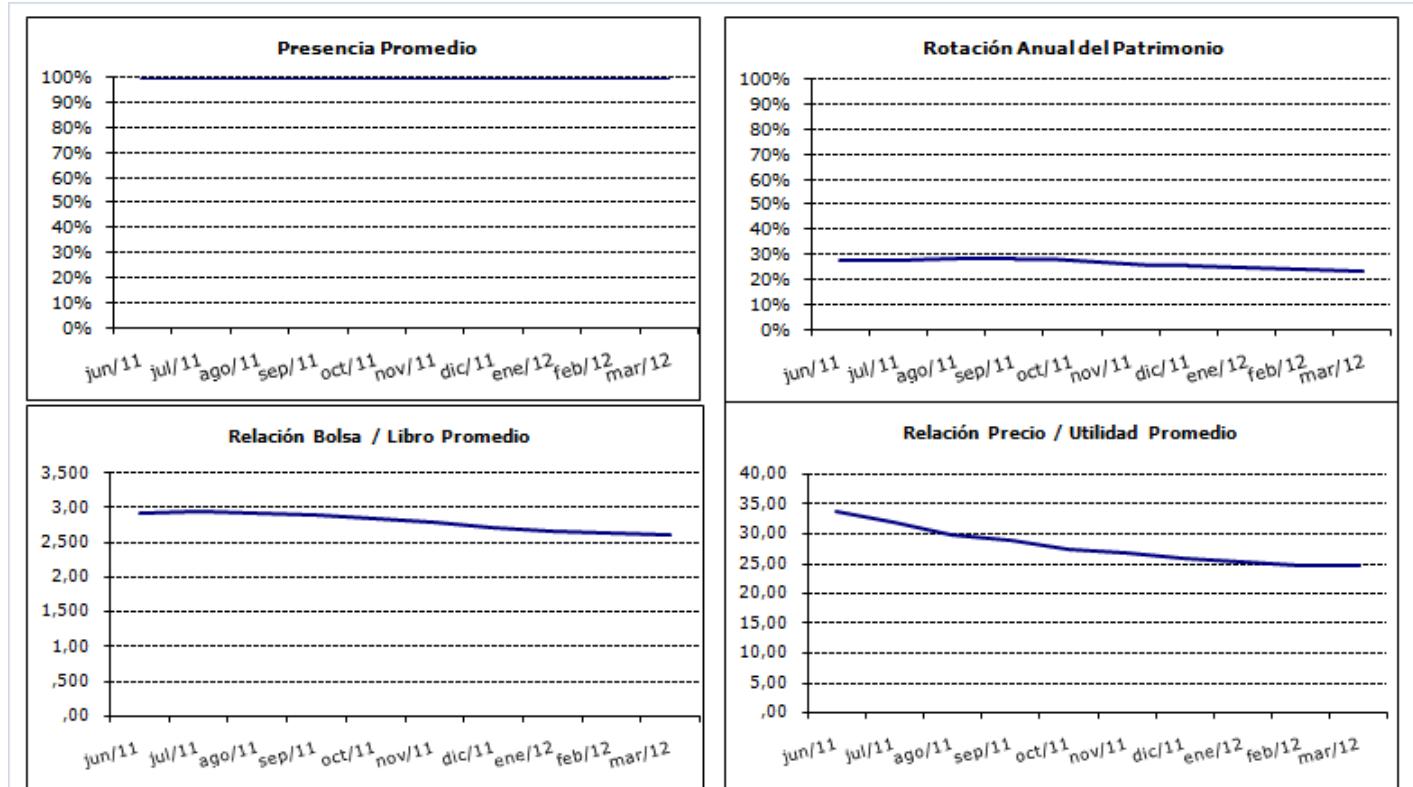


⁸Resultado operacional sobre activos promedio descontados los activos en ejecución.

⁹Utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio.

Indicadores de los títulos accionarios

La presencia promedio de la acción de **Cencosud** ha permanecido en un 100%, 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*.



"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"