



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## Cencosud S.A.

Mayo 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos y línea de bonos	<b>AA-</b>  <b>Primera Clase Nivel 1</b>  <b>Estable</b>  31 de marzo de 2016 <sup>1</sup>
Acciones	
Tendencia	
EEFF base	

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bono Serie B1 (BJUMB-B1)	Nº 268 de 05.09.01
Bono Serie B2 (BJUMB-B2)	Nº 268 de 05.09.01
Línea de Bonos	Nº 404 de 27.01.05
Línea de Bonos	Nº 443 de 21.11.05
Línea de Bonos	Nº 530 de 16.04.08
Serie E (BCENC-E)	Primera Emisión
Serie F (BCENC-F)	Segunda Emisión
Línea de Bonos	Nº 551 de 14.10.08
Serie J (BCENC-J)	Primera Emisión
Serie N (BCENC-N)	Tercera Emisión
Serie O (BCENC-O)	Cuarta Emisión
Línea de Bonos	Nº 816 de 14.07.15

Estado de Resultados Consolidados IFRS						
MM\$	2011	2012	2013 ( <sup>2</sup> )	2014 ( <sup>2</sup> )	2015 ( <sup>2</sup> )	Mar 2016
Ingresos totales	7.604.806.373	9.149.077.107	10.134.158.210	10.711.029.246	10.991.337.710	2.483.843.974
Costo de ventas	-5.434.916.638	-6.547.831.773	-7.324.251.612	-7.814.773.235	-7.813.225.785	-1.763.979.519
Costos de distribución	-15.017.899	-20.233.594	-23.931.088	-26.653.898	-27.869.865	-6.242.744
Gastos de administración	-1.513.955.378	-1.925.414.111	-2.181.508.368	-2.274.046.291	-2.473.335.481	-545.038.536
Resultado operacional	572.985.520	599.164.585	566.982.206	508.743.138	650.064.567	169.399.346
Costos financieros	-144.135.731	-211.022.110	-223.566.627	-180.257.503	-259.038.397	-69.323.451
Ganancia	285.718.824	272.809.130	229.764.796	191.024.078	231.984.919	109.028.837
EBITDA <sup>3</sup>	693.986.454	740.614.983	753.558.222	708.786.179	868.554.879	220.679.363

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2015. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2016 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.

<sup>2</sup> Excluye el resultado de las operaciones mantenidas para la venta, correspondientes al acuerdo con Scotiabank para el desarrollo del retail financiero en Chile.

<sup>3</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 y amortización.

Balance General Consolidado IFRS						
MM \$	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	31-mar-16
Activos Corrientes	2.085.635.571	2.316.811.528	2.425.218.877	3.002.467.626	2.501.764.840	2.384.765.527
Activos No Corrientes	5.558.452.231	7.426.778.315	7.640.015.336	7.714.035.603	7.608.960.470	7.419.804.831
Activos Bancarios <sup>4</sup>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Total Activos</b>	<b>7.644.087.802</b>	<b>9.743.589.843</b>	<b>10.065.234.213</b>	<b>10.716.503.229</b>	<b>10.110.725.310</b>	<b>9.804.570.358</b>
Pasivos Corrientes	2.331.280.460	3.322.629.861	2.951.698.999	3.138.770.287	2.426.085.236	2.203.394.293
Pasivos No Corrientes	2.362.201.096	3.008.748.238	2.852.168.125	3.286.247.131	3.713.828.256	3.621.787.814
Pasivos Bancarios <sup>5</sup>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0	0
Total Pasivos	4.693.481.556	6.331.378.099	5.803.867.124	6.425.017.418	6.139.913.492	5.825.182.107
Patrimonio	2.950.606.246	3.412.211.744	4.261.367.089	4.291.485.811	3.970.811.818	3.979.388.251
<b>Total Patrimonio y Pasivos</b>	<b>7.644.087.802</b>	<b>9.743.589.843</b>	<b>10.065.234.213</b>	<b>10.716.503.229</b>	<b>10.110.725.310</b>	<b>9.804.570.358</b>
Deuda Financiera	2.466.462.827	3.541.545.577	2.957.140.839	3.170.539.225	3.280.211.419	3.142.592.111

## 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, entretención familiar y servicios financieros (seguros, banco y tarjeta de crédito).

Durante 2015 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 15.477<sup>6</sup> millones, un EBITDA de US\$ 1.223 millones, mientras que su deuda financiera a diciembre 2015 era de US\$ 4.619 millones.

Sin perjuicio que se mantiene la clasificación de riesgo, **Humphreys** estará atento al desempeño de las economías en donde **Cencosud** desarrolla sus actividades, las que presentan un riesgo soberano superior al de Chile (incluso algunas calificadas en grado de inversión). A ello se debe sumar los conflictos políticos que afectan a algunos países o las necesidades de reformas de otros (con el riesgo de crisis políticas). En contrapartida, se reconoce que hasta el año 2021, el emisor no tiene vencimientos de deuda relevante, existiendo un plazo prudente para que éste incremente su rentabilidad y se ajuste a los futuros escenarios políticos-económicos.

Las principales fortalezas de **Cencosud**, que sirven de fundamento para la calificación de sus líneas y títulos de deuda en "Categoría AA-", son su alta participación de mercado en el negocio de *retail* en los países en

<sup>4</sup> A contar de 2012 no se presentan desagregados los activos bancarios.

<sup>5</sup> A contar de 2012 no se presentan desagregados los pasivos bancarios.

<sup>6</sup> Las cifras han sido expresadas en dólares, utilizando el tipo de cambio de cierre de 2015 (\$ 710,16/US\$).

