



# 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 2019

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	<b>AA-</b> <b>Primera Clase Nivel 1</b>  <b>Estable</b>  31 de marzo de 2019 <sup>1</sup>
Acciones (CENCOSUD)	
Tendencia	
EEFF base	

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bono Serie B1 (BJUMB-B1)	Nº 268 de 05.09.01
Bonos 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 Serie F (BCENC-F)	Nº 530 de 16.04.08 Segunda Emisión
Línea de Bonos Serie J (BCENC-J)	Nº 551 de 14.10.08 Primera Emisión
Línea de Bonos Serie N (BCENC-N)	Nº 551 de 14.10.08 Tercera Emisión
Línea de Bonos Serie P (BCENC-P)	Nº 816 de 14.07.15 Primera Emisión
Línea de Bonos Serie R (BCENC-R)	Nº 816 de 14.07.15 Primera Emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M\$	2014	2015	2016	2017	2018	Mar 2018	Mar 2019
Ingresos totales	10.711.029.246	10.991.337.710	10.333.001.434	10.456.987.206	9.646.001.747	2.422.804.948	2.250.300.667
Costo de ventas	-7.827.341.886	-7.813.225.785	-7.356.471.437	-7.458.827.158	-6.885.362.167	-1.718.856.655	-1.612.918.199
Costos de distribución	-26.653.898	-27.869.865	-26.817.851	-29.933.461	-33.041.150	-7.855.807	-6.993.878
Gastos de administ.	-2.274.046.291	-2.473.335.481	-2.325.903.847	-2.372.579.853	-2.167.588.564	-541.663.569	-499.390.405
Resultado operacional	508.743.138	650.064.567	813.865.343	825.410.527	608.906.016	142.121.706	261.006.981
Costos financieros	-180.257.503	-259.038.397	-283.510.615	-297.173.197	-237.011.354	-64.617.948	-69.035.130
Ganancia	191.024.078	231.984.919	387.797.470	440.135.976	190.594.477	52.452.829	153.258.185
EBITDA <sup>2</sup>	708.786.179	868.554.879	1.041.578.762	1.067.464.813	823.489.882	195.974.202	336.056.052

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2019 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> 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.

### Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS

M \$	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-mar-19
Activos Corrientes	3.002.467.626	2.501.764.840	2.695.509.290	2.616.704.742	2.649.598.319	2.135.304.727
Activos No Corrientes	7.714.035.603	7.608.960.470	7.468.945.993	7.408.006.680	7.985.100.526	8.641.347.792
<b>Total Activos</b>	<b>10.716.503.229</b>	<b>10.110.725.310</b>	<b>10.164.455.283</b>	<b>10.024.711.422</b>	<b>10.634.698.845</b>	<b>10.776.652.519</b>
Pasivos Corrientes	3.138.770.287	2.426.085.236	2.589.087.680	2.695.719.238	2.622.878.167	2.232.006.840
Pasivos No Corrientes	3.286.247.131	3.713.828.256	3.491.315.868	3.319.970.735	3.767.778.754	4.594.400.693
Total Pasivos	6.425.017.418	6.139.913.492	6.080.403.548	6.015.689.973	6.390.656.921	6.826.407.533
Patrimonio	4.291.485.811	3.970.811.818	4.084.051.735	4.009.021.449	4.244.041.924	3.950.244.986
<b>Total Patrimonio y Pasivos</b>	<b>10.716.503.229</b>	<b>10.110.725.310</b>	<b>10.164.455.283</b>	<b>10.024.711.422</b>	<b>10.634.698.845</b>	<b>10.776.652.519</b>
Deuda Financiera	3.170.539.225	3.280.211.419	3.311.634.682	3.267.020.781	3.438.295.583	3.272.031.050

## 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 (centros comerciales) y servicios financieros (seguros, banco y tarjeta de crédito).

Durante 2018 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 13.884<sup>3</sup> millones, un EBITDA de US\$ 1.185 millones, mientras que su deuda financiera a diciembre 2018 era de US\$ 4.949 millones.

