



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Carlos García B.

Tel. (56-2) 2433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

Cencosud S.A.

Mayo 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Acciones	AA- Primera Clase Nivel 1
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2014 ¹

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bono Series B1-B2	Nº 268 de 05.09.01
Línea de Bonos	Nº 403 de 27.01.05
Línea de Bonos	Nº 404 de 27.01.05
Línea de Bonos Serie A	Nº 443 de 21.11.05
Serie C	Primera Emisión
Serie D	Segunda Emisión
Serie E	Tercera Emisión
Línea de Bonos Serie F	Nº 530 de 16.04.08
Primera Emisión	
Línea de Bonos Serie J	Nº 551 de 14.10.08
Serie L	Primera Emisión
Serie N	Tercera Emisión
Serie O	Tercera Emisión
	Cuarta Emisión

Estado de Resultados Consolidados IFRS						
MM\$	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Mar 2014
Ingresos totales	5.512.418.996	6.194.714.586	7.604.806.373	9.149.077.107	10.341.039.827	2.538.155.977
Costo de ventas	-4.039.254.720	-4.448.942.762	-5.434.916.638	-6.547.831.773	-7.371.548.597	-1.830.682.161
Costos de distribución	-9.276.031	-11.362.548	-15.017.899	-20.233.594	-23.931.088	-5.957.015
Gastos de administración	-1.058.240.877	-1.213.740.072	-1.513.955.378	-1.925.414.111	-2.254.201.864	-528.126.731
Resultado operacional	363.563.850	453.516.606	572.985.520	599.164.585	624.146.135	134.523.806
Costos financieros	-82.310.931	-79.607.291	-144.135.731	-211.022.110	-258.684.574	-63.096.340
Ganancia	247.545.730	306.481.378	285.718.824	272.809.130	229.764.796	36.512.105
EBITDA ²	464.294.443	557.901.477	693.986.454	740.614.983	813.183.809	182.447.261

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2013. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2014 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² 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.

Balance General Consolidado IFRS						
MM \$	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	31-mar-14
Activos Corrientes	1.378.601.441	1.544.652.980	2.085.635.571	2.316.811.528	2.434.484.844	2.371.825.367
Activos No Corrientes	4.010.251.275	4.615.350.161	5.558.452.231	7.426.778.315	7.630.749.369	7.822.146.982
Activos Bancarios ³	202.217.596	192.530.186	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Total Activos	5.591.070.312	6.352.533.327	7.644.087.802	9.743.589.843	10.065.234.213	10.193.972.349
Pasivos Corrientes	1.294.097.143	1.781.415.038	2.331.280.460	3.322.629.861	2.951.698.999	2.555.324.033
Pasivos No Corrientes	1.539.913.888	1.714.556.731	2.362.201.096	3.008.748.238	2.852.168.125	3.283.491.098
Pasivos Bancarios ⁴	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	5.838.815.131
Patrimonio	2.579.126.782	2.689.593.179	2.950.606.246	3.412.211.744	4.261.367.089	4.355.157.218
Total Patrimonio y Pasivos	5.591.070.312	6.352.533.327	7.644.087.802	9.743.589.843	10.065.234.213	10.193.972.349
Deuda Financiera	1.417.670.720	1.691.316.401	2.466.462.827	3.541.545.577	2.957.140.839	3.205.939.014

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\$ 19.710⁵ millones, un EBITDA de US\$ 1.550 millones, mientras que su deuda financiera a diciembre 2013 era de US\$ 5.637 millones.

Las principales fortalezas de **Cencosud**, que sirven de fundamento para la calificación de sus títulos de deuda 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

³ A contar de 2012 no se presentan desagregados los activos bancarios.

⁴ A contar de 2012 no se presentan desagregados los pasivos bancarios.

⁵ Las cifras han sido expresadas en dólares, utilizando el tipo de cambio de cierre de 2013 (\$ 524,61/US\$).

desapalancamiento que significará una reducción en el capex y posiblemente analizar la enajenación de activos que se definan como prescindibles.

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 74%), 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 negocio del *retail*. En la práctica, la compañía posee a diciembre de 2013 un total de US\$ 1.200 millones⁶ en cuentas por cobrar derivadas de las ventas con tarjeta de crédito propia, tanto de corto como de largo plazo, las que representan el 21% 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; 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 (por los negocios internacionales) 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.

⁶ No considera las cuentas por cobrar del Banco Paris.

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.

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 operacional⁷ 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.

