

Fortaleza del Perfil de Pago de Deuda de Cencosud (Bonos AA)

Humphreys y su análisis del endeudamiento de Cencosud

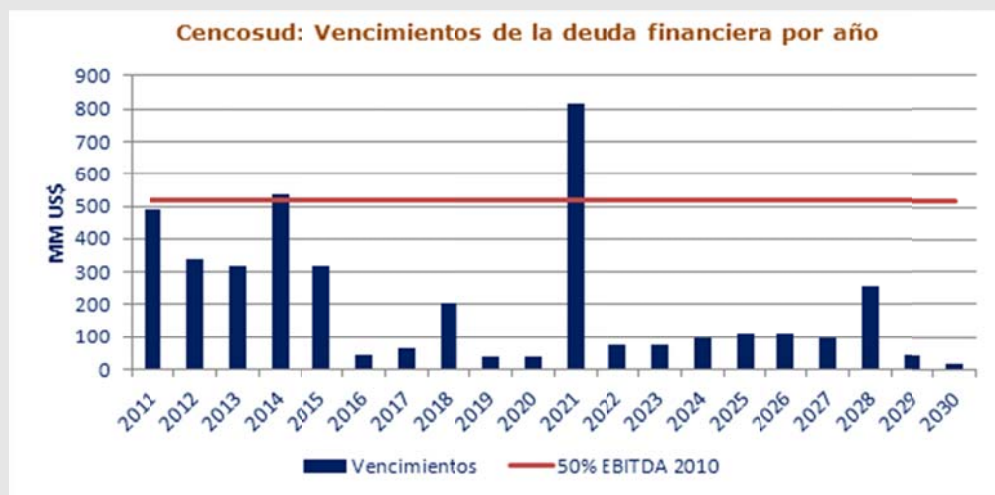
El análisis para la clasificación de riesgo aplicado por *Humphreys* no es ajeno al perfil de pago de la deuda de las compañías. En efecto, un plan de amortizaciones anuales de la deuda financiera que tome en cuenta la generación anual de caja disminuye el riesgo de insolvencia en períodos de *stress* económico, que pudieran traducirse en problemas de refinanciamiento de pasivos.

En la clasificación de riesgo de **Cencosud** se ha considerado la eficiente adecuación de sus amortizaciones al flujo operacional del emisor, incluso suponiendo la imposibilidad de acceder a los excedentes que se generan fuera de Chile. Al cierre de 2010, la deuda financiera sobre EBITDA llegaba a 3,0 veces (2,8 veces neto de caja), un nivel adecuado considerando que los negocios financiero e inmobiliario -que usualmente aceptan un mayor apalancamiento financiero que el *retail* puro- representan en torno al 27% del EBITDA. Si se asume que parte de las obligaciones financieras se paga con los vencimientos de las cuenta por cobrar y además que sólo se recupera el 95% de las colocaciones netas de provisiones, el pasivo financiero sobre EBITDA alcanzaba al cierre de 2010 a 1,62 veces.

En febrero de 2011 **Cencosud** emitió un bono privado en Estados Unidos por US\$ 750 millones, con vencimiento *bullet* a 2021. Con ello, a marzo de 2011 las razones de endeudamiento debieran experimentar un incremento, situación que, sin embargo, debiera ser transitoria tomando en cuenta que los recursos obtenidos con dicha colocación serán utilizados para la amortización de vencimientos de deuda financiera del período 2011-2013. En todo caso, con un crecimiento de 2,9% anual en el EBITDA generado por la compañía en Chile (59% del total consolidado) sería suficiente para pagar por completo los vencimientos de 2021.

Suficiencia del EBITDA sobre amortizaciones anuales

La estructura de los vencimientos anuales de una empresa es importante para la evaluación de su endeudamiento financiero, del mismo modo que los niveles absoluto y relativo de su deuda. En el caso de **Cencosud**, los pagos programados pueden ser separados en dos etapas: la primera, del orden de los US\$ 300 millones y US\$ 530 millones anuales, entre 2011 y 2015; la segunda, desde 2016 en adelante, con una amortización máxima de US\$ 250 millones y un promedio en torno a US\$ 90 millones. Bajo este contexto, al realizar una simulación bajo un escenario muy restrictivo y conservador, una caída del 49% del EBITDA (que en 2010 alcanzó a US\$ 1.039 millones) le permitiría afrontar el pago de sus obligaciones financieras por los próximos diez años, en particular en 2014, año de máximo desembolso por este concepto. Esto, sin considerar que pudiera existir una recaudación extra de flujos a través de la liquidación de parte de su cartera de colocaciones, además del crecimiento en su generación de flujos.