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 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. En general, se observa que la empresa, en los segmentos geográfico en que está presente, presenta un volumen de negocios elevado o suficiente, en términos comparativos, que, en mayor o menor medida, le facilita el acceso a las economías de escala.

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 71%), lo que le otorga una mayor

<sup>3</sup> Las cifras han sido expresadas en dólares utilizando el tipo de cambio de cierre de 2018 (\$ 694,77/US\$).

estabilidad a sus ingresos (menos sensibles a períodos recesivos); así con la elevada generación de caja (margen EBITDA) que representa el negocio inmobiliario. También se valora el adecuado acceso a fuentes de financiamiento para solventar las exigencias de crecimiento propias del sector.

Es importante destacar que parte de la deuda de la compañía responde al 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\$ 4.350 millones (88% de la deuda), con un EBITDA cercano a US\$ 500 millones anuales, y un EBITDA ajustado<sup>4</sup> cercano a US\$ 275 millones. Cabe señalar que la emisora ha informado que ha comenzado el proceso de apertura en bolsa de la propiedad del segmento Centros Comerciales (Cencosud Shopping), que permitirá disminuir la deuda intercompañía entre la matriz y esa unidad de negocios.<sup>5</sup>

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 aplicación en Argentina de la norma IFRS IAS29, referida a economías hiperinflacionarias, que significó, durante 2018, el reconocimiento de una pérdida de \$49.247 millones de la operación en Argentina.

Se incorporan, además, dentro de los riesgos la necesidad de lograr consolidar las operaciones en Brasil, donde los ingresos en moneda local cayeron en 0,9% en moneda local durante el primer trimestre de 2019 y en 5,3% en pesos chilenos, explicado por una caída del *Same Store Sales* de 2% en el período. Con todo, la clasificadora espera que la sociedad logre incrementar, en forma sostenida, los resultados en Colombia y Brasil, en particular en este último país, debido al reducido margen EBITDA con que opera en aquel país y por su importancia relativa para la empresa.

Dentro de los desafíos de la organización está el administrar adecuadamente una estructura compleja que implica la presencia en cinco países, con culturas comerciales disímiles, y participación en distintos tipos de negocios. 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.

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.

<sup>4</sup> Esta medida de flujos es publicada por la emisora y ajusta el EBITDA por variaciones de tipo de cambio, revalúo de activos y ganancias (pérdidas) por unidades de indexación.

<sup>5</sup> En primer término, y como parte de este proceso de reorganización del conglomerado con fecha 20 de mayo, Cencosud Shopping emitió deuda por UF 10 millones, destinada a prepagar los créditos intercompañía que mantiene con su matriz Cencosud. Asimismo, esa compañía ha anunciado un aumento de capital de manera de incrementar su base patrimonial.

## 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.
- 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 2018

En 2018 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 9.646 billones (aproximadamente US\$ 13.884 millones), lo que representa una caída de 7,8% respecto a 2017, explicado por las caídas, en pesos, de los ingresos provenientes de Argentina y Brasil, producto de la devaluación de las monedas de aquellos países.

Por su parte, los costos de explotación cayeron 7,7%, totalizando \$ 6.885 billones; con lo cual representaron un 71,3% de los ingresos.

El total de costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función llegó a \$ 2.366 billones, lo que significa una caída de 8,4% respecto de 2017. Con lo anterior, el resultado operacional<sup>6</sup> llegó a \$ 608.906 millones, lo que representa una contracción de 26,2% respecto al año anterior. De esta manera, el resultado operacional representa un 6,3% de los ingresos, el cual, aun cuando es inferior al 7,9% registrado en 2016 y 2017, es superior a los registros de 2014 y 2015.

<sup>6</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.

El EBITDA, por su parte, cayó en 22,9%, totalizando \$823.490 millones a diciembre de 2018.

