



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Clasificación Anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

carlos.ebersperger @humphreys.cl

Cencosud S.A.

Mayo 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo y Contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	AA Estable
Acciones	Primera Clase Nivel 1
Efectos de Comercio	Nivel 1+/AA
EEFF base	31 marzo de 2010

EERR Consolidado, NCCh					
MM\$ a Marzo de 2010	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Ingreso Operacional	2.952.400	3.578.167	4.039.327	6.017.463	5.349.104
Costo de Explotación	-2.071.567	-2.483.196	-2.910.203	-4.377.160	-3.896.353
Gasto Administración y Venta	-718.788	-888.217	-876.016	-1.334.000	-1.179.791
Resultado Operacional	162.045	206.754	253.108	306.304	272.961
Resultado no Operacional	-12.801	-43.149	31.876	-123.922	-129.946
Gastos Financieros	-29.730	-41.857	-34.147	-117.070	-75.123
Utilidad Neta	119.480	147.346	224.545	157.157	96.746
EBITDA	240.518	300.512	348.024	438.276	407.800
Balance General Consolidado, NCCh					
MM\$ a Marzo de 2010	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Activo Circulante	736.891	898.834	1.331.296	1.366.568	1.413.398
Activo Fijo	1.450.938	1.581.993	1.806.278	2.604.379	2.413.296
Otros Activos	742.563	828.080	1.008.207	1.446.255	1.148.817
Total Activos	2.930.392	3.308.908	4.145.781	5.417.202	4.975.511
Pasivo Circulante	750.228	848.261	1.170.447	1.422.856	1.280.454
Pasivo Largo Plazo	633.798	796.098	1.055.957	1.597.161	1.427.350
Deuda Financiera Total	685.212	794.812	1.179.129	1.636.272	1.421.818
Interés Minoritario	106.068	112.329	87.196	109.554	82.103
Patrimonio	1.440.298	1.552.219	1.832.181	2.287.631	2.185.604
Total Pasivos	2.930.392	3.308.908	4.145.781	5.417.202	4.975.511

EERR Consolidado IFRS		
MM\$ a Marzo de 2010	Dic-09	Mar-10
Ingresos de Explotación	5.566.762	1.378.317
Costo de Explotación	-4.063.644	-1.005.531
Gasto Administración y Venta	-1.209.036	-281.398
Resultado Operacional	302.945	92.178
Resultado No Operacional	-59	-11.258
Gastos Financieros	-78.942	-19.939
Utilidad Neta	244.621	59.772
EBITDA	404.905	120.772
Balance General Consolidado, IFRS		
MM\$ a Marzo de 2010	Dic-09	Mar-10
Activos Corrientes	1.384.398	1.382.831
Activos No Corrientes	4.027.113	4.114.491
Activos Bancarios	203.068	197.222
Total Activos	5.614.579	5.694.544
Pasivos Corrientes	1.299.538	1.373.292
Pasivos No Corrientes	1.546.389	1.475.088
Pasivos Servicios Bancarios	178.681	172.590
Deuda Financiera Total	1.423.631	1.397.403
Patrimonio	2.589.971	2.673.574
Total Pasivos y Patrimonio	5.614.579	5.694.544

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Cencosud es una compañía líder en la industria del *retail*, con presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia. El ámbito de negocios de la compañía 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).

Las principales fortalezas de **Cencosud**, que sirven de fundamento para la calificación de sus líneas y títulos de deuda en "**Categoría AA/Nivel 1+**", son su alta participación de mercado en el negocio de *retail* y la solidez de las marcas con las que opera comercialmente, características que en conjunto favorecen su competitividad y respaldan la adecuada estrategia de crecimiento que hasta la fecha ha desarrollado el emisor. Además, otro elemento de relevancia a considerar es la elevada generación de flujo propia de su actividad inmobiliaria (arrendamiento de puntos de ventas).

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la elevada tenencia de terrenos propios en desmedro de arriendos de largo plazo, la propensión a una mayor diversificación en la generación de flujos y el elevado acceso a fuentes de financiamiento para solventar las exigencias de crecimientos propias del sector.

Si bien la compañía ha aumentado su endeudamiento relativo, ello se explica por un periodo de expansión realizado a través de adquisiciones. A juicio de **Humphreys**, el grupo posee el *know-how* necesario en términos logísticos, operacionales, de recursos humanos y financieros, que le permitirían en el mediano plazo rentabilizar de mejor manera los negocios adquiridos en los últimos años (especialmente los del exterior), lo que generará una disminución de su carga financiera relativa en relación con su generación de caja. Asimismo, es importante destacar que parte importante de la deuda de la compañía responde a su negocio financiero, el cual por su naturaleza soporta un nivel de apalancamiento mayor que el negocio del *retail*. En la práctica la compañía posee a marzo de 2010 \$ 327.855 millones en cuentas por cobrar asociadas a las ventas con tarjeta de crédito, lo que si se castigan en un 20% (criterio altamente conservador, considerando los actuales niveles de 11,7% en provisiones por tarjetas de crédito de la compañía) representarían el 18,8% de la deuda financiera total del grupo a marzo.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída fundamentalmente por los altos niveles de competencia en todos los sectores en que se desenvuelve la compañía, y por las exigencias de financiamiento que demanda una empresa en continuo crecimiento, el cual presenta una probabilidad no menor de materializarse en países que, comparados con Chile, presentan mayor riesgo económico y político (tal como su recientes inversiones en Brasil, Perú y Colombia).

Otros factores de riesgo son la exposición de la compañía en países de Sudamérica con una peor clasificación de crédito que Chile; la sensibilidad del consumo ante ciclos económicos recesivos; y la exposición cambiaria (dados los negocios internacionales) y a tasa de interés (considerando el endeudamiento de la compañía).

La perspectiva de la clasificación se califica como “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo, en nuestra opinión, 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 verse favorecida en la medida que las condiciones imperantes en el mercado reduzcan la necesidad de crecimiento de la compañía o, en su defecto, que dicho crecimiento sea abordado con una menor relación entre nivel de deuda y flujos de caja consolidados.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de bonos, se hace 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 se están asumiendo.

Hechos recientes

Resultados

En 2009, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 5,349 billones (alrededor de US\$ 10.504 millones), lo que representó una caída real de 11,1% con respecto al año anterior, explicado en parte por el menor consumo en los países en los que opera, y también por el efecto contable originado en las variaciones de tipo de cambio entre un ejercicio y otro.

En el mismo período, el costo de explotación de la compañía ascendió a \$ 3,896 billones, lo que significa una caída real de 11% en relación con el año 2008. Estos costos representaron un 72,8% de los ingresos totales, prácticamente la misma proporción que el 72,7% a la que llegaron en 2008.

Los gastos de administración y ventas de la compañía alcanzaron a \$ 1,18 billones, registrando una disminución de 11,5% real respecto del año anterior, representando un 22,1% de los ingresos de explotación (22,2% en 2008). En parte, dicha baja se origina en la menor actividad de 2009 y en la variación de los tipos de cambio, pero también en la implementación del plan de reorganización y eficiencia administrativa.