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 del 51% del negocio de operación de tarjetas de crédito en Chile. Con todo, durante 2015 la deuda financiera se ha incrementado respecto de los valores registrados en 2014.

La estrategia de crecimiento desarrollada por la empresa refuerza la clasificación de **Cencosud**, que incluye la venta de bienes a través de sus locales, 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 72%), 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, en el pasado, parte de la deuda de la compañía respondía 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 poseía a diciembre de 2015 un total de US\$ 572 millones<sup>7</sup> en cuentas por cobrar derivadas de las ventas con tarjeta de crédito propia, tanto de corto como de largo plazo, las que representan el 10,6% 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\$ 3.280 millones (70% de la deuda), con un EBITDA estimado cercano a US\$ 1.223 millones anuales, y un EBITDA ajustado<sup>8</sup> cercano a US\$ 964 millones.

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, que se ha materializado, en lo reciente, en la caída de los flujos provenientes de la operación en Brasil; la necesidad de consolidar las recientes operaciones en Perú y Colombia; la sensibilidad

---

<sup>7</sup> No considera las cuentas por cobrar del Banco Paris.

<sup>8</sup> Esta medida de flujos es publicado por la emisora y ajusta el EBITDA por variaciones de tipo de cambio, revalúo de activos y ganancias (pérdidas) por unidades de indexación.

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 el 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.

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. Cabe señalar que la compañía invertiría aproximadamente US\$550 millones en el período 2016-2019 en tecnología, de manera de afrontar los desafíos del *e-commerce*.

## 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 2015

En 2015 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 10.911 billones (cerca de US\$ 15.477 millones), con un incremento, en pesos, de 2,6%. Este aumento estuvo sustentado por un alza de 20% en los ingresos del segmento mejoramiento del hogar, en particular por el crecimiento de 31,5% de los ingresos provenientes de las operaciones en Argentina, seguido en importancia por la expansión de 6,3% en Chile.

El área de Centros Comerciales experimentó un crecimiento de 15,4%, en tanto que el segmento de Supermercados presentó una caída de 1,4%, explicado por la fuerte baja de los ingresos provenientes tanto de Brasil, de más de 22% (debido a una caída de 4,7% en moneda local y la devaluación del real), como de Colombia (país en que, a pesar de exhibir una variación positiva del *same store sales*, la devaluación del peso colombiano significó una caída de casi 16% medida en pesos chilenos). Por su parte, aquellos provenientes de la operación de Argentina crecieron en 18,8%, en tanto que los de Chile se expandieron en 6,4%.

Las tiendas por departamento exhibieron un incremento de sus ingresos de 6,1%, explicado por el crecimiento de las operaciones tanto en Chile como en Perú. Por su parte, la actividad de los centros comerciales (negocio inmobiliario), se expandió en 15,4% explicado por el crecimiento en Chile (11%), Argentina (29,4%) y Perú (8,2%), mientras que los ingresos provenientes de Colombia presentaron una caída de más de 10%. Mientras, el segmento de servicios financieros experimentó una caída de más de 68% en Chile, debido a la venta del negocio de tarjetas al Scotiabank, en tanto que los ingresos provenientes de Argentina, Brasil y Perú mostraron variaciones positivas, que contrastan con la caída de más de 30% de los ingresos del segmento originados en la operación en Colombia.

Por su parte, los costos de explotación cayeron en 0,2%, hasta \$ 7.813 billones; con lo cual representaron un 71% de los ingresos.

El total de costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función llegó a \$ 2.675 billones, un aumento de 7,8% respecto de 2014. Con lo anterior, el resultado operacional<sup>9</sup> llegó a \$ 650.065 millones, lo que representa un crecimiento de 27,8% respecto al año anterior<sup>10</sup>. De esta manera, el resultado operacional como porcentaje de los ingresos se incrementó desde 4,7% en 2014 a 5,9% en el ejercicio recién pasado.

El EBITDA, por su parte, se incrementó en 22,5%, al pasar desde \$708.786 millones en 2014, a \$868.555 millones en 2015.

En términos no operacionales, la compañía pasó de una pérdida de \$ 228.642 millones a una de \$ 368.784 millones. El incremento en las pérdidas se explica principalmente por el efecto contrario de los costos financieros y el incremento en el resultado negativo de las diferencias de cambio. Estos resultados se vieron

<sup>9</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.

<sup>10</sup> La compañía, por su parte, reporta un resultado operacional de \$673.493 millones, puesto que considera, además, el resultado operacional generado por las operaciones discontinuadas, y que durante 2015 aun consolidaban en Cencosud.

influidos por la reclasificación del *fair value* de los instrumentos derivados, los cuales, anteriormente, se consideraban parte de las Otras Ganancias, en tanto que, a partir de 2015, el *hedge* de tasa se clasifica dentro del Costo Financiero, en tanto que el *hedge* de moneda es considerado parte de las Diferencias de Cambio.

Como resultado de lo anterior, la ganancia del período se incrementó en más de 21% respecto de 2014, alcanzando a \$ 231.985 millones.

### **Eventos recientes**

En el primer trimestre de 2016 registró ingresos por ventas por \$2.483.844 millones, lo que representa una caída de 6,4% respecto del mismo período del año anterior, influido por las fuertes depreciaciones del peso argentino, peso colombiano y el real brasileño.

El EBITDA, por su parte, alcanzó aproximadamente \$220.679 millones, registrando un alza de casi 30% respecto al mismo trimestre de 2015. De esta manera, el margen EBITDA del trimestre alcanza a 8,9%, lo que se compara favorablemente con el margen de 6,4% registrado en el mismo trimestre del período anterior.