En términos no operacionales, la compañía pasó de una pérdida de \$ 186.991 millones a una pérdida de \$ 330.559 millones.

Como resultado de lo anterior, la ganancia del período se contrajo en 56,7% respecto de 2017, alcanzando a \$ 190.594 millones.

### Eventos recientes

En el primer trimestre de 2019 registró ingresos por ventas por \$2.250.301 millones, lo que representa una caída de 7,1% respecto al año anterior. El costo de ventas, por su parte, cae en 6,2% respecto al mismo período de 2018. De esta manera, el margen bruto se contrae en 9,5%, totalizando \$637.382 millones, explicado por la contracción del margen bruto en Chile y Perú (influido, este último, por la venta del 51% del negocio de servicios financieros, por lo que deja de consolidar en **Cencosud**), en tanto que el mercado doméstico la caída del margen se explica por presiones promocionales y debilidad en los indicadores de consumo, compensado parcialmente por mejores márgenes brutos en Brasil, Argentina y Colombia.

El EBITDA, por su parte, alcanzó aproximadamente \$336.056 millones, registrando un alza de 71,5% respecto al mismo trimestre de 2018. Explicado principalmente, por una parte, por el mayor valor de las cuentas "Otros Ingresos por función" que se incrementa 196% debido a una mayor revaluación de activos, incluidos en el próximo IPO<sup>7</sup> de centros comerciales. Por otra parte, la cuenta "Otras Ganancias" muestra un crecimiento relevante, debido a la ganancia obtenida por el *joint Venture* del 51% del negocio de Servicios Financieros den Perú.

De este modo, las ganancias registraron un incremento de más de 192% en el trimestre, totalizando aproximadamente \$153.258 millones.

**Cencosud**, como es público conocimiento, está en un proceso de restructuración, lo que implica la creación de dos filiales inmobiliarias, Cencosud Shopping S.A. y Cencosud Inmobiliaria S.A., a la primera de las cuales se le traspasarán 33 activos inmobiliarios lo que representa un traspaso de EBITDA desde **Cencosud** a la nueva filial.

## Definición de categorías de riesgo

### Categoría AA (títulos de deuda)

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.

<sup>7</sup> IPO: *Initial Public Offering*

### 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.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Posicionamiento:** Cencosud presenta una importante participación de mercado en cuatro de los países en los que tiene presencia y en los distintos rubros en que participa. En Chile, en el segmento de supermercados presenta ventas por \$2.782 miles de millones; en tiendas por departamento, las ventas alcanzan \$1.069 miles de millones y en mejoramiento de hogar totalizan \$534 miles de millones. En Argentina las ventas de supermercado alcanzan a \$1.210 miles de millones, y, por otro lado, los ingresos por mejoramiento del hogar ascienden a \$589 miles de millones. En Brasil las ventas totales ascienden a \$1.358 miles de millones, en tanto que en Perú totalizan \$1.008 miles de millones. En Colombia, finalmente, los ingresos fueron de \$814 miles de millones durante 2018

Por otra parte, las marcas Jumbo, Santa Isabel, Paris e Easy, entre otras, son ampliamente reconocidas por los consumidores en Chile; así como lo son Easy, Jumbo, Disco y Ve a 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 (también existe diversificación dentro de los países).

**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. De este modo, **Humphreys** valora el hito que **Cencosud** habría logrado en el segundo semestre de 2017, con la integración de la operación de Brasil, al disponer de un solo sistema administrativo financiero, lo que representa un importante avance en términos de eficiencia y economías de escala, al considerar que en

el año 2011 la compañía operaba con 13 sistemas administrativos financieros. Se reconoce, además, los esfuerzos por estandarización y centralización de procesos, que busca la especialización funcional sobre transacciones recurrentes y de alto volumen, buscando eficiencia en la generación de economías de escala.