Eventos recientes

Durante el cuarto trimestre Cencosud realizó 15 aperturas. En Perú, Paris abrió tres tiendas, en las ciudades de Arequipa, Ica y Lima, con una superficie de venta de 3.543 m², 3,996 m² y 7.970 m² respectivamente. En Colombia, la división de Supermercados abrió tres tiendas en las ciudades de Valledupar, Barranquilla y Medellín, adicionando 3.546 m², 2.652 m² y 3.536 m² respectivamente. La división de Mejoramiento del Hogar abrió cuatro tiendas Easy, de las cuales tres se inauguraron en Bogotá y la restante en Medellín, agregando 30.473 m² en total. Estas tiendas fueron adquiridas con la compra de Supermercados en Colombia y, luego de ser remodeladas, fueron reabiertas bajo el formato Easy. En Brasil, se abrieron tres supermercados Gbarbosa en los estados de Sergipe, Bahía y Ceará, agregando 1.151 m², 3.500 m² y 2.301 m² de sala de venta respectivamente. Adicionalmente, se abrió un supermercado Bretas en el estado de

⁷ 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.

Minas Gerais y un supermercado Mercantil Rodrigues en el estado de Bahía, agregando 3.913 m² y 4.420 m² respectivamente.

Por otro lado, con fecha 1 de abril de 2014 la emisora materializó un proceso de refinanciamiento de sus obligaciones financieras, lo cual le ha permitido reducir en aproximadamente US\$ 650 millones los vencimientos para 2014 y en alrededor de US\$ 120 millones aquellos para 2015, lo cual mejora las holguras financieras para los próximos dos años. De acuerdo a lo señalado por la emisora, con posterioridad la compañía ha refinanciado otros US\$ 180 millones. El objetivo de la compañía es reducir sus amortizaciones a un máximo de US\$ 300 millones anuales.

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.

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

Primera Clase Nivel 1

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

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.

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 partícipe, alcanzando una participación de aproximadamente 27,2%; en tiendas por departamento, París posee el segundo lugar del sector (23%, aun 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 17,3%, 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 39%, mientras que en Brasil también está dentro de los tres principales actores en la zona específica de sus operaciones. En el caso de Colombia, Cencosud es el tercer operador más relevante, con una participación de mercado de 18%.

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; Gbarbosa, Bretas y Prezunic en Brasil y Metro y Jumbo en Colombia. 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 recessivos).

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 2013, debido a la revaluación de activos, el EBITDA fue incluso superior a sus ingresos, los cuales ascendieron a US\$ 391 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. No obstante, se reconoce que la penetración de este medio de pago no se ha incrementado en forma importante, a excepción de Perú, donde el negocio de tarjetas de la emisora se encuentra en su fase inicial). 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 arriendo de espacios en los *malls*.

Exposición en el exterior: Parte importante de las operaciones del emisor se realizan en Argentina (un 25,2% de los ingresos de la empresa y un 12% del EBITDA de 2013 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 Caa1 en escala global moneda extranjera, mientras que Chile está clasificado en categoría Aa3. Perú, Brasil y Colombia también presentan una clasificación de riesgo inferior a la chilena (de Baa2 en los dos primeros países, y Baa3 en el caso de éste último).

Exposición cambiaria y a tasas de interés: Parte importante de las inversiones del emisor se encuentran en el extranjero, con un 61,8% de los ingresos de 2013 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 cubrir entre el 85% y 90% de su deuda 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 diciembre de 2013, totalizando más de 4,2 millones de m² de superficie de salas de venta y malls:

País	Formato	Marca	Nº Locales
Chile Superficie Total: 1,6 mill de m ²	Supermercados	Jumbo, Santa Isabel	224
	Mejoramiento Hogar	Easy	32
	Multitienda	Paris, Johnson's	77
	Centros Comerciales	Varios (entre ellos, marca "Portal")	25
	Otros	Tarjetas Mas; Banco, seguros Paris; AventuraCenter; JJO, Umbrale, Foster, FES	
Argentina Superficie Total: 1,1 mill de m ²	Supermercados	Jumbo, Vea, Disco	290
	Mejoramiento Hogar	Easy, Blaisten	48
	Centros Comerciales	Varios	18
	Otros	Tarjetas, Seguros	
Brasil Superficie Total: 597 miles de m ²	Supermercados	Gbarbosa, Bretas, Perini, , Prezunic.	221
	Otros	Electroshow (25 tiendas), tarjetas, Farmacias GBarbosa (48 tiendas)	
Perú Superficie Total: 350 miles de m ²	Supermercados	Metro, Wong	87
	Multitienda	Paris	6
	Centros Comerciales	Varios	3
	Otros	Tarjetas de crédito, seguros	
Colombia Superficie Total: 519 miles de m ²	Supermercados	Jumbo, Metro	100
	Mejoramiento Hogar	Easy	9
	Centros Comerciales	Varios	2
	Otros	Tarjetas	

Chile

Los negocios que **Cencosud** lleva a cabo en Chile son los que durante 2013 más aportaron a la compañía en términos de ingresos de explotación, con un 38% del total corporativo a través de 358 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, *homecenters*, seguros, banco y área inmobiliaria. Dentro de los principales negocios que maneja la compañía en el territorio, se encuentran supermercados Jumbo y Santa Isabel, la tienda de mejoramiento del hogar Easy, tiendas por departamento Paris y Johnson's, las marcas de vestuario Umbrale, Foster, J.J.O y FES, 25 centros comerciales, de los cuales nueve están en Santiago, y 16 en regiones, *retail* financiero a través de las tarjetas Más (Jumbo, Easy y Paris), y finalmente Banco y Seguros Paris.