Las ganancias, en tanto, se incrementaron en más de 386%, totalizando aproximadamente \$109.029 millones.

La compañía, además, se encuentra implementando un programa para hacer más eficiente la operación, a través de una revisión de las tiendas con menor desempeño, así como se mantiene el programa de desinversión de activos no estratégicos.

## **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

Corresponde a aquella clasificación que podría verse desmejorada como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor

## 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 de mejoramiento del hogar y tiendas por departamento son aún incipientes) y en los distintos rubros en que participa. En Chile, en el segmento de supermercados es el segundo operador, alcanzando una participación de aproximadamente 28,1%; en tiendas por departamento, París posee el segundo lugar del sector (32,1%, 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, con una participación de mercado de 18,3%. En Argentina su participación en supermercados asciende a aproximadamente 17,0%, ocupando el segundo lugar del sector y, por otro lado, es líder en mejoramiento del hogar. En Perú es el primero en supermercados, con un 37,2%, 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 15,8%.

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 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. Asimismo, dado los volúmenes de compra, 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, debiera repercutir en una mayor eficiencia operativa. Sin perjuicio de lo anterior, no se desconoce que los beneficios de una escala elevada deben desarrollarse organizacional y operativamente, y, en la práctica, reflejarse en los resultados financieros.



**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, en 2014, excluyendo la revaluación de activos, el EBITDA ascendió a US\$ 268 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.

**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. Adicionalmente, el bajo nivel de consumo per cápita de los países en donde tiene presencia, en relación con economías desarrolladas, entrega auspiciosas expectativas de crecimiento en el largo plazo.

**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. Por ejemplo, en tres países compite con Walmart, entidad con ventas consolidadas del orden de los US\$ 486 mil millones.

**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). 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 adecuada, es necesario evaluar en el mediano plazo el desempeño del grupo en esta nueva etapa de expansión y operación regional, así como su impacto en la rentabilidad de la empresa, 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 29,7% de los ingresos de la empresa y un 41,8% del EBITDA de 2015 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 B3 en escala global moneda extranjera, mientras que Chile está clasificado en categoría Aa3. Perú, por su parte, está clasificado en A3, mientras que Brasil Ba2 y Colombia se encuentran clasificados en Baa2.

**Exposición cambiaria y a tasas de interés:** Parte importante de las inversiones del emisor se encuentran en el extranjero, con un 62,4% de los ingresos de 2015 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. A diciembre de 2015 la deuda se encontraba expresada en un 32% en dólares, 2% en real brasileiro, 1% en nuevos soles peruanos y el 65% restante en pesos chilenos.

## 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 2015, totalizando casi 4,4 millones de m<sup>2</sup> de superficie de salas de venta y *malls*:

País	Formato	Marca	Nº Locales
Chile Superficie Total: 1,7 mill de m <sup>2</sup>	Supermercados	Jumbo, Santa Isabel	245
	Mejoramiento Hogar	Easy	35
	Multitienda	Paris, Johnson's	78
	Centros Comerciales	Varios (entre ellos, marca "Portal")	25
	Otros	Tarjetas Mas; Banco, seguros Paris; AventuraCenter; JJO, Umbral, Foster, FES	
Argentina Superficie Total: 1,2 mill de m <sup>2</sup>	Supermercados	Jumbo, Ve, Disco	284
	Mejoramiento Hogar	Easy, Blaisten	50
	Centros Comerciales	Varios	22
	Otros	Tarjetas, Seguros	
Brasil Superficie Total: 611 miles de m <sup>2</sup>	Supermercados	Gbarbosa, Bretas, Perini, Prezunic.	217
	Otros	Eletroshow (77 tiendas), tarjetas, Farmacias GBarbosa (62 tiendas)	
Perú Superficie Total: 386 miles de m <sup>2</sup>	Supermercados	Metro, Wong	90
	Multitienda	Paris	9
	Centros Comerciales	Varios	4
	Otros	Tarjetas de crédito, seguros	
Colombia Superficie Total: 524 miles de m <sup>2</sup>	Supermercados	Jumbo, Metro	101
	Mejoramiento Hogar	Easy	10
	Centros Comerciales	Varios	2
	Otros	Tarjetas	

## Chile

Los negocios que **Cencosud** lleva a cabo en Chile son los que durante 2015 más aportaron a la compañía en términos de ingresos de explotación, con un 38% del total corporativo a través de 384 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.

Durante 2015 se perfeccionó la alianza entre **Cencosud** y Scotiabank para el desarrollo conjunto del negocio financiero en Chile. Aun cuando se estimaba que esta operación permitiría disminuir los pasivos financieros, en los hechos la compañía incrementó su deuda financiera durante 2015.

## Argentina

Los negocios desarrollados en Argentina representaron el 29,7% de los ingresos totales de la compañía en 2015, siendo el segundo país con mayores ventas después de Chile.

Las marcas que maneja la empresa en Argentina son Jumbo, Disco, Vea, Easy y 22 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 286 ubicaciones. Asimismo, es donde ha desarrollado de manera más amplia el formato de mejoramiento de hogar y construcción, con 50 puntos de venta.

## Brasil

Las actividades comienzan con la cadena de supermercados Gbarbosa, que cuenta con una importante participación de mercado en el noreste del país y 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 219 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 2015 las inversiones en Brasil aportaron el 15,3% de los ingresos de **Cencosud**, que representa una caída relevante respecto de la participación de 20,1% registrado en el período anterior.

## Perú

La inversión dentro de Perú corresponde a la adquisición de la cadena Wong a fines de 2007. A diciembre de 2015 contaba con 90 supermercados, y nueve locales de tiendas por departamento.