Por otro lado, 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 2018 los activos susceptibles de ser asociados al negocio inmobiliario totalizaban aproximadamente US\$ 4.350 millones, los cuales generan un EBITDA cercano a US\$ 500 millones anuales, y un EBITDA ajustado cercano a US\$ 275 millones. Por su parte, el EBITDA del segmento inmobiliario en Chile ascendió a US\$ 429 millones.

**Estrategia de crecimiento:** La estrategia de la compañía se fundamenta básicamente en el negocio de *retail* mismo y el desarrollo de los clientes (a través de programas de fidelización). El desarrollo de esta estrategia, 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. Adicionalmente, la compañía ha definido potenciar la omnicanalidad, de manera de conocer con la mayor exactitud los hábitos de compra del consumidor, optimizando consecuentemente los niveles y características de los inventarios. 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 ampliar sus formatos y marcas en los países en que 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\$ 514 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 20,8% de los ingresos de la empresa y un 24,1% del EBITDA de 2018 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 B2 en escala global moneda extranjera, mientras que Chile está clasificado en categoría A1. 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 53,4% de los ingresos de 2018 originándose en el exterior, situación que vuelve sensible a la empresa a fluctuaciones en las paridades cambiarias, como se ha apreciado recientemente por

las depreciaciones de las monedas de Brasil y Argentina y su efecto en los resultados de la emisora, 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 (a finales de 2018 un 25,9% de la deuda se encuentra expresada en tasa de interés variable). Un atenuante de estas consideraciones es que la compañía utiliza derivados financieros para cubrir su deuda en moneda extranjera, resultando que un 79,2% de la deuda queda denominada en moneda local.

## 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, con datos a diciembre de 2018, se detalla cada rubro de negocios en los cuales **Cencosud** participa, 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	249
	Mejoramiento Hogar	Easy	36
	Multitienda	Paris, Johnson's	81
	Centros Comerciales	Varios (entre ellos, marca "Portal")	33
	Otros	Tarjetas Mas; seguros Paris; AventuraCenter; JJO, Umbrale, Foster, FES	
Argentina Superficie Total: 1,2 mill de m <sup>2</sup>	Supermercados	Jumbo, Vea, Disco	284
	Mejoramiento Hogar	Easy, Blaisten	51
	Centros Comerciales	Varios	22
	Otros	Tarjetas, Seguros	
Brasil Superficie Total: 564 miles de m <sup>2</sup>	Supermercados	Gbarbosa, Bretas, Perini, Prezunic, Mercantil Rodriguez.	201
	Otros	Eletroshow (77 tiendas), tarjetas, Farmacias GBarbosa (62 tiendas)	
Perú Superficie Total: 407 miles de m <sup>2</sup>	Supermercados	Metro, Wong	93
	Multitienda	Paris	11
	Centros Comerciales	Varios	4
	Otros	Tarjetas de crédito, seguros	

País	Formato	Marca	Nº Locales
Colombia Superficie Total: 504 miles de m <sup>2</sup>	Supermercados	Jumbo, Metro	98
	Mejoramiento Hogar	Easy	10
	Centros Comerciales	Varios	2
	Otros	Tarjetas	

## Chile

Los negocios que **Cencosud** lleva a cabo en Chile son los que durante 2018 más aportaron a la compañía en términos de ingresos de explotación, con un 47,7% del total corporativo a través de 399 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 y área inmobiliaria. Dentro de los segmentos operativos que maneja la compañía en el territorio, se encuentran supermercados Jumbo y Santa Isabel, la tienda de mejoramiento del hogar Easy, las tiendas por departamento Paris y Johnson's, las marcas de vestuario Umbral, Foster, J.J.O y FES y 33 centros comerciales.

## Argentina

Los negocios desarrollados en Argentina representaron el 20,8% de los ingresos totales de la compañía en 2018, siendo el segundo país con mayores ventas después de Chile.