Producto de lo anterior, el resultado operacional del período ascendió a \$ 272.961 millones (alrededor de US\$ 536 millones), lo que se compara desfavorablemente con el obtenido por la compañía en 2008, cuando se alcanzó un resultado operacional de \$ 306.304 millones, experimentando por lo tanto una caída de 10,9%.

Durante 2009, el resultado fuera de explotación alcanzó una pérdida de \$ 129.946 millones, 4,9% mayor a la pérdida de \$ 123.922 millones de 2008. Si bien ambos valores son bastante similares, difieren en su composición: los gastos financieros cayeron en 35,8% hasta \$ 75.123 millones en 2009, en parte explicado por las tasas de interés variables de la deuda financiera, mientras que se pasó de una ganancia de \$ 28.161 millones a una pérdida por \$ 6.618 millones por corrección monetaria, dada la menor variación de los precios en el último año con respecto a 2008. El resultado por diferencia de cambio, en tanto, pasó desde una ganancia de cerca de \$ 15.234 millones a una pérdida de \$ 6.938 millones, explicado principalmente por los efectos de las variaciones en los tipos de cambio sobre las inversiones de la empresa en el exterior.

Finalmente, el resultado del ejercicio correspondió a una utilidad de \$ 97.474 millones, lo que implica una disminución de 38,4% con respecto a la ganancia de \$157.157 millones de 2008, explicado por el menor resultado de explotación, por la mayor pérdida no operacional, y por el incremento de 120% en el pago de impuestos a la renta.

En marzo de 2010, bajo el esquema IFRS, la empresa obtuvo ingresos por \$ 1,378 billones, un incremento de 2,2% respecto de igual lapso de 2009, mientras que los costos de explotación aumentaron un 1,1% hasta poco más de \$ 1 billón. El resultado operacional alcanzó \$ 92.178, lo que implica un alza de 50,4% respecto del primer cuarto de 2009, a consecuencia de la menor tasa de incremento de los costos de explotación. El resultado del ejercicio, en tanto, creció en un 71,9% hasta \$ 59.772 millones, mientras que el *EBITDA* alcanzó \$120.772, un 19,9% más que el primer ejercicio de 2009.

Acontecimientos

En el último año, la empresa ha experimentado varios cambios en su plana mayor de administración: el 30 de enero de 2009 se confirmó a Daniel Rodríguez en la gerencia general corporativa, en reemplazo del anteriormente renunciado Laurence Goldborne. El 11 de agosto de 2009, asume Gerardo Molinaro como gerente corporativo de finanzas. El 29 de enero se nombró a Cristián Eyzaguirre como director independiente de la compañía. El 28 de febrero asume Guillermo Massaglia en reemplazo de Víctor Ide como gerente división construcción y proyectos. El ocho de marzo de 2010, Sebastián Conde asumió como gerente corporativo de recursos humanos, en lugar de Javier Madrid.

Con fecha de cinco de marzo de 2010, la compañía informó la compra por US\$ 33,12 millones de la cadena de supermercados "Super Familia", que opera en la ciudad de Fortaleza, estado de Ceará, Brasil. Actualmente, esta empresa posee cuatro supermercados y un centro de distribución, con dos locales más en construcción, alcanzando ventas por el equivalente de US\$ 161 millones en 2009.

El nueve de marzo recién pasado, el grupo peruano Wong concretó su salida de la propiedad de Cencosud, vendiendo el total de 2,2% que poseían producto del acuerdo de compraventa suscrito en 2007.

El 28 de abril la empresa suscribió un acuerdo de compra por US\$ 27,7 millones de la cadena brasileña "Perini Comercial de Alimentos", empresa dedicada al negocio de alimentación *premium* (similar a Jumbo en Chile) y que cuenta con ocho locales de venta en la ciudad de Salvador, estado de Bahía, y que cerró en 2009 con ventas equivalentes a US\$ 89 millones.

Actualmente, la empresa se encuentra desarrollando su plan de inversiones 2009, luego de haber paralizado prácticamente la totalidad de los proyectos en ejecución y en carpeta a fines de 2008, como plan de contingencia ante la crisis económica mundial. El actual plan abarca recursos por US\$ 700 millones, e inversiones en todos los países en que actualmente opera la empresa.

A partir de 2010, **Cencosud** presenta sus estados financieros bajo la norma contable IFRS. Para estos efectos, las monedas de cada uno de los países en que opera la empresa (pesos argentinos, reales brasileños, pesos colombianos y nuevos soles peruanos) cumplirán el efecto de moneda funcional local, mientras que para efectos de presentación la compañía convertirá las distintas cuentas a pesos chilenos.

Definición de Categorías de Riesgo

Categoría AA (Deuda de Largo Plazo)

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

Categoría Nivel 1+ (Deuda a Corto plazo)

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

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

Categoría Primera Clase Nivel 1 (Acciones)

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

Oportunidades y Fortalezas

Posicionamiento de Mercado: Cencosud presenta una importante participación en cuatro de los mercados en donde tiene presencia (la excepción es Colombia, donde recién inicia sus negocios) y en los distintos rubros en que participa. En Chile, en el segmento de supermercados su participación alcanza aproximadamente a 28%; en tiendas por departamento, París posee el segundo lugar del sector (25%) y en mejoramiento de hogar muestra un importante dinamismo en los últimos años, siendo en la actualidad el tercer actor de la industria. En Argentina su participación en supermercados asciende a aproximadamente el 20%, y es líder en mejoramiento del hogar. Por otra parte, los nombres "*Jumbo*", "*Paris*" y "*Alto Las Condes*", entre otros, son ampliamente reconocidos por los consumidores en Chile. No obstante lo anterior, 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.

En el caso de Perú, la cadena *Wong* es una de las marcas más conocidas a nivel nacional, siendo líder del mercado limeño, y teniendo un 56% de participación del mercado formal peruano. Por su parte la cadena *Gbarbosa* posee un alto reconocimiento de marca en la zona del nordeste brasilero, con una participación a nivel nacional en torno al 1,2% (en una industria, comparativamente, con bajos niveles de concentración), y de 10% de participación en su mercado objetivo, siendo líder regional.

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 aplicar en el resto de sus mercados la experiencia acumulada en aquellos tipos de tienda aun no instalados en Argentina, Brasil, Perú y Colombia, de manera de lograr sinergias y volúmenes de flujos de caja aun más favorables.

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 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.

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, tarjeta de crédito, seguros y juegos de entretenimiento, tanto en Chile como en Argentina, Brasil, Perú y Colombia, lo cual le entrega una base adecuada en pos de diversificar sus niveles de ingresos, tanto por formato de tiendas como por país. La clasificadora de todos modos pondera el hecho que todos los negocios del grupo están ligados al consumo, y que se encuentren dentro de una región que suele moverse cíclicamente en forma bastante conjunta.