En el caso de supermercados, el emisor cuenta con un 37,2% 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 9,1% de los ingresos totales de la sociedad.

## Colombia

La compañía tiene diez tiendas Easy en Colombia, inauguradas a partir de 2008, en tanto que, posteriormente, con la adquisición de las operaciones de Carrefour en Colombia, dispone de 101 tiendas y se ha posicionado como el tercer actor más relevante en el segmento de supermercados. Durante 2015 los ingresos provenientes de la operación en Colombia representaron un 8,3% del total de ventas de la compañía, lo que representa una caída respecto del 10,1% registrado durante 2014.

## Propiedad y administración

El controlador de la sociedad es la familia Paulmann, con el 60,03% 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 2016 la estructura es la siguiente:

Accionista	Porcentaje de la propiedad
Inversiones Quinchamali Limitada	20,19%
Inversiones Latadia Limitada	19,38%
Inversiones Tano Limitada	16,11%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros	6,52%
Banco Itau por Cuenta de Inversionistas	4,75%
Horst Paulmann Kemna	2,47%
Fondo de Pensiones Habitat C	2,21%
Banco Santander – JP Morgan	2,00%
Fondo de Pensiones Provida C	2,00%
Fondo de Pensiones Habitat B	1,45%
Fondo de Pensiones Capital C	1,33%
Fondo de Pensiones Provida B	1,27%
Otros Accionistas	20,32%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

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	Mario Valcarce Durán
Director	David Gallagher Patrickson

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

Gerencia/División	Gerente	Fecha nombramiento
Gerente general	Jaime Soler Bottinelli	01-01-2015
Gerente corporativo de administración y finanzas	Rodrigo Larraín Kaplan	11-03-2013
Gerente corporativo shopping centers (I)	Carlos Enrique Madina	11-03-2013
Gerente de tiendas por departamento	Ricaro Bennett	2007
Gerente corporativo de riesgo	Marcelo Reyes Sangermani	01-01-2012
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 auditoria	Bronislao Jandzio	01-10-1998
Gerente corporativo asuntos legales	Carlos Alberto Mechetti	01-10-1998
Gerente división mejoramiento del hogar	Antonio Ureta	01-04-2014

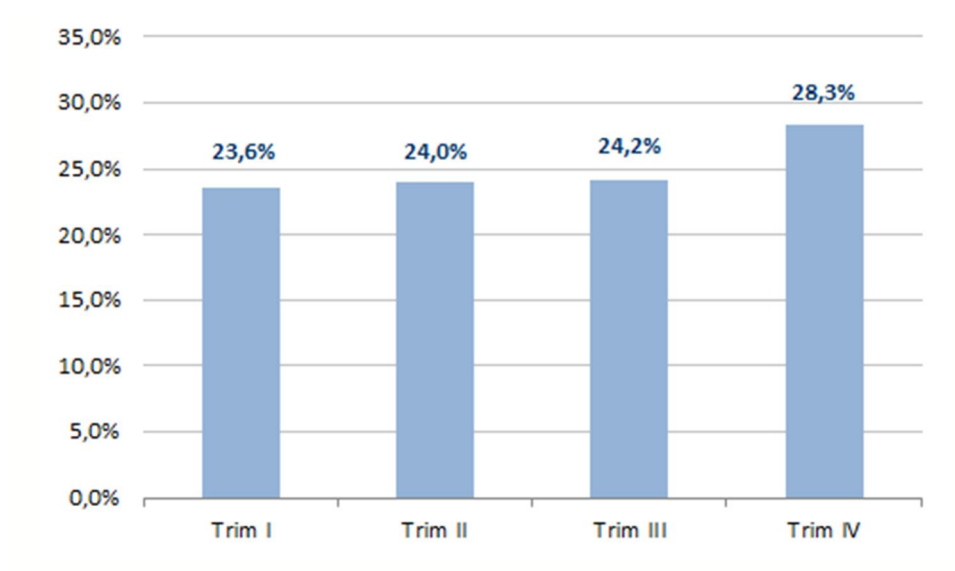
## Distribución de los ingresos

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 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

ventas por aproximadamente US\$ 1.800 millones a fines de 2000, a un total de US\$ 15.477 millones en 2015, transformándose así en una de las mayores empresas chilenas en términos de ingresos.

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 siete años de 28,3% de las ventas anuales, como resultado mayormente de la temporada navideña. Por el contrario, el primer cuarto del año, en el mismo período de siete años, ha promediado un 23,6% de los ingresos consolidados (ver Ilustración 1).

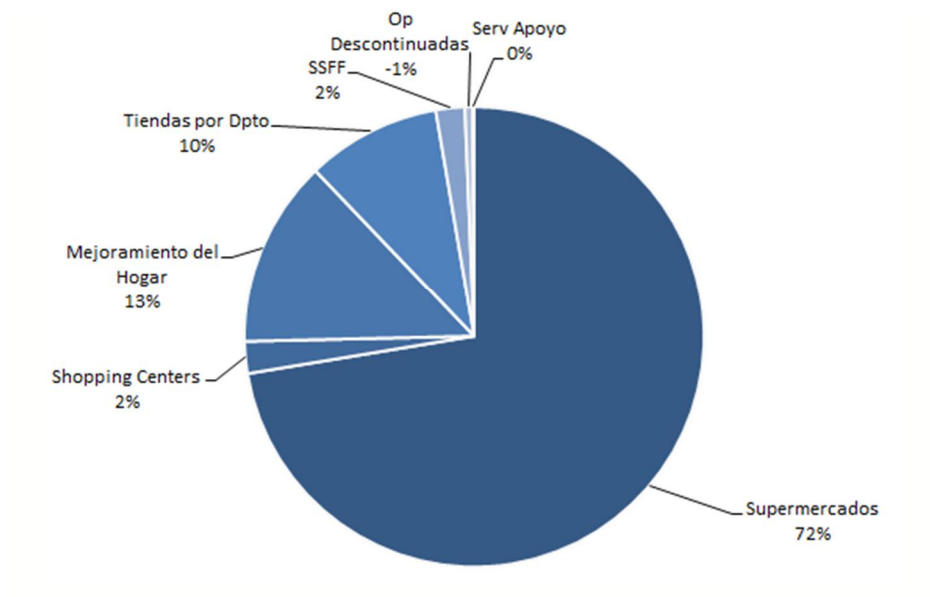
Ilustración 1  
**Participación Trimestral Ingresos por Venta**  
Promedio 2009-2015