La colocación del *yankee bond* permitirá suavizar los pagos entre 2011 y 2013, de manera que no superen los US\$ 180 millones por año en dicho período. Y si bien este instrumento significa un pago en 2021 de poco más del 75% de su actual EBITDA consolidado, es muy factible que los flujos operacionales se incrementen dado el crecimiento esperado de las operaciones de la empresa. Además, debe tomarse en cuenta de que en caso de no poder financiar parte o la totalidad de dicho vencimiento, el emisor tiene otros medios de financiamiento a su disposición (acciones, bonos, efectos de comercio).

Soporta crisis en países con mayor riesgo-país: stress ultra conservador



Al observar la composición por país de la deuda financiera de **Cencosud**, se distingue que en su gran mayoría se encuentra concentrada en la matriz y filiales chilenas, con cerca de un 90% del total. De esta manera, sólo un 10% de la deuda fue adquirida en las filiales del extranjero, todas situadas en países con clasificaciones de riesgo inferiores al Aa3 de Chile: poco más de un 5% de los compromisos financieros está radicado en Brasil (Baa3), algo menos en Argentina (B3), un 3% en Perú (Baa3) y un 2% en Colombia (Baa3). A la fecha, considerando la colocación del bono en Estados Unidos, la participación de la deuda de estas filiales foráneas en el total llega a cerca de un 8%.

De todas formas, la deuda no-chilena de **Cencosud** no resulta elevada en ninguno de los países, si se la compara con el EBITDA generado al interior de cada uno de ellos. Así, de forma aproximada, la relación deuda financiera/EBITDA en Argentina (nación con la menor clasificación de riesgo soberano de los cinco países) llegaba a 0,53 veces, mientras que en Perú era de una vez y en Brasil de 2,2 veces (en este país debe considerarse que Bretas consolida sólo desde el último trimestre de 2010, por lo que el endeudamiento relativo de la empresa en Brasil disminuirá en 2011). En Colombia, donde la empresa aun no obtiene un EBITDA positivo, la deuda financiera ascendía a sólo US\$ 56 millones.

Si se realiza un análisis comparando el EBITDA de cada país en 2010 con el máximo pago anual de la deuda financiera a realizar en cada uno, es posible apreciar con mayor nitidez que los flujos generados en el exterior son suficientes para pagar tales vencimientos. Así, las relaciones entre el EBITDA anual y el máximo vencimiento (ambos locales) llegan a 5,9 veces en Argentina, a 3,5 veces en Perú, y a 1,2 veces en Brasil. De esta manera, el pago de los compromisos foráneos no supondría una presión para las operaciones chilenas de la compañía, siendo en realidad autosuficientes. Si bien debe reconocerse que el perfil del endeudamiento en el exterior puede cambiar al amortizarse deudas en los próximos meses, el panorama general no presentará cambios drásticos.

Pago de deudas locales incrementa flujos chilenos

La autosuficiencia de las filiales del exterior de **Cencosud** para pagar su propia deuda se traduce en que con ello no se presiona el flujo de caja generado en Chile. De este modo, la totalidad del EBITDA de Chile (US\$ 613 millones en 2010) podría ser destinado al pago de los compromisos financieros adquiridos a nivel local (que llegaban a cerca de US\$ 2.500 millones a diciembre, a lo que deben sumarse los US\$ 750 millones del bono colocado en febrero).

Como referencia, al 31 de diciembre de 2010 la relación deuda financiera sobre EBITDA en Chile alcanzaba un nivel de 4,2 veces, lo que puede considerarse adecuado, tomando en cuenta que incluye el negocio inmobiliario y de crédito (que soportan mayor endeudamiento). También debe considerarse que si bien **Cencosud** se ha caracterizado por impulsar un elevado nivel de inversiones en los últimos cinco años (US\$ 586 millones en promedio) y por ello ha utilizado con este motivo parte del EBITDA, anteriormente ya demostró, a consecuencia de la crisis del periodo 2008-2009, que en la eventualidad de requerirlo puede disminuir o paralizar los montos destinados a este concepto.

Un elemento a considerar en el análisis de *stress* del pago de la deuda chilena de **Cencosud** es que una buena proporción del EBITDA que genera en Chile proviene de segmentos de negocios que se pueden considerar estables, como el inmobiliario (centros comerciales) y los supermercados. En efecto, en el primer caso se trata de un rubro con una elevada tasa de ocupación (95% o superior), con contratos de arriendo de largo plazo y que en 2010 generó un EBITDA de US\$ 97 millones. El área de supermercados de **Cencosud** en Chile, a su vez, tiene un 95% de ingresos asociados a la sección de alimentos y productos básicos, lo que implica una estabilidad bastante alta, mayor a la de los segmentos de mejoramiento del hogar, grandes tiendas y crédito, generando US\$ 320 millones de EBITDA en 2010. De este modo, US\$ 400 millones de EBITDA pueden ser considerados bastante estables y con ello de alta disponibilidad para el pago de compromisos financieros.

Contacto en **Humphreys**:

Carlos Ebensperger H.

E-mail: carlos.ebensperger@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (562) 433 5200– Fax (562) 433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>