Argentina

Los negocios desarrollados en Argentina representaron el 25% de los ingresos totales de la compañía en 2013, siendo el segundo país con mayores ventas después de Chile.

Las marcas que maneja la empresa en Argentina son Jumbo, Disco, Vea, Easy y 18 centros comerciales, entre los que destaca Unicenter, uno de los más grandes de Argentina. Es en este país donde la compañía posee la mayor cantidad de supermercados e hipermercados, con 290 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 en Minas Gerais. En 2010 adquirió las cadenas Perini, Super Familia y Bretas. A comienzos de 2012 adquirió la cadena de supermercados Prezunic, con lo cual la emisora se ha situado como la cuarta operadora a nivel nacional.. En la actualidad cuenta con 221 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 2013 las inversiones en Brasil aportaron el 19,4% de los ingresos de **Cencosud**.

Perú

La inversión dentro de Perú corresponde a la adquisición de la cadena Wong a fines de 2007. A diciembre de 2013 contaba con 87 supermercados, y seis locales de tiendas por departamento.

En el caso de supermercados, el emisor cuenta con un 39% de participación de mercado; adicionalmente, participa en el negocio de tarjetas de crédito y corretaje de seguros . Todo ello lleva a que en Perú se genere el 7,7% de los ingresos totales de la sociedad.

Colombia

La compañía tiene nueve tiendas Easy en Colombia, inauguradas a partir de 2008, en tanto que, posteriormente a la adquisición de las operaciones de Carrefour en Colombia, dispone de 100 tiendas y se ha posicionado como el segundo actor más relevante en el segmento de supermercados. De esta manera, este país ya representa un 9,5% de los ingresos de la compañía.

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 2014 la estructura es la siguiente:

Accionista	Porcentaje de la propiedad
Inversiones Quinchamali Limitada	20,57%
Inversiones Latadia Limitada	19,47%
Inversiones Tano Limitada	16,19%
Banco Santander – JP Morgan	6,29%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros	4,18%
Banco Itau por Cuenta de Inversionistas	3,30%
Horst Paulmann Kemna	2,49%
Fondo de Pensiones Provida C	2,01%
Fondo de Pensiones Habitat C	1,88%
Fondo de Pensiones Habitat B	1,49%
Fondo de Pensiones Capital C	1,32%
Fondo de Pensiones Provida B	1,27%
Otros Accionistas	19,54%
Total	100%

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

Cargo	Nombre
Presidente	Horst Paulmann Kemna
Director	Richard Buchi Buc
Director	Heike Paulmann Koepfer
Director	Peter Paulmann Koepfer
Director	Roberto Óscar Phillips
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 división obras y proyectos	Stefan Krause	25-06-2013
Gerente división shopping centers	Rodrigo Larraín Kaplan	11-03-2013
Gerente corporativo de administración y finanzas	Juan Manuel Parada	01-07-2012
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 Tecnología	Andrés Artigas	01-10-2008
Gerente división Easy	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