Las marcas que maneja la empresa en Argentina son Jumbo, Disco, Ve, 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 284 ubicaciones. Asimismo, es donde ha desarrollado de manera más amplia el formato de mejoramiento de hogar y construcción, con 51 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 201 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 2018 las inversiones en Brasil aportaron el 13,9% de los ingresos de **Cencosud**, aun cuando se registró un EBITDA negativo por alrededor de \$ 15,3 mil millones.

## Perú

La inversión dentro de Perú, en lo relativo a supermercados, corresponde a la adquisición de la cadena Wong a fines de 2007. A diciembre de 2018 contaba con 93 supermercados, once locales de tiendas por departamento y cuatro centros comerciales.

Adicionalmente participa en el negocio de tarjetas de crédito y corretaje de seguros. Todo ello lleva a que en Perú se genere el 10,3% 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 ese país, dispone de 98 tiendas de supermercados y se ha posicionado como el tercer actor más relevante en este segmento. Durante 2018 los ingresos provenientes de la operación en Colombia representaron un 8,3% del total de ventas de la compañía.

## Propiedad y administración

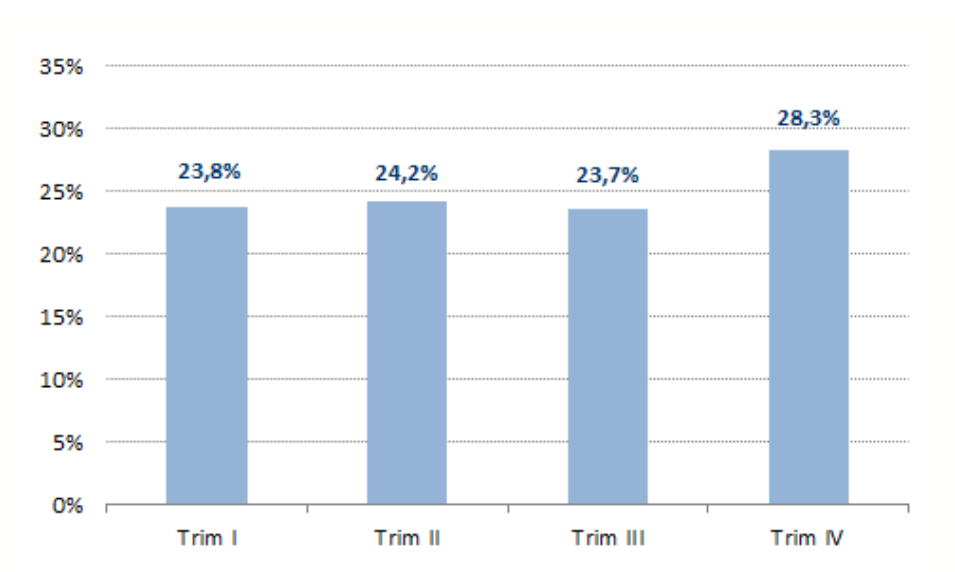
El controlador de la sociedad, con el 54% de la propiedad, es la familia Paulmann, quienes participan a través de cuatro sociedades (Inversiones Quinchamáli Ltda., Inversiones Latadia Ltda., Inversiones Tano Ltda., Inversiones Alpa Ltda.) y, directamente, como personas naturales.

## 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.

En términos de la distribución estacional de las ventas, destaca la mayor participación que exhibe el último trimestre del año, alcanzando en promedio para los últimos diez años de 28,1% de las ventas anuales, como resultado mayormente de la temporada navideña. Por el contrario, el primer cuarto del año, en el mismo período de nueve años, ha promediado un 23,7% de los ingresos consolidados (ver Ilustración 1).