Estrategia de Crecimiento de la Compañía: La estrategia de la compañía se fundamenta en tres pilares básicos: el propio *retail*, el desarrollo de los clientes de éste (a través de programas de fidelización), y los servicios financieros y afines (tarjetas de crédito). El desarrollo de esta estrategia, de la mano con un crecimiento explosivo tanto en ventas como en resultados, han llevado a la empresa a posicionarse en el ámbito local por sobre la competencia a nivel de súper e hipermercados, mientras que en tiendas por departamentos ha logrado el segundo lugar en participación, y en mejoramiento de hogar se encuentra en un período de franco crecimiento. A nivel regional, **Cencosud** se ubica en segundo lugar dentro de las empresas de *retail* a nivel de ventas en Sudamérica. A la fecha, en opinión de **Humphreys**, los resultados de la empresa han avalado las decisiones adoptadas por la administración.

Propiedad de Puntos de Ventas: La empresa tiene una elevada tenencia de terrenos propios en los cuales ubica sus puntos de venta, tratando de minimizar los lugares en que está presente a través de arriendos a largo plazo. Esto le permite establecer una estrategia de largo plazo en términos del número y ubicación de sus locales, minimizando el riesgo de una eventual pérdida de puntos de venta estratégicos y los riesgos propios de la re-negociaciones en que pudiera verse involucrada para retener los centros de venta. No obstante, lo anterior no se da en el mercado brasilero, donde prácticamente el 100% de los locales están bajo la modalidad de arrendamiento.

Acceso a Fuentes de Financiamiento: Considerando el tamaño y perfil de la compañía, sumado a la trayectoria de resultados obtenidos, se estima que la empresa no debiera tener dificultades mayores 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 y de acciones.

Sinergias a Nivel Regional: El tamaño y carácter regional del grupo en el ámbito del *retail* le permite 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 repercute en una mayor eficiencia operativa, la cual si bien se encuentra en un proceso inicial de transición, se espera mejore la rentabilidad operacional consolidada de **Cencosud**.

Factores de Riesgo

Alto Nivel de Competencia: La fuerte competencia que presenta el emisor en los distintos mercados en que 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, a través de ello, mantener sus niveles de competitividad. Pero esta orientación al crecimiento, si bien es deseable en una perspectiva de largo plazo, puede conllevar también mayores niveles de riesgo, los que deben ser adecuadamente administrados, sobre todo porque muchos de ellos implican la necesidad de endeudamiento para financiar las inversiones tanto en activos como en capital de trabajo (por la mayor cobertura que se va logrando con las tarjetas de crédito). También debe considerarse la mayor complejidad de los procesos operativos y administrativos resultante de un mayor tamaño de la empresa. Si bien **Cencosud** ha sido capaz de administrar un crecimiento exponencial en los últimos años de manera exitosa, es necesario evaluar en el mediano plazo el desempeño del grupo en esta nueva etapa de expansión y operación regional.

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, 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.

Exposición en el Exterior: Parte importante de las inversiones del emisor se concentran en Argentina (generándose allá un 30% de los ingresos de la empresa), país cuya clasificación de riesgo es muy inferior a la de Chile. Además, en ese primer país se observa que el Estado juega un rol mucho más activo y arbitrario 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 *A1* y *A2* en escala global para su deuda en moneda local y en moneda extranjera, respectivamente. En el caso de Perú, Brasil y Colombia, estos países también presentan una clasificación de riesgo inferior a la chilena (*Baa3*, *Baa3* y *Ba1*, respectivamente, para sus obligaciones en moneda extranjera).

Exposición Cambiaria y a Tasas de Interés: Parte importante de las inversiones del emisor se encuentran en el extranjero, con un 50% de los ingresos de 2009 originados 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. Como atenuante de las consideraciones anteriores, se tiene que la compañía utiliza derivados financieros para todas sus deudas en moneda extranjera.

Antecedentes Generales

Descripción del negocio

Cencosud desarrolla un negocio enmarcado principalmente en la venta de productos al detalle, además de diversos segmentos asociados a su actividad central, como son las áreas inmobiliaria y financiera, principalmente. La compañía tiene presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia. A continuación se detalla cada rubro de negocios en que Cencosud participa, totalizando a diciembre de 2009 649 tiendas y 23 centros comerciales y cerca de 2,5 millones de m² de superficie de salas de venta y malls¹.

País	Formato	Marca	Nº Locales	Superficie
Chile	Hipermercados	Jumbo	27	213.016
	Supermercados	Santa Isabel	137	196.415
	Mejoramiento Hogar	Easy	26	252.644
	Multitienda	Paris	30	217.698
	Centros Comerciales	varios (entre ellos, marca "Portal")	13	491.661
	Otros	Tarjetas Mas; Banco, seguros y viajes Paris; AventuraCenter; JJO, Umbrale, Foster		
Argentina	Hipermercados	Jumbo	16	136.265
	Supermercados	Veá, Disco	234	307.544
	Mejoramiento Hogar	Easy, Blaisten	47	355.113
	Centros Comerciales	varios	8	534.453
	Otros	Tarjetas, Seguros		
Brasil	Hipermercados	Hiper Gbarbosa	22	89.015
	Supermercados	Gbarbosa	34	38.603
	Otros	Electroshow (25 tiendas, 2.266 m ²), tarjetas, Farmacias GBarbosa (48 tiendas, 1.658 m ²)		
Perú	Hipermercados	Metro	13	87.206
	Supermercados	Metro, Wong	42	89.596
	Centros Comerciales	varios	2	87.206
	Otros	Tarjetas de crédito, seguros		
Colombia	Mejoramiento Hogar	Easy	4	34.309

¹ Este total no es equivalente a la superficie sumada de la tabla que se muestra a continuación, puesto que la superficie total de los malls incluye todos los formatos de tienda propios que utilizan superficie de los mismos.

Chile

Los negocios que **Cencosud** lleva a cabo en Chile son los que más aportaron a la compañía en términos de ingresos de explotación durante 2009, con un 50% del total corporativo a través de 133 tiendas y centros comerciales. Además, Chile es el país donde la empresa presenta la mayor diversificación en términos de fuentes de ingresos, ya que participa en supermercados, hipermercados, multitiendas (único país donde ha desarrollado este formato) *homecenters*, seguros, banco, viajes y área inmobiliaria. Dentro de los principales negocios que maneja la compañía dentro del país, se encuentran supermercados Jumbo y Santa Isabel, *homecenter Easy*, tienda por departamento Paris, las marcas de vestuario *Umbrale*, *Foster* y *J.J.O*, ocho centros comerciales, de los cuales cuatro están en Santiago (Florida Center, Alto Las Condes, Portal La Dehesa y Portal La Reina), y cuatro en regiones (Portal Temuco, Portal Rancagua, Portal Viña y Portal Valparaíso), *Retail Financiero* a través de las tarjetas Más (Jumbo, Easy y Paris), y finalmente Banco, Viajes y Seguros Paris.