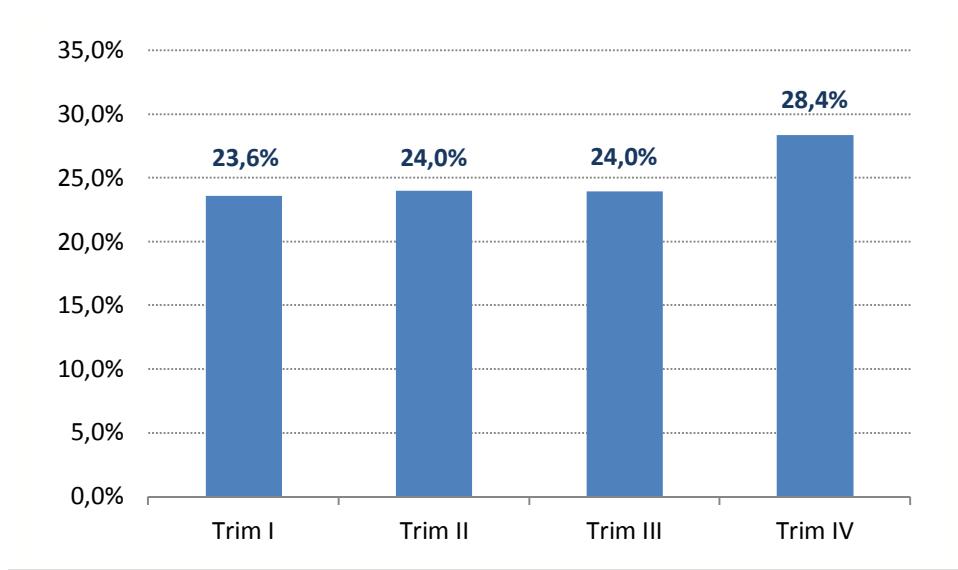
Distribución de los ingresos

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\$ 19.960 millones en 2013 (en dólares de diciembre de 2013), 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, Super Familia y Perini en Brasil; Wong en Perú y Carrefour en Colombia. En mejoramiento de hogar, la empresa compró Home Depot 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 la mayor participación que exhibe el último trimestre del año respecto del total de ingresos, alcanzando en promedio para los últimos cinco años de 28,4% 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 23,6% de los ingresos consolidados (ver Ilustración 1).

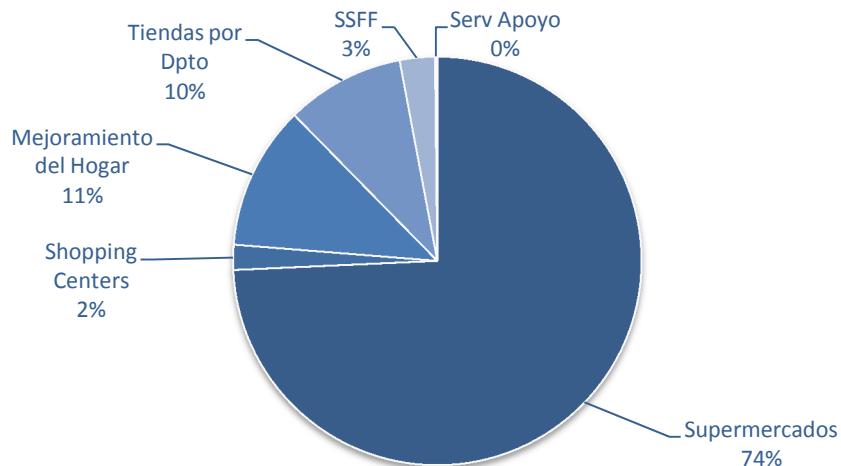
Ilustración 1
Participación Trimestral Ingresos por Venta
Promedio 2009-2013



Por tipo de formato, los supermercados e hipermercados constituyen la gran mayoría de las ventas consolidadas de la empresa⁸, alcanzando durante 2013 US\$ 14.643 millones y un 74,3% del total de la empresa, principalmente por la presencia en cinco países y el alto número de salas de venta en ellos, siendo la distribución de ingresos del rubro un 29,9% en Chile; 23,3% en Argentina; 26,1% en Brasil; 12,0% en Colombia y 9,7% en Perú. Por otra parte, el mejoramiento de hogar, con US\$ 2.243 millones, distribuidos en un 58% en Argentina; 38,1% en Chile y 3,9% en Colombia, fue el segundo rubro originador de ingresos. Las tiendas por departamento, ubicadas principalmente en Chile y, en menor medida, en Perú, contribuyeron con un 9,4% de los ingresos (ver Ilustración 2).

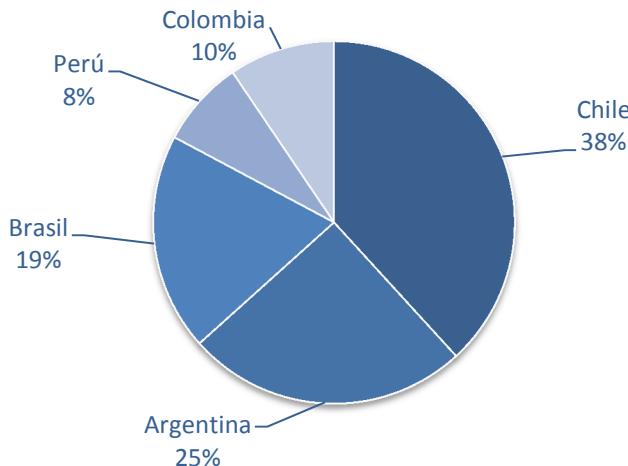
⁸ La distribución del ingreso por líneas de negocio no, necesariamente, se replica en términos de EBITDA, en particular debido a que la actividad inmobiliaria presenta un elevado margen

Ilustración 2
Ingresos por Segmento 2013



Por países, Chile y Argentina son los que más relevantes en términos de ingresos para la compañía, con un 38% y 25% 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, Perú y Colombia, puesto que en 2005 Chile representaba un 65% del total y Argentina un 35% (ver Ilustración 3).