Por tipo de formato, los supermercados e hipermercados constituyen la gran mayoría de las ventas consolidadas de la empresa<sup>11</sup>, alcanzando durante 2015 US\$ 11.329 millones y un 73,2% 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 31,1% en Chile; 26,8% en Argentina; 20,9% en Brasil; 10,5% en Colombia y 10,8% en Perú. Por otra parte, el mejoramiento de hogar, con US\$ 2.069 millones, distribuidos en un 62,0% en Argentina; 33,7% en Chile y 4,3% 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 9,6% de los ingresos (ver Ilustración 2).

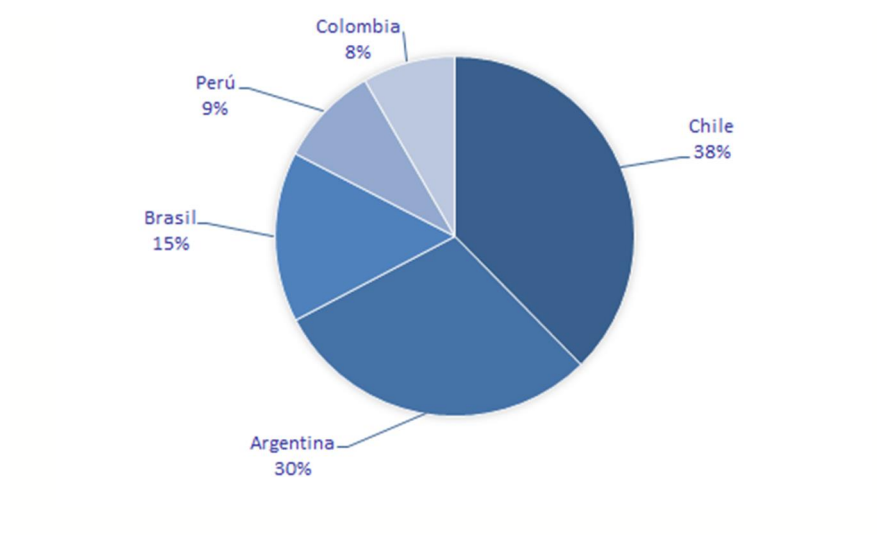
<sup>11</sup> La distribución del ingreso por líneas de negocio no, necesariamente, se replica en términos de EBITDA, en particular debido al alto margen exhibido por la actividad inmobiliaria.

Ilustración 2  
**Ingresos por Segmento 2015**



Por países, Chile y Argentina son los más relevantes en términos de ingresos para la compañía, con un 38% y 30% 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 País 2015**