Argentina

Los negocios desarrollados en Argentina representaron el 30% de los ingresos totales de la compañía en 2009, siendo el segundo país con mayores ventas después de Chile. Es también el segundo país en términos de diversificación de formatos para **Cencosud**, por cuanto participa en el negocio de supermercados, hipermercados, *homecenters*, centros comerciales, tarjetas de crédito y corretaje de seguros. Las marcas que maneja la empresa en Argentina son Jumbo, Disco, Plaza Veá, Minisol, Easy y doce 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 250 ubicaciones. Asimismo, es donde ha desarrollado de manera más amplia el formato de mejoramiento de hogar y construcción, con 47 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 dentro del noreste del país, así como un 7,1% a nivel nacional. En la actualidad, cuenta con 129 locales, lo que incluye 22 hipermercados, 34 hipermercados, 25 salas de venta *Electroshow*, dedicadas a los artículos electrónicos, y 48 farmacias *Gbarbosa*. Paralelamente, la empresa ha desarrollado tarjetas de crédito de forma conjunta con el banco brasileño Bradesco.

Perú

La inversión dentro de Perú, corresponde a la adquisición de la cadena Wong en cerca de US\$ 500 millones, también a fines de 2007. Cuenta actualmente con 57 locales (13 Hipermercados, 42 Supermercados, y dos *Outlets*). La cadena lidera el mercado limeño con cerca de un 60% de participación, además de poseer locales en Chiclayo y Trujillo, para un total nacional de 56%. Adicionalmente, **Cencosud** cuenta con negocio de tarjetas de crédito y corretaje de seguros en este país.

Colombia

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

Propiedad y Administración

El controlador de la sociedad es la familia Paulmann, quienes poseen alrededor del 65,65% de la propiedad de **Cencosud**, tanto a través de tres sociedades (Inversiones Quinchamalí Ltda., Inversiones Latadia Ltda., Inversiones Tano Ltda.), como por acciones de propiedad de los miembros de la familia..

Nombre de accionistas	Nº De Acciones Pagadas	Participación
Inversiones Quinchamali Limitada	581.754.802	25,69 %
Inversiones Latadia Limitada	550.823.211	24,33%
Inversiones Tano Limitada	237.170.426	10,48%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros	63.781.088	2,82%
Banco Santander – JP Morgan	63.272.435	2,79%
Horst Paulmann Kemna	56.004.798	2,47%
Banco Itau por Cuenta de Inversionistas	39.959.570	1,76%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	38.679.528	1,71%
Larraín Vial Corredora de Bolsa	35.011.115	1,55%
Fondo de Pensiones Habitat C	34.684.264	1,53%
Fondo de Pensiones Habitat B	27.147.839	1,20%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	27.039.610	1,19%
Otros Accionistas	508.774.529	22,48%
Total	2.264.103.215	100,0%

El Directorio de la empresa está formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Horst Paulmann Kemna
Vicepresidente	Manfred Paulmann Koepfer
Director	Heike Paulmann Koepfer
Director	Peter Paulmann Koepfer
Director	Bruno Philippi Irrarázaval
Director	Cristián Eyzaguirre Johnston
Director	Sven Von Appen Behrman
Director	Roberto Óscar Phillips
Director	Erasmó Wong Lu

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

Gerencia/División	Gerente
Gerente general corporativo	Daniel Rodríguez Cofré.
Gerente corporativo de finanzas	Gerardo Molinaro
Gerente corporativo de recursos humanos	Sebastián Conde
Gerente corporativo de marketing y negocios digitales	Andrés Sateler
Gerente corporativo de asuntos legales	Carlos Mechetti
Gerente corporativo de auditoría	Bronislao Jandzio
Gerente de clientes y asuntos corporativos	Francisco Guzmán
Gerente corporativo de compras	Héctor Rodríguez
Gerente corporativo de logística	Herman Gothe
Gerente división supermercados	Pablo Castillo
Gerente división homecenters	Carlos Wulf
Gerente división tiendas por departamento	Jaime Soler
Gerente división retail financiero	Eulogio Guzmán
Gerente división inmobiliaria	Guillermo Massaglia
Gerente división shopping centers	Olaf Hantel
Gerente división nuevos negocios	Roberto Pirozzi

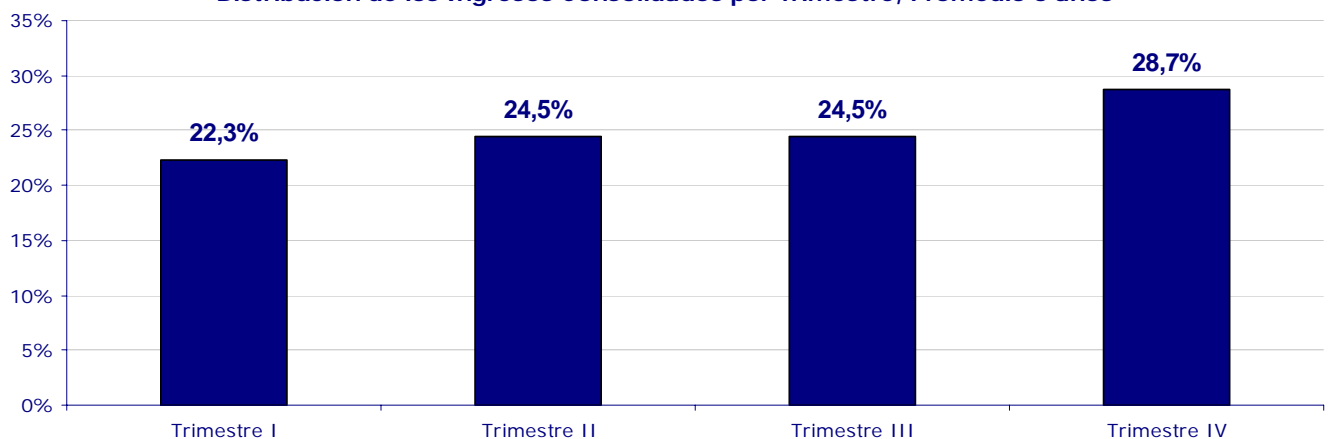
Distribución de los ingresos

La distribución de los ingresos de la compañía es diversa tanto por tipo de negocio como por país de origen de los mismos; no obstante su negocio 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 en primer lugar a través de la compra de diversas cadenas dentro y fuera del país, y en segundo lugar 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\$ 10.504 millones en 2009, 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*, *Super Familia* y *Perini* en Brasil; y *Wong* en Perú. En mejoramiento de hogar, la empresa compró *HomeDepot* y *Blaisten* en Argentina, mientras que la marca de grandes tiendas *Paris* fue adquirida en 2005 en Chile.

En términos de la distribución estacional de las ventas de la compañía, el último trimestre del año es el que alcanza una mayor proporción de ellas, alcanzando en promedio para los últimos cinco años un 29,7% 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 22,7% de los ingresos consolidados. Por lo anterior, puede apreciarse que no existe una excesiva concentración de los ingresos de **Cencosud** en un determinado trimestre..