Ilustración 3
Ingresos por Segmento 2013



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.

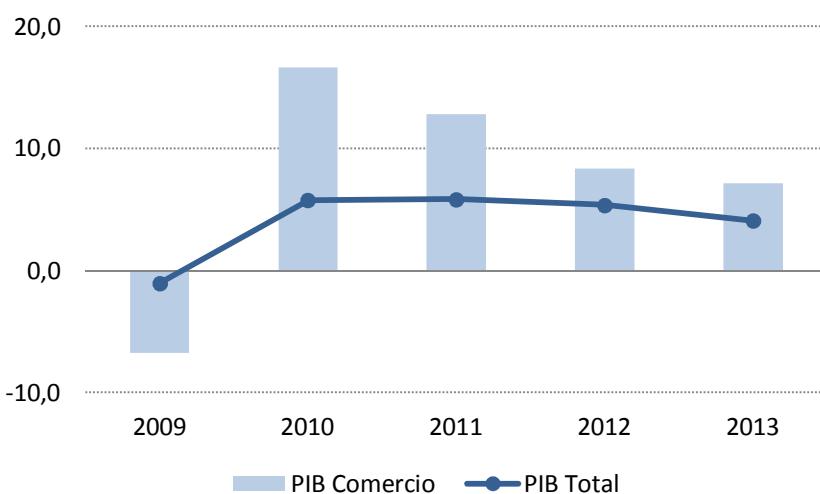
Proveedores

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). Según lo informado por la administración de la sociedad, en términos monetarios, ningún proveedor representa más del 10% 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 tanto nacionales como internacionales 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 generales, un índice adecuado para observar el desarrollo de la industria es observar su correlación con el Producto Interno Bruto (PIB) ligado al comercio. A modo de ejemplo, a continuación se detalla la evolución de las tasas de variación del PIB total y del PIB del Comercio en Chile, apreciándose que el PIB del Comercio presenta mayores fluctuaciones que el PIB total de la economía. Ver Ilustración 4):

Ilustración 4
PIB Comercio y PIB Total
Tasa de variación porcentual. 2009-2013



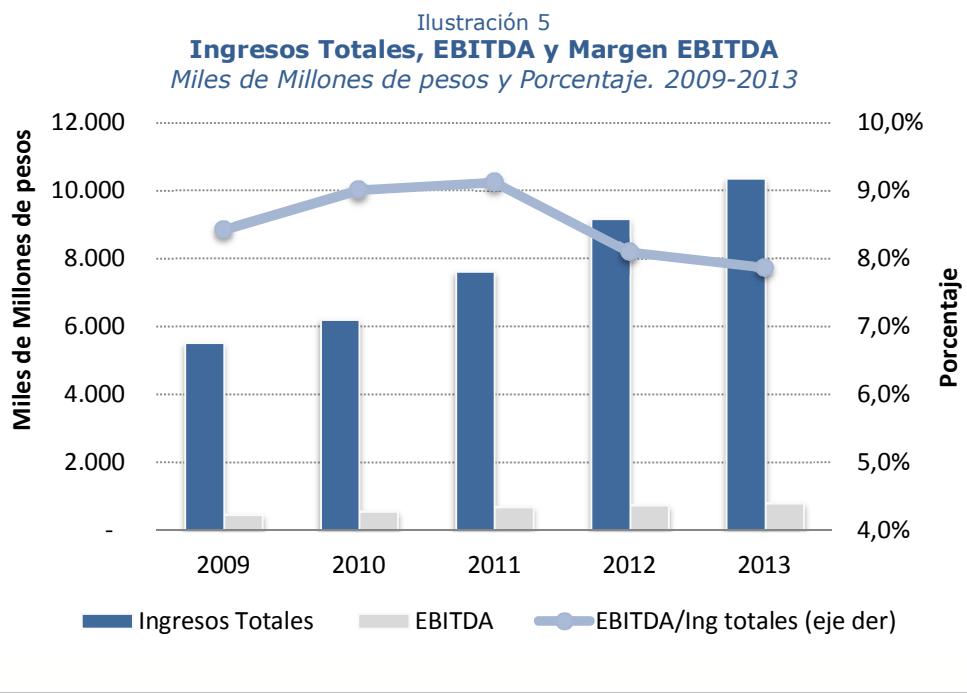
Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

Durante los últimos 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 17,0% anual compuesto promedio para el periodo 2009-2013, lo que implica que la compañía creció en total un 88% en dicho lapso⁹. 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 se han incorporado tres países adicionales, además de incursionar en los negocios de las áreas de multitienda, seguros y banco.