## 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.

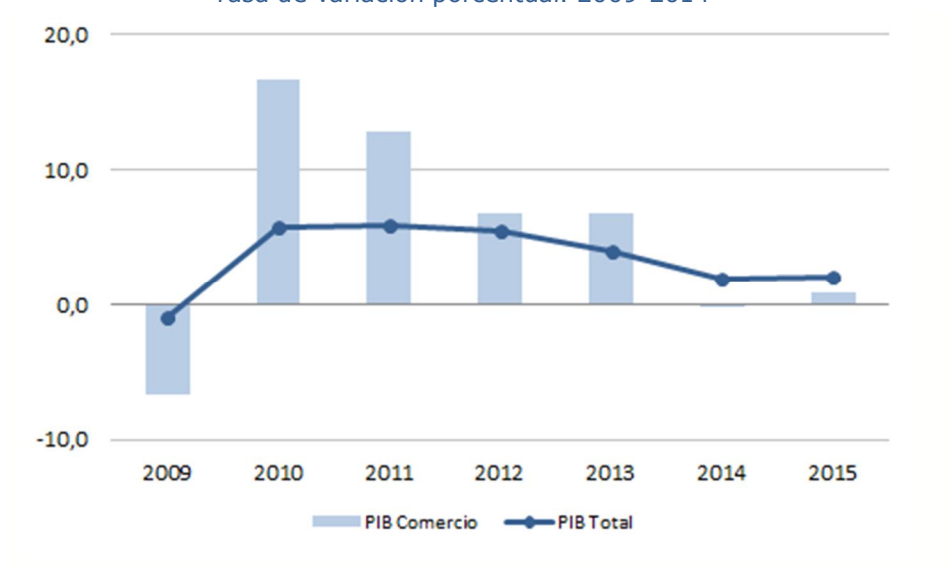
### Proveedores

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. 2009-2014



## Análisis financiero

### Evolución de los ingresos y EBITDA

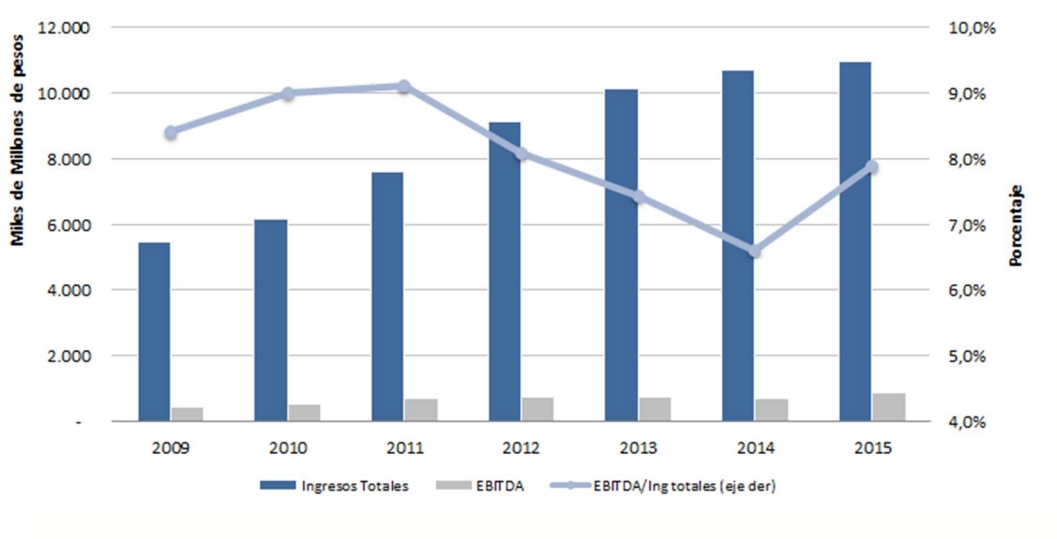
Durante los últimos años la compañía ha mostrado un aumento importante en sus ingresos, asociado al crecimiento a través de adquisiciones y de expansión de puntos de venta. El aumento de los ingresos de explotación ha sido de 12,2% anual compuesto promedio para el período 2009-2015, lo que implica que la compañía creció casi en un 100% en dicho lapso<sup>12</sup>. Asimismo, la naturaleza de los ingresos se ha diversificado tanto en términos de negocios, como por país: hasta 2006, estos 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<sup>13</sup> ha experimentado una evolución muy similar a la de los ingresos entre 2009 y 2015, con una expansión total de 87% y una tasa anual de crecimiento de promedio de 11%. 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 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. Se reconoce, no obstante, que el crecimiento de los ingresos y el EBITDA ha sido inferior al esperado inicialmente, tanto por la depreciación de la moneda en Colombia, así como la contracción de los ingresos en Brasil (ver Ilustración 5).

<sup>12</sup> Esto es, ingresos medidos en pesos chilenos nominales, con la consecuente conversión de las monedas locales a la chilena.

<sup>13</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 y amortización. Este indicador considera la revaluación de activos, que no corresponde a flujo de efectivo.

Ilustración 5  
**Ingresos Totales, EBITDA y Margen EBITDA**  
Miles de Millones de pesos y Porcentaje. 2009-2015



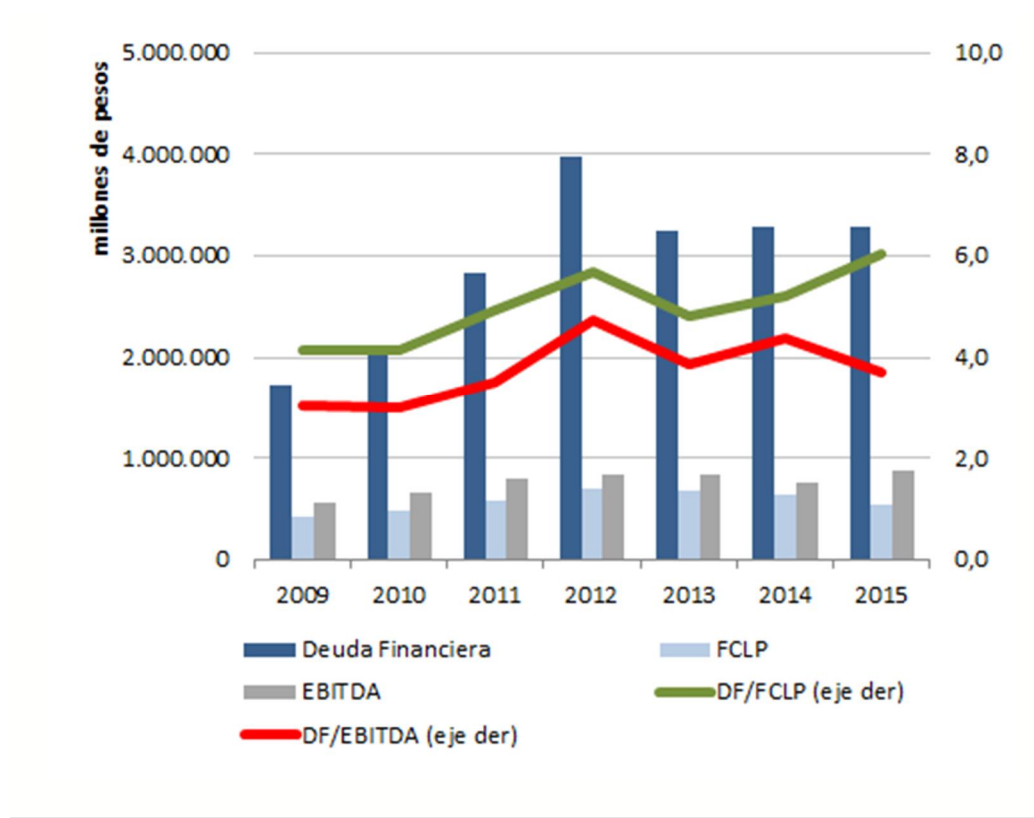
### Evolución del endeudamiento y la liquidez