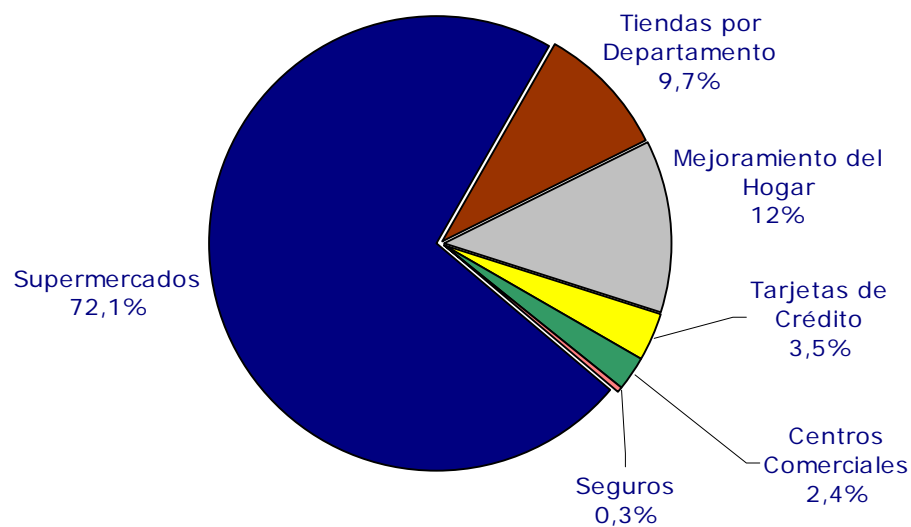
Distribución de los Ingresos Consolidados por Trimestre, Promedio 5 años



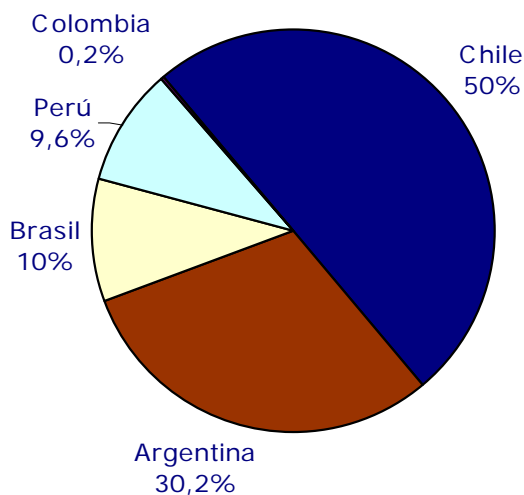
En cuanto a generación de ingresos por tipo de formato, los supermercados e hipermercados constituyen la gran mayoría de las ventas consolidadas de la empresa, alcanzando durante 2009 un total de US\$ 7.571 millones y un 72,1% del total de la empresa, principalmente por la presencia en cuatro países y el alto número de salas de venta en ellos. Con US\$ 1.257 millones, distribuidos en un 73% en Argentina, 26% en Chile y 1% en Colombia, el mejoramiento de hogar fue el segundo rubro originador de ingresos. Pese a tener menos del doble de tiendas en Argentina, los ingresos de ese país en *homecenters* casi triplica los de Chile, en buena parte por la mayor experiencia en ese país, que le permite tener más ventas por metro cuadrado de superficie de venta. Las tiendas por departamento, ubicadas sólo en Chile, contribuyen con un 9,7%.

Por países, Chile y Argentina son los que más ingresos aportan a la compañía, con un 50% 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 y Perú, puesto que en 2005 Chile representaba un 65% del total y Argentina un 35%. Esta dinámica en la composición de las ventas queda verificada al ver que las ventas de Chile representaban sólo un 27% del total en 2001.

Ingresos por Tipo de Formato, 2009



Ingresos por País, 2009



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 una amplia gama de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los proveedores 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 vestuario y artículos para el hogar, provienen en un porcentaje elevado de Asia (China, Hong Kong e India). En este aspecto, es importante mencionar que la compañía se encuentra en un proceso de reordenamiento estructural que busca lograr sinergias a través de la negociación colectiva de sus negocios con los proveedores, de manera de centralizar la adquisición de mercadería para todas las unidades de negocio de la empresa, además del consumo propio. Para lo anterior se definió una unidad específica de compras, transversal a las divisiones de negocio y a los países donde opera Cencosud.

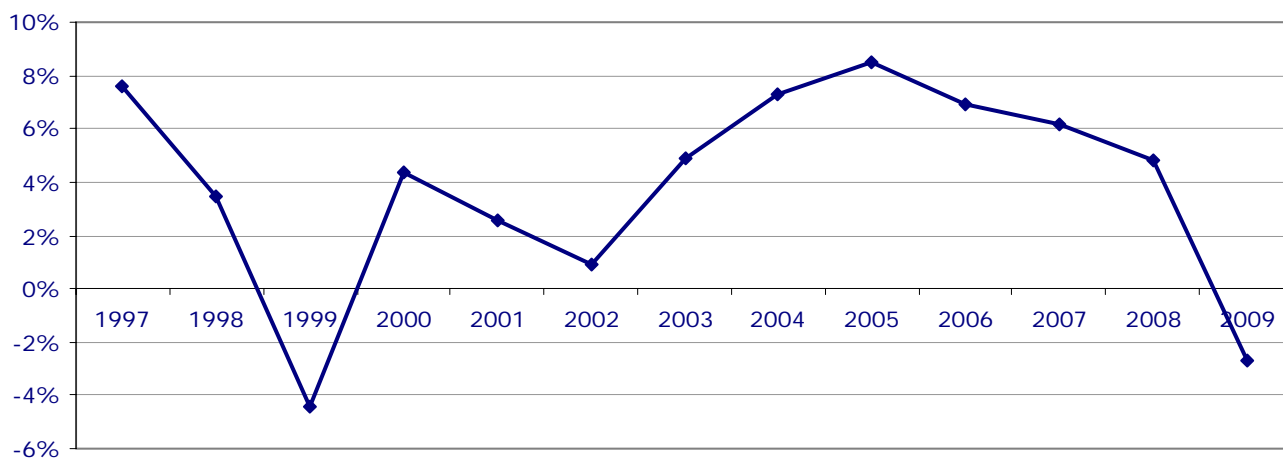
Fuentes de Financiamiento

Las principales fuentes de financiamiento de la empresa, además de su patrimonio, provienen del sistema bancario local e internacional (principalmente asociado a los países donde opera la compañía), y a obligaciones con el público (bonos). La empresa logró disminuir la porción de corto plazo de su deuda, en relación al total, ubicándose en un 9,2% a diciembre de 2009, mientras que a igual mes de 2008 el pasivo financiero de corto plazo representaba el 18,3% del total. Tal reducción fue posible gracias a reestructuración de la deuda llevada a cabo en 2009 mediante aportes de capital y colocaciones de bonos con el objeto de pagar compromisos de plazo más inmediato.