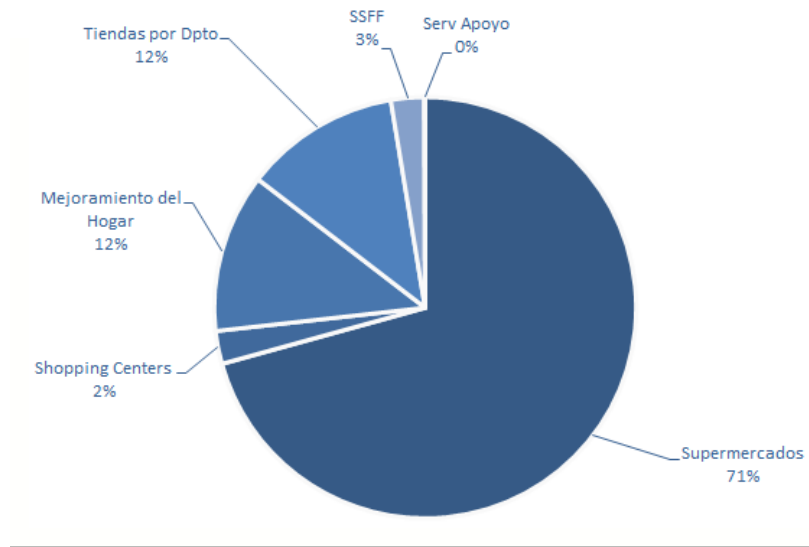
Ilustración 1  
**Participación Trimestral Ingresos por Venta**  
Promedio 2009-2018



Por tipo de formato, los supermercados e hipermercados constituyen el grueso de las ventas consolidadas de la empresa<sup>8</sup>, alcanzando durante 2018 US\$ 9.928 millones y un 70,7% 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 40,3% en Chile; 19,6% en Brasil; 17,5% en Argentina;; 11,8% en Perú y 10,7% en Colombia . Por otra parte, el mejoramiento de hogar, con US\$ 1.714 millones, distribuidos en un 49,5% en Argentina; 44,9% en Chile y 5,6% 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 11,9% de los ingresos (ver Ilustración 2).

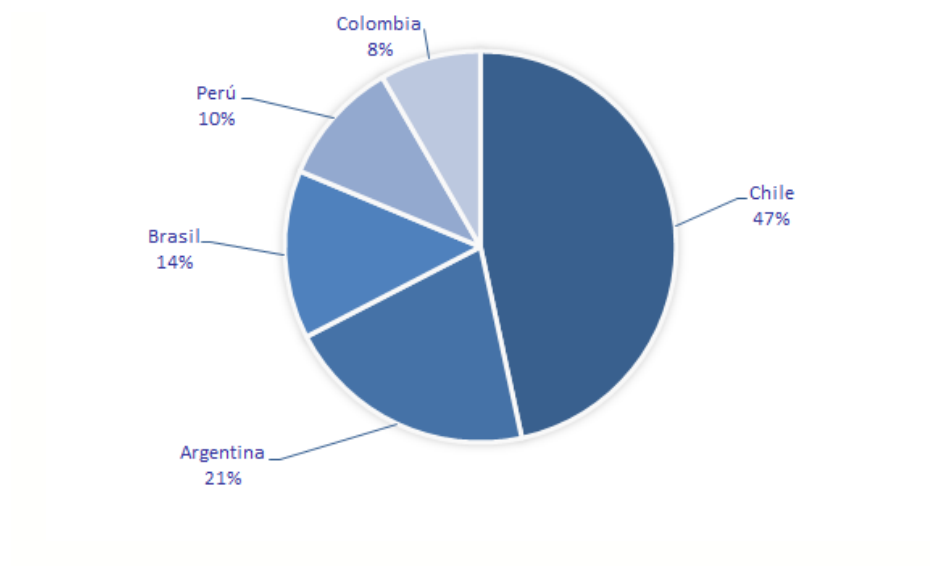
<sup>8</sup> La distribución del ingreso por líneas de negocio no se replica, necesariamente, en términos de EBITDA, en particular debido al alto margen exhibido por la actividad inmobiliaria.

Ilustración 2  
**Ingresos por Segmento 2018**



Por países, Chile y Argentina son los más relevantes en términos de ingresos para la compañía, con un 46,6% y 20,8% del total, respectivamente. Cabe señalar el ajuste económico efectuado en este último país, así como la devaluación de su moneda, se han reflejado en caídas en la participación de los ingresos provenientes desde Argentina, que durante 2015 habían llegado a representar un 30% de los ingresos de **Cencosud**. (ver Ilustración 3).