El EBITDA ha experimentado una evolución muy similar a la de los ingresos entre 2009 y 2013, con una expansión total de 75,1% y una tasa anual de crecimiento de promedio de 15,0%. La incorporación de nuevas cadenas de supermercados, tales como la incorporación de las operaciones en Colombia, aun cuando, por una parte, ha incrementado los ingresos, por otra parte ha conllevado un deterioro de la tasa de EBITDA a ingresos, aunque, se espera, que el traspaso de las prácticas de la empresa a la nueva cadena y la mayor escala permita, con posterioridad, recuperar este indicador (ver Ilustración 5).

⁹ Esto es, ingresos medidos en pesos chilenos nominales, con la consecuente conversión de las monedas locales a la chilena.



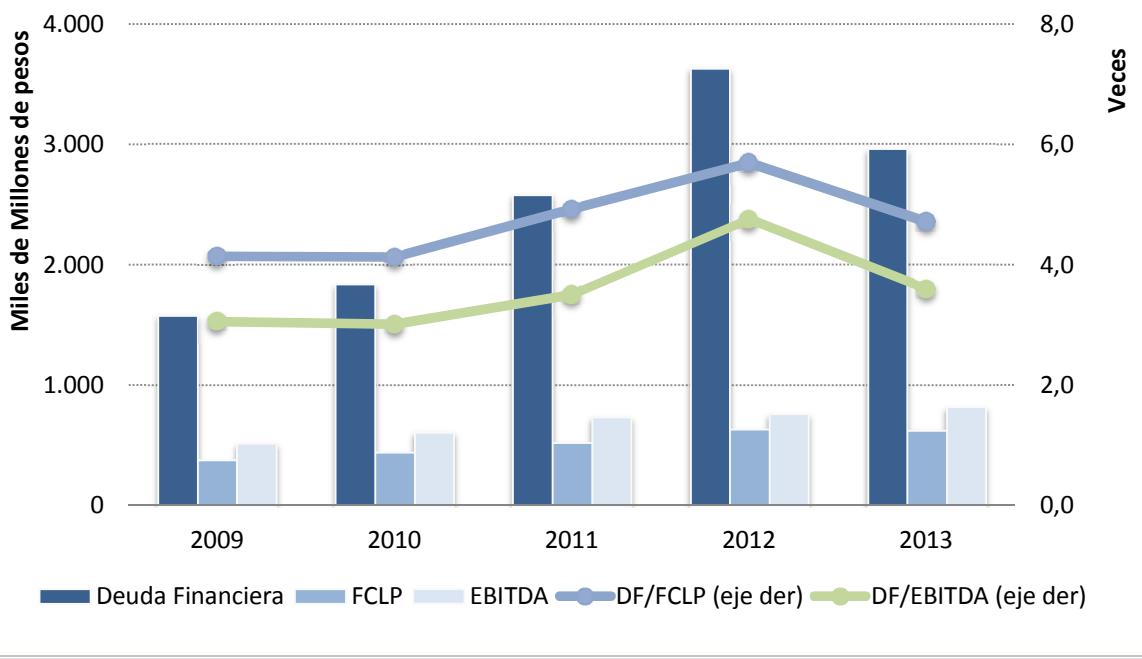
Evolución del endeudamiento y la liquidez

Como consecuencia de las adquisiciones realizadas por la compañía, el indicador de endeudamiento, medido como deuda financiera a EBITDA y deuda financiera al Flujo de Caja de Largo Plazo¹⁰, mostró una tendencia creciente hasta 2012, para presentar una caída en el más reciente ejercicio. Al 31 de diciembre de 2013 estos indicadores se sitúan en niveles de 3,6 veces y 4,7 veces, respectivamente.¹¹

¹⁰ 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.

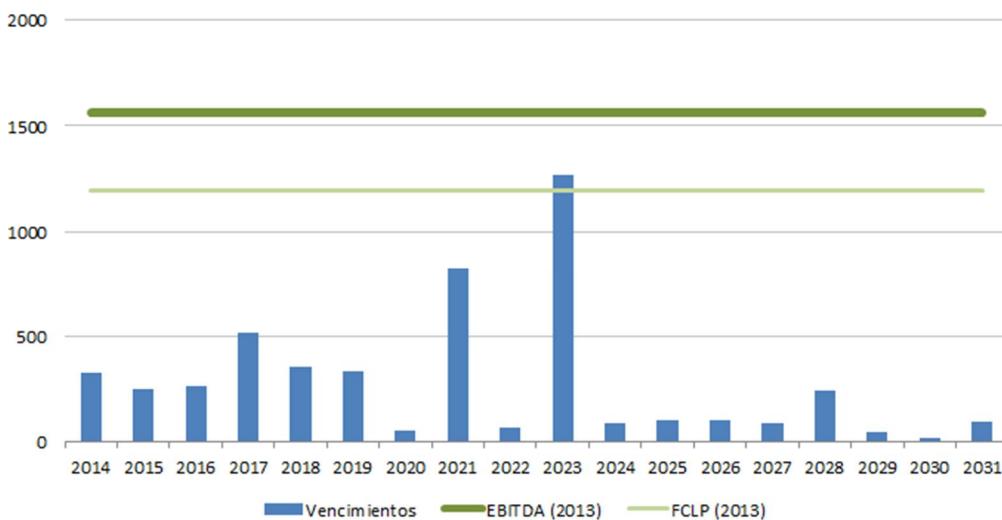
¹¹ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a diciembre de 2013.