Antecedentes de la Industria

Cencosud S.A. participa en el sector comercio con apoyo crediticio a sus clientes, compitiendo en el ámbito local con empresas de diversa envergadura y con algunas que incluso poseen presencia internacional. En términos generales, la industria en Chile posee una concentración moderada-alta, donde los principales actores del mercado corresponden a grupos de capitales nacionales con presencia en diversos negocios. En términos de crecimiento, un índice adecuado para observar el desarrollo de la industria en Chile es el Producto Interno Bruto ligado al comercio, dado que en Chile el comercio se encuentra mayoritariamente en manos de los grandes actores, a diferencia de otros países de Latinoamérica, en que el comercio informal responde por un porcentaje importante del comercio. A continuación, se detalla la evolución de las tasas de variación del producto interno generado por el comercio en Chile, de acuerdo a información del Banco Central:

Evolución Anual PIB Comercio en Chile (%)



Análisis Financieros

Evolución Ingresos e Inversiones

Durante los últimos siete años, la compañía ha mostrado un aumento importante en sus ingresos, asociado al crecimiento a través de adquisiciones y de expansión de puntos de venta de sus marcas, propias o adquiridas. El aumento de los ingresos de explotación ha sido de 29,8% real anual compuesto promedio para el periodo 2003-2009 (período posterior a la crisis asiática que impactó a Chile en 1999 y a la crisis económico-política de Argentina en 1999-2002), lo que implica que la compañía creció en total un 522% en dicho periodo². Asimismo, la naturaleza de los ingresos se ha diversificado tanto en términos de negocios, como por país: como antes se explicara, hasta hace poco más de dos años, los ingresos sólo provenían de Chile y Argentina, mientras que hoy en día hay tres países más donde participa Cencosud, además de incorporarse en los últimos cinco años los negocios de las áreas de multitienda, seguros y banco.

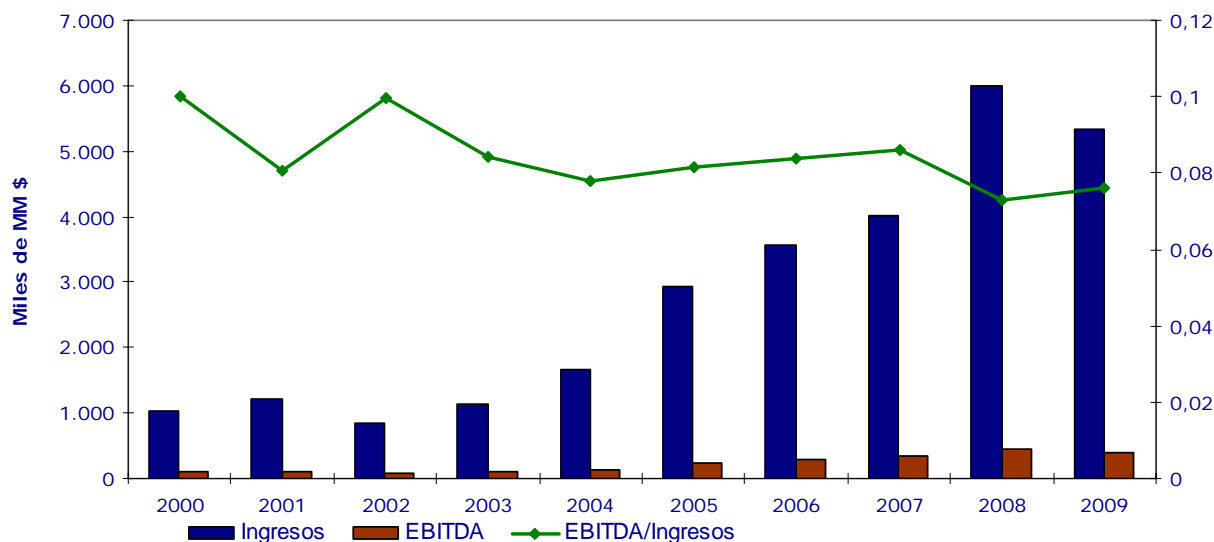
Asimismo, el *EBITDA* de la compañía ha presentado una evolución positiva en los últimos siete años, con un crecimiento anual promedio de 25% y total de 376%. La tasa de *EBITDA* a ingresos, sin embargo, ha tenido una tendencia decreciente en el período, aunque en 2009 experimentó un alza desde un 7,3% de los ingresos hasta un 7,6%, mientras que en marzo de 2010 fue de 8,8% (7,5% en el primer cuarto de 2009). La compañía se encuentra trabajando en medidas para aumentar este indicador, lo que incluye, por ejemplo, realizar compras centralizadas de un mismo producto para todos sus formatos y para el consumo propio. Es factible atribuir la baja en el ratio *EBITDA* a ingresos a la incorporación a la compañía de nuevas cadenas mediante adquisición, puesto que ellas deben ser adaptadas a la logística y procedimientos de la empresa antes de ser rentabilizadas. Lo mismo sucede con el crecimiento orgánico (inauguraciones), ya que las nuevas tiendas deben pasar por un tiempo antes de alcanzar el rendimiento esperado, ya sea por ejemplo por tener que atraer a los consumidores o requerir una adaptación al *mix* de productos óptimo de la nueva área de operación.

Para poder llevar a cabo la expansión planificada por la compañía, ésta ha invertido en el período 2003-2009 un total de US\$ 3.036 millones³, lo que representa anualmente en promedio un 7% de los activos totales de la empresa y un 13,3% del activo fijo de cada año. Para 2009, **Cencosud** tiene previsto invertir recursos cercanos a los US\$ 800 millones, distribuidos en los cinco países en donde opera, incluyendo la reanudación del proyecto Costanera en Chile, que incluye una torre, tres edificios y un centro comercial. Durante 2009, la empresa había prácticamente congelado en su totalidad el plan de inversiones, con el objeto de hacer frente a la baja del consumo y además para disminuir su ratio de endeudamiento.

² Esto es, ingresos medidos en pesos chilenos, con la consecuente conversión de las monedas locales a la chilena. Si se mide en dólares del final de cada período, el incremento ha sido de 782%.

³ De acuerdo al ítem "Incorporación de activo fijo" en el estado de flujo de efectivo.

Evolución Ingresos y EBITDA



Endeudamiento y Liquidez

La compañía ha presentado una evolución al alza en su endeudamiento total durante los últimos años, en especial a partir de 2006 y 2007, cuando inicia la serie de adquisiciones más importantes en términos de los recursos monetarios involucrados (Gbarbosa y Wong). El total de deuda financiera a diciembre de 2009 llegó a US\$ 2.792 millones (1,421 billones de pesos), mientras que en diciembre de 2008 alcanzaba US\$ 3.213 millones⁴ (1,636 billones de pesos), una baja de 13,1%⁵.