Ilustración 3  
**Ingresos por País 2018**



## Proveedores, fuentes de financiamiento e inversión

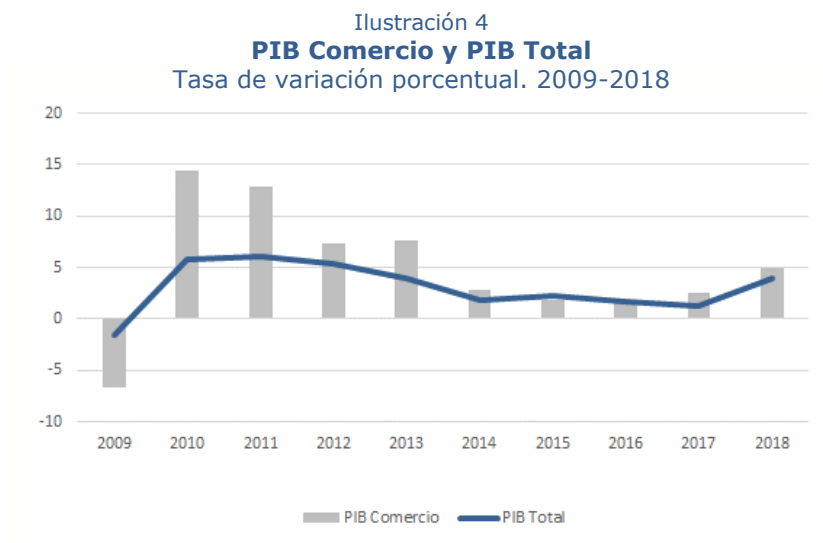
Dado el giro del negocio, una parte importante de las necesidades de recursos de la sociedad está asociada al financiamiento de su capital de trabajo, básicamente cuentas por cobrar y mercadería.

### 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 media-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**, pero con énfasis en tiendas por departamento), Walmart Chile (supermercados), 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).



## Análisis financiero

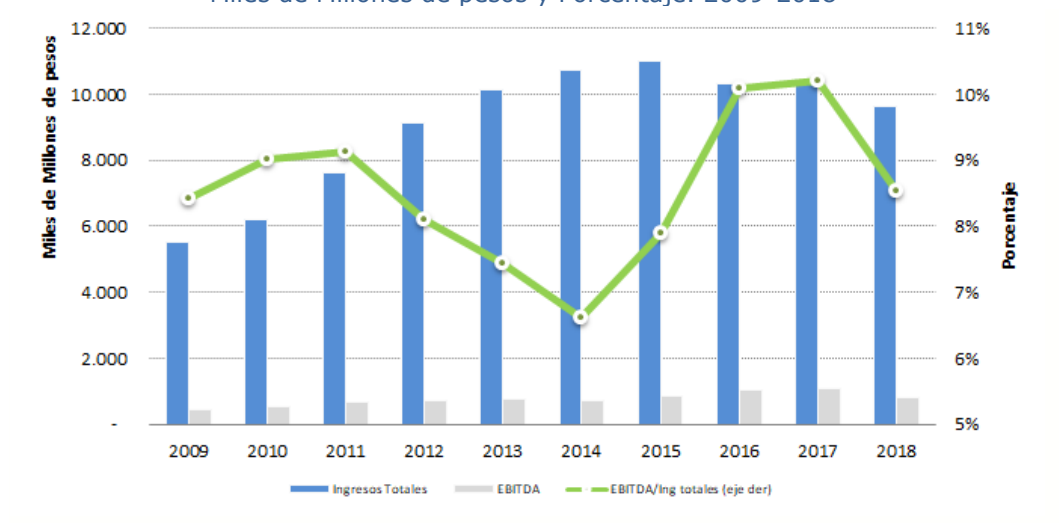
### Evolución de los ingresos y EBITDA

A pesar de la caída del ingreso registrada en el último período, afectado por los efectos en las paridades de monedas, entre los años 2009 y 2018 los ingresos de explotación se han incrementado en una tasa compuesta promedio de 6,4% anual, lo que implica que la compañía creció en un 75% en dicho lapso. 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>9</sup> ha experimentado una evolución muy similar a la de los ingresos, con una expansión total de 77,4% entre 2009 y 2018 y una tasa anual de crecimiento de promedio de 6,6%.