Ilustración 6
Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo
Miles de Millones de pesos y número de veces. 2009-2013



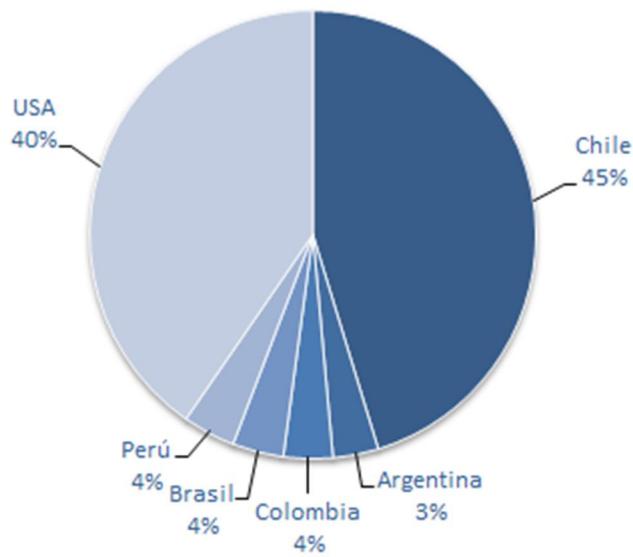
La deuda financiera de **Cencosud** al cierre de 2013 alcanzaba los \$ 2.957 miles de millones, de los cuales un 25,0% correspondía a compromisos de corto plazo. La caída de los pasivos financieros se debe principalmente a los aumentos de capital efectuados durante el año pasado por la compañía. Por otra parte, como se señaló más arriba, recientemente la emisora implementó un refinaciamiento de sus obligaciones financieras, permitiendo que los vencimientos de los pasivos sean abordables ya sea con el EBITDA o el FCLP de la compañía (Ilustración 7). No obstante, en este último caso, el flujo de caja de largo plazo sería insuficiente para pagar los vencimientos de 2023, pero, como ha demostrado la compañía, no existiría dificultad para refinanciar este vencimiento.

Ilustración 7
Calendario de Vencimientos
US\$ Millones



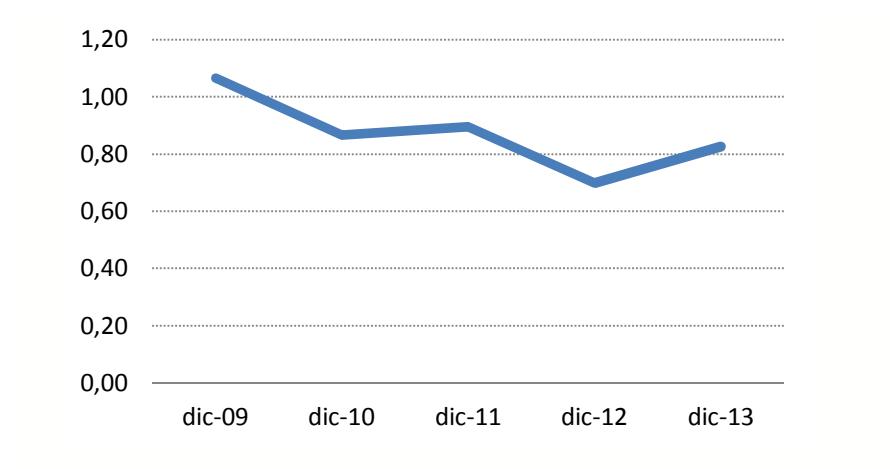
La Ilustración 9 muestra la distribución de la deuda por país a diciembre 2013:

Ilustración 8
Deuda Financiera por país
Diciembre 2013



La liquidez de **Cencosud**, medida como razón circulante, se ha ubicado en torno a 0,87 en el período 2009-2013, llegando a un mínimo de 0,7 en diciembre de 2012. No obstante, con posterioridad este indicador se ha recuperado marginalmente, hasta un nivel de 0,82, como se observa en la Ilustración 9.