Dado lo anterior, **Cencosud** pasó de tener una relación deuda financiera a *EBITDA* de 2,85 veces en 2005 (previo a las grandes adquisiciones), hasta un tope de 3,7 veces en 2008, y el *ratio* deuda financiera a flujo de caja de largo plazo⁶ subió desde 3,5 en 2005 a un máximo de 5,5 en 2008. A diciembre de 2009, estos dos indicadores habían disminuido hasta valores de 3,49 y 4,64, respectivamente, a consecuencia de un mayor flujo de caja anual pero principalmente por una menor deuda financiera total, mientras que a marzo de 2010 ambas relaciones llegaban a 3,3 y 4,65, respectivamente, experimentando una mejora al tomar en consideración el mayor EBITDA en comparación a inicios de 2009⁷.

Entre 2005 y 2008 el pasivo exigible sobre patrimonio se incrementó en un 41%, experimentando a lo largo de 2009, sin embargo, una mejoría producto del prepago de deuda y de la detención del plan de inversiones, con lo que el indicador alcanzó 1,19 veces a diciembre, una caída de 5,2%. Bajo las normas IFRS, al 31 de diciembre del año pasado el indicador fue de 1,17 veces, disminuyendo levemente hasta 1,13 veces en marzo de 2010 al aumentar el patrimonio.

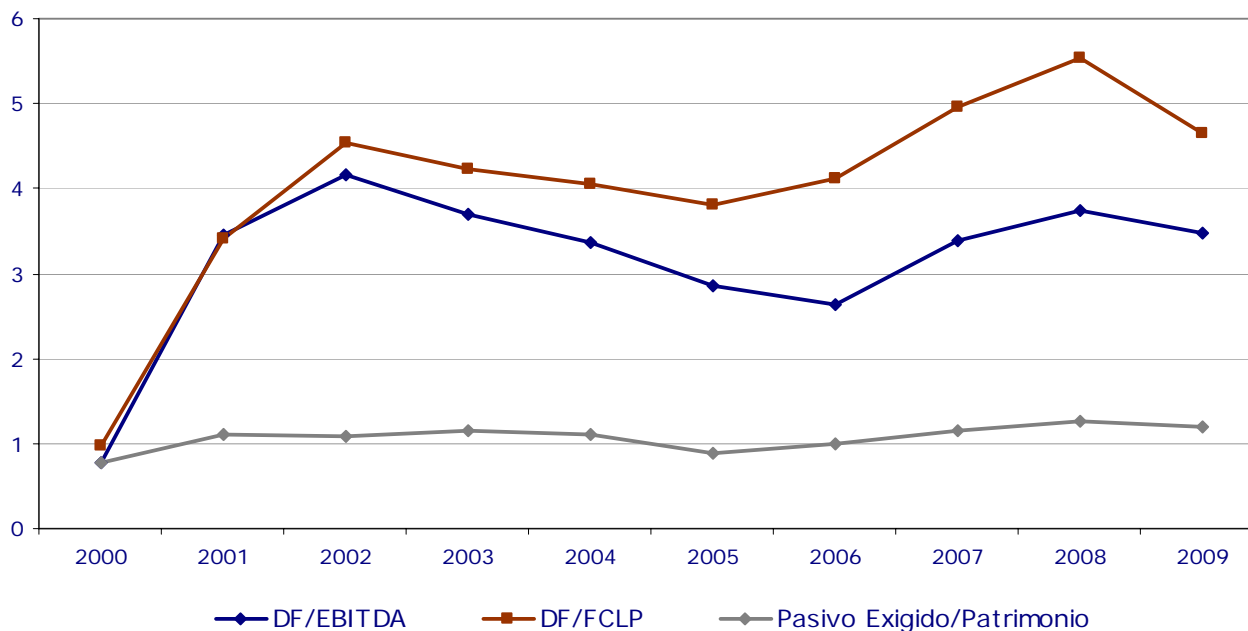
⁴ Ambos valores en dólares están calculados con el tipo de cambio de cierre de 2009 para efectos de comparabilidad.

⁵ Considerando un dólar constante.

⁶ Indicador calculado por Humphreys que indica el flujo de caja neto de intereses generado por los activos a partir del rendimiento promedio de éstos en los últimos cinco años.

⁷ En ambos indicadores se utiliza el año móvil abril 2009-marzo 2010 para el EBITDA y los flujos de caja.

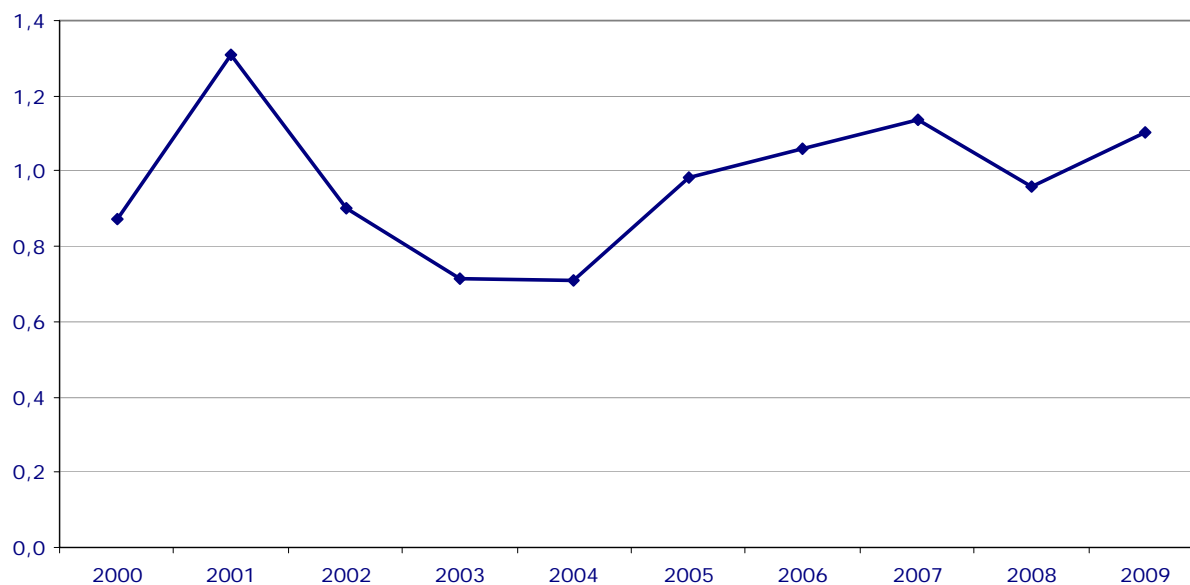
Indicadores de Endeudamiento



Se ha observado una evolución positiva respecto del plazo de los compromisos de **Cencosud** en los últimos ejercicios, puesto que la porción circulantes de éstos ha tendido a disminuir: si a diciembre de 2004 la relación entre los pasivos de corto plazo y los de largo plazo era de 1,49, veces, a diciembre de 2009 alcanzaba un valor de 0,9 muy similar al 0,89 de igual período de 2008, mientras que a marzo de 2010 se situaba en 0,84. En tanto, si en diciembre de 2004 la deuda financiera de corto plazo era un 30% de la deuda financiera total, a diciembre de 2009 llegaba a tan sólo un 9,5%, una mejora incluso respecto del 18,3% de fines de 2008, explicada por el pago de bonos y de deuda bancaria de corto plazo. Con IFRS, este último indicador era de 10,3% a diciembre último, subiendo a 14,4% a marzo al transferirse parte de la deuda de largo plazo a la porción de corto plazo (inferior a un año).