Como consecuencia de las adquisiciones realizadas por la compañía, el indicador de endeudamiento, medido como deuda financiera al Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>14</sup> y deuda financiera a EBITDA, mostró una tendencia creciente hasta 2012, para presentar una caída durante 2013, y posteriormente incrementarse durante 2014 y 2015 (en el caso del indicador DF/FCLP) además de una caída en el más reciente ejercicio (en el caso de DF/EBITDA) y un ligero incremento durante el más reciente ejercicio. Al 31 de diciembre de 2015 estos indicadores se sitúan en niveles de 6,0 veces y 3,7 veces, respectivamente.<sup>15</sup>

<sup>14</sup> 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.

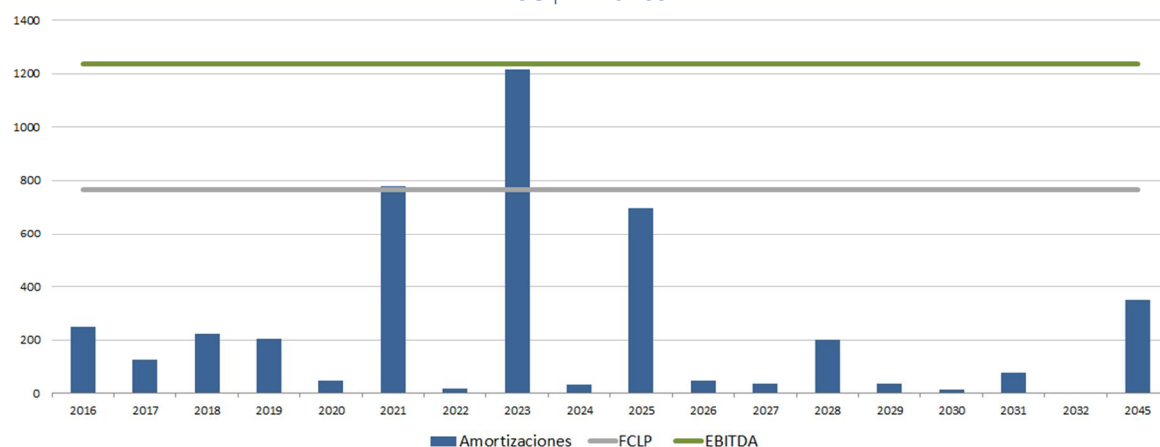
<sup>15</sup> Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a diciembre de 2015.

Ilustración 6  
**Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo**  
Miles de Millones de pesos de diciembre de 2015 y número de veces. 2009-2015



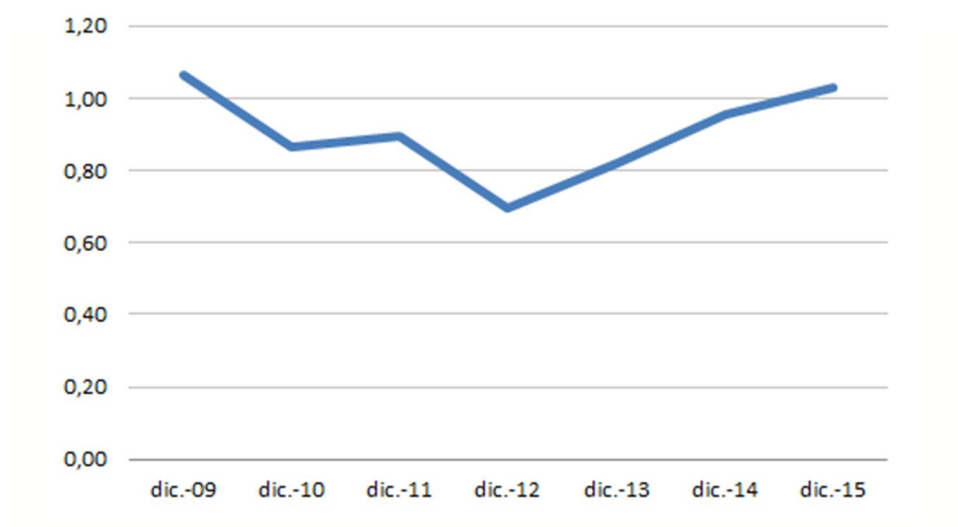
La deuda financiera de **Cencosud** al cierre de 2015 alcanzaba los \$ 3.280 miles de millones, de los cuales un 10,9% correspondía a compromisos de corto plazo. Se observa que los vencimientos de los pasivos más cercanos en el tiempo son abordables con el EBITDA o flujo de caja de largo plazo de la compañía (Ilustración 7). Sin embargo, cabe recordar que una proporción no menor del EBITDA es generada en Argentina, lo que representa dificultades para transferir aquellos flujos (aunque con expectativas de cambio). Por otra parte, se puede apreciar que durante 2023 existiría una situación de mayor estrechez para enfrentar los vencimientos programados para ese año, pero, como ha demostrado la compañía, se asume que no existiría dificultad para refinanciar este vencimiento.

Ilustración 7  
**Calendario de Vencimientos**  
US\$ Millones



La liquidez de **Cencosud**, medida como razón circulante, se ha ubicado en torno a 0,9 en el período 2009-2015, llegando a un mínimo de 0,7 en diciembre de 2012. No obstante, con posterioridad este indicador se ha recuperado, hasta un nivel de 1,03 a fines de 2015, como se observa en la Ilustración 8.