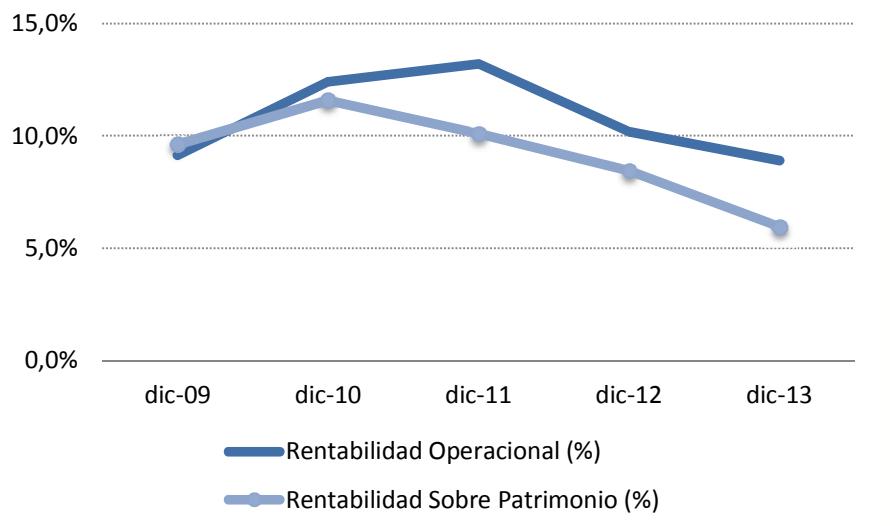
Ilustración 9
Evolución de Liquidez
dic 2009 - dic 2013



Rentabilidad

Luego de incrementarse hasta 2011, con posterioridad los indicadores de rentabilidad, tanto la operacional¹² como del patrimonio¹³, han mostrado una tendencia decreciente, como se aprecia en la Ilustración 10.

Ilustración 10
Evolución de Rentabilidad
dic 2009 - dic 2013



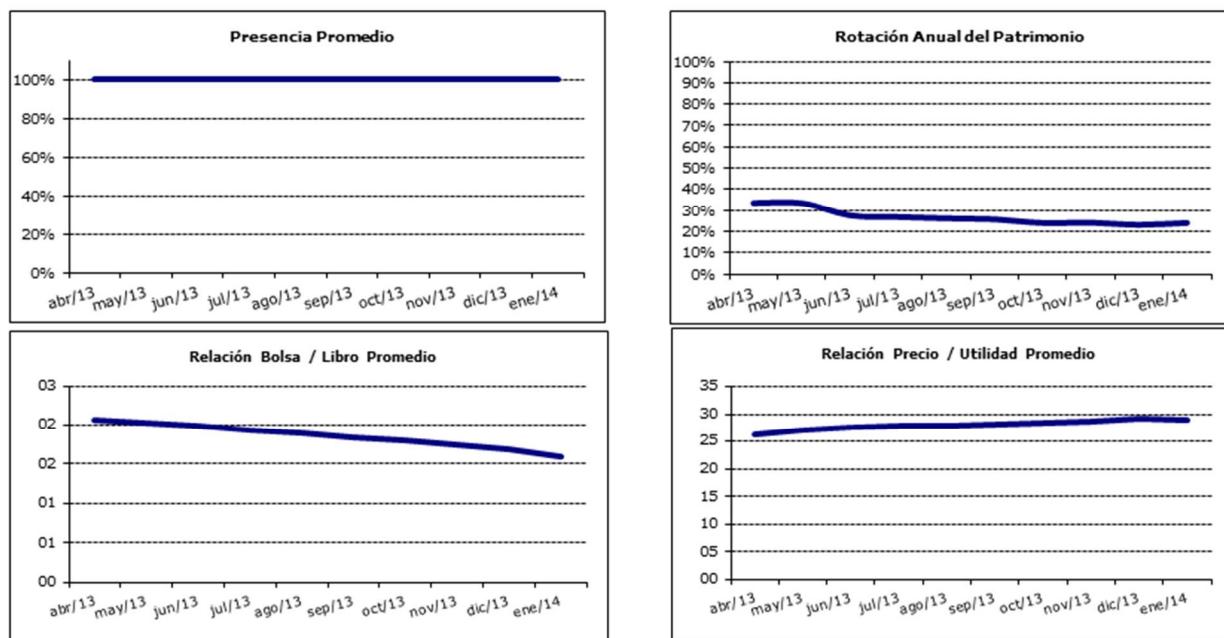
¹² Resultado operacional sobre activos promedio.

¹³ Utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio.

Desempeño bursátil de la acción

La presencia promedio de la acción de **Cencosud** ha permanecido en un 100%, como se aprecia en la Ilustración 11, 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*.

Ilustración 11
Indicadores Accionarios



"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."