La liquidez de **Cencosud**, medida como razón circulante, también ha tendido a mejorar en los últimos años, desde 2006 ubicándose sobre el nivel 1, situándose en diciembre de 2009 en 1,1, mayor que el 0,96 de diciembre de 2008. En marzo de 2010, el indicador fue de 1,01 veces.

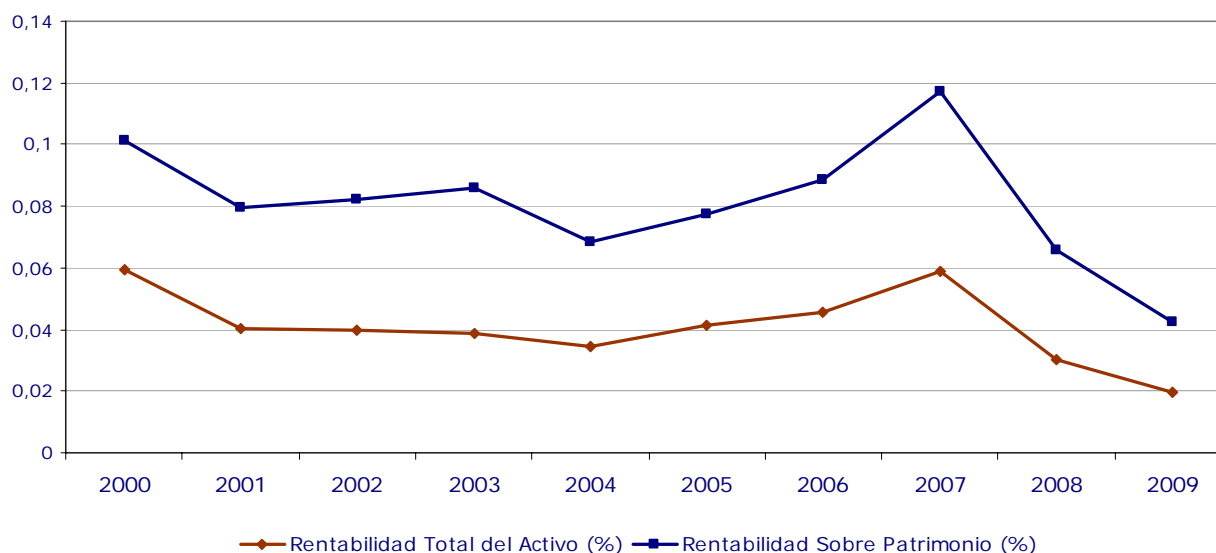
Liquidez (Razón Circulante, veces)



Rentabilidad

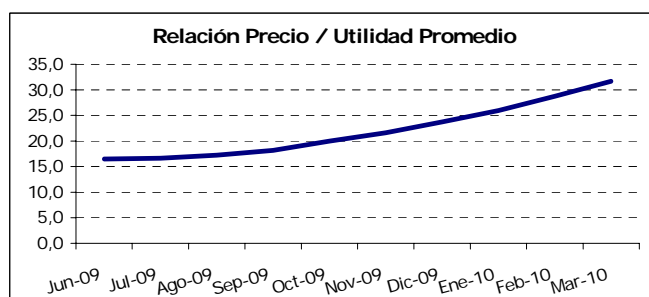
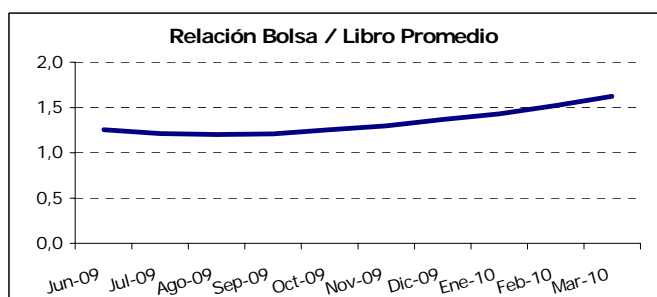
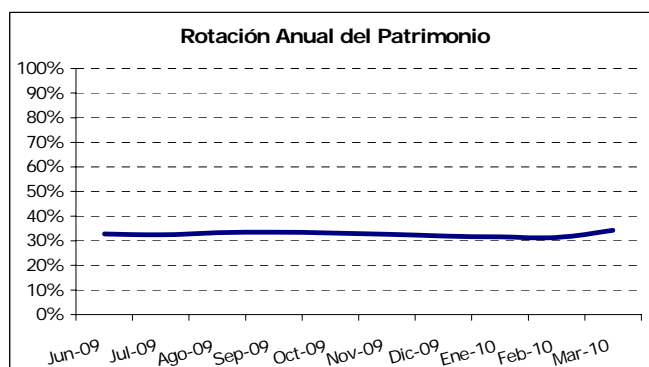
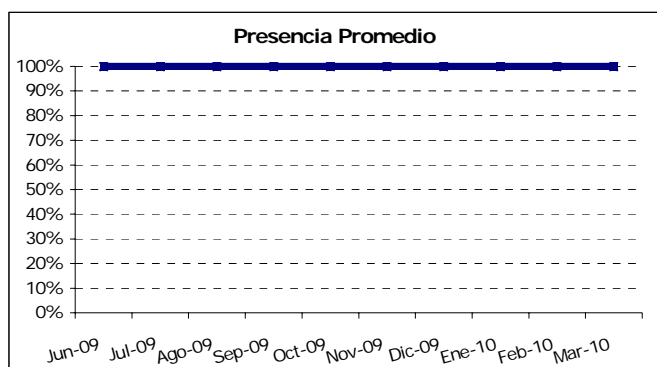
La rentabilidad total de los activos medida como utilidad sobre activos totales, descontados aquellos en ejecución (no operativos aún), llegó a un 2% en 2009, una baja respecto del 3% de 2008. Mientras, la rentabilidad del patrimonio establecida a través de la razón utilidad del ejercicio sobre patrimonio llegó a 4,3%, menor al 6,6% de diciembre de 2008. Ambas caídas se deben por una parte a la baja de 11,7% de la utilidad del ejercicio, como al aumento del total de activos (31,8%) y del patrimonio de la empresa (35,7%).

Indicadores de Rentabilidad (%)



Desempeño Bursátil de la Acción

La presencia promedio de la acción ha permanecido en los últimos meses en un 100%, siendo por tanto una de las más transadas de la bolsa chilena. Considerando que esta presencia es superior al 95%, y además la adecuada clasificación de solvencia asignada a **Cencosud**, la clasificación entregada a la acción de la empresa corresponde a Primera Clase Nivel 1.



“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”