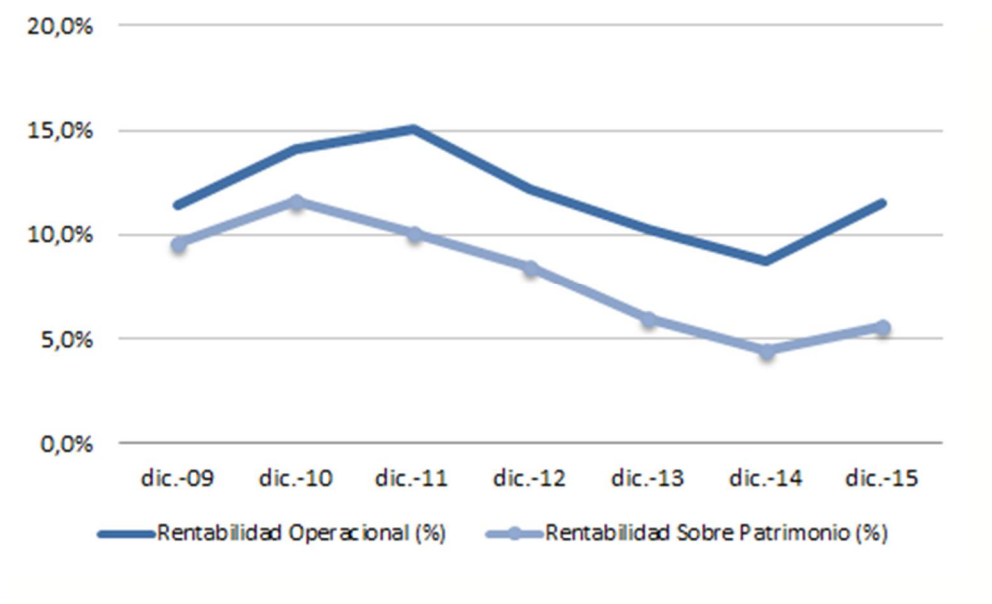
Ilustración 8  
**Evolución de Liquidez**  
diciembre 2009 - diciembre 2015



## Rentabilidad

Luego de incrementarse hasta 2011, con posterioridad los indicadores de rentabilidad, tanto la operacional<sup>16</sup> como del patrimonio<sup>17</sup>, han mostrado una tendencia decreciente hasta fines del período 2014, pero, posteriormente, se registra un incremento de estos indicadores, como se aprecia en la Ilustración 9.

Ilustración 9  
**Evolución de Rentabilidad**  
Diciembre 2009 - diciembre 2014



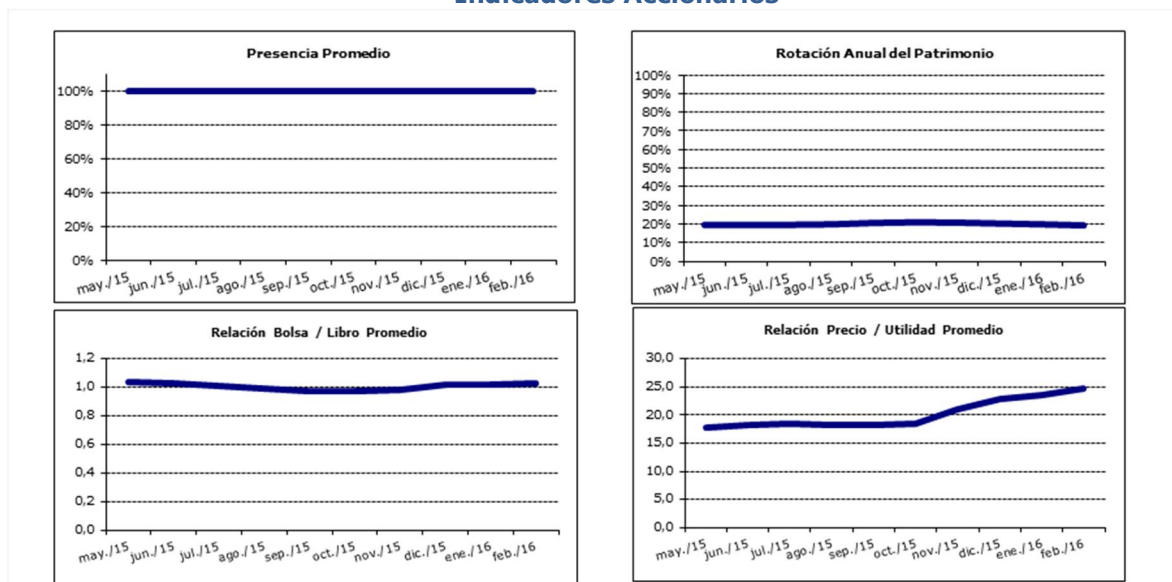
<sup>16</sup> Resultado operacional sobre activos promedio.

<sup>17</sup> Utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio.

## Indicadores de los títulos accionarios

La presencia promedio de la acción de **Cencosud** ha permanecido en un 100%, como se aprecia en la Ilustración 10, 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 10  
Indicadores Accionarios



## Covenants de los bonos

Para los bonos vigentes, **Cencosud** se ha comprometido a mantener los siguientes resguardos financieros:

Covenants financieros		
	Líneas de bonos	Marzo 2016
Deuda financiera menos efectivo y equivalentes al efectivo y menos otros activos financieros corrientes / Patrimonio	Menor a 1,2 veces	0,69 veces
Patrimonio mínimo	Mayor a UF 11.500.000	UF 154.160.000
Deuda financiera menos efectivo y equivalentes al efectivo y menos otros activos financieros corrientes / Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	Menor a 1,2 veces	0,60 veces

*"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"*