Se reconoce, no obstante, que el crecimiento de los ingresos y el EBITDA ha sido inferior al esperado inicialmente, tanto por el bajo rendimiento de las inversiones en Brasil (y en menor medida en Colombia) como por los efectos de la depreciación de las monedas de Brasil, Argentina y Colombia (ver Ilustración 5).

Ilustración 5  
**Ingresos Totales, EBITDA y Margen EBITDA**  
Miles de Millones de pesos y Porcentaje. 2009-2018



### Evolución del endeudamiento y la liquidez

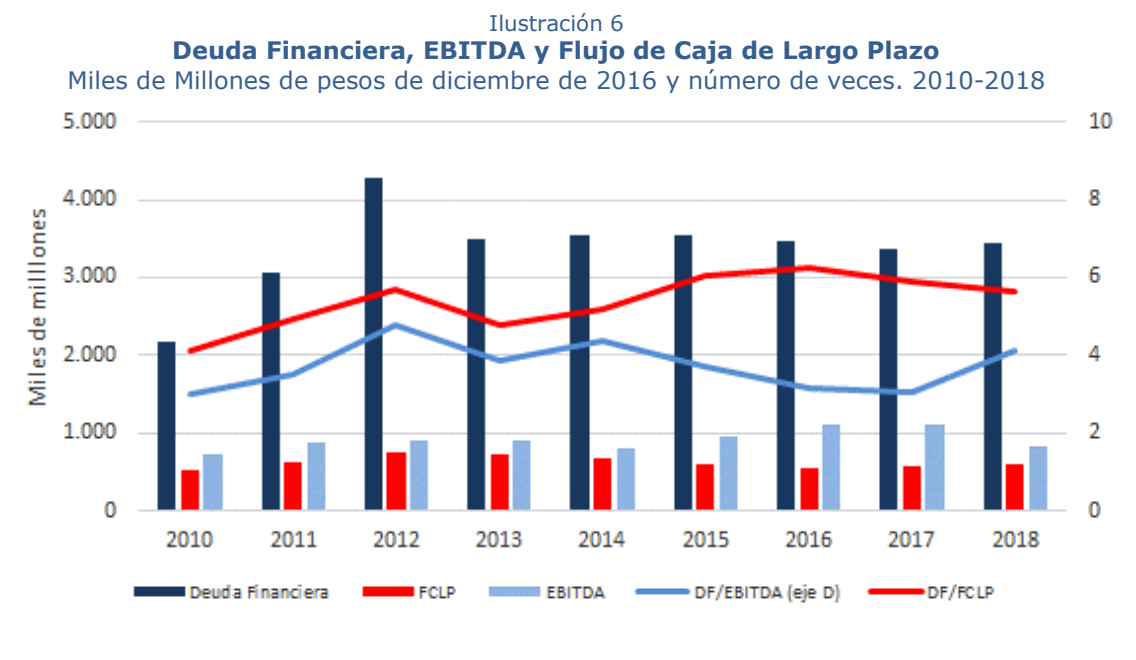
Como consecuencia de las adquisiciones realizadas por la compañía, el indicador de endeudamiento, medido como deuda financiera al Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>10</sup> y deuda financiera a EBITDA, mostró una tendencia

<sup>9</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 por gastos del personal. Este indicador considera la revaluación de activos, que no corresponde a flujo de efectivo.

<sup>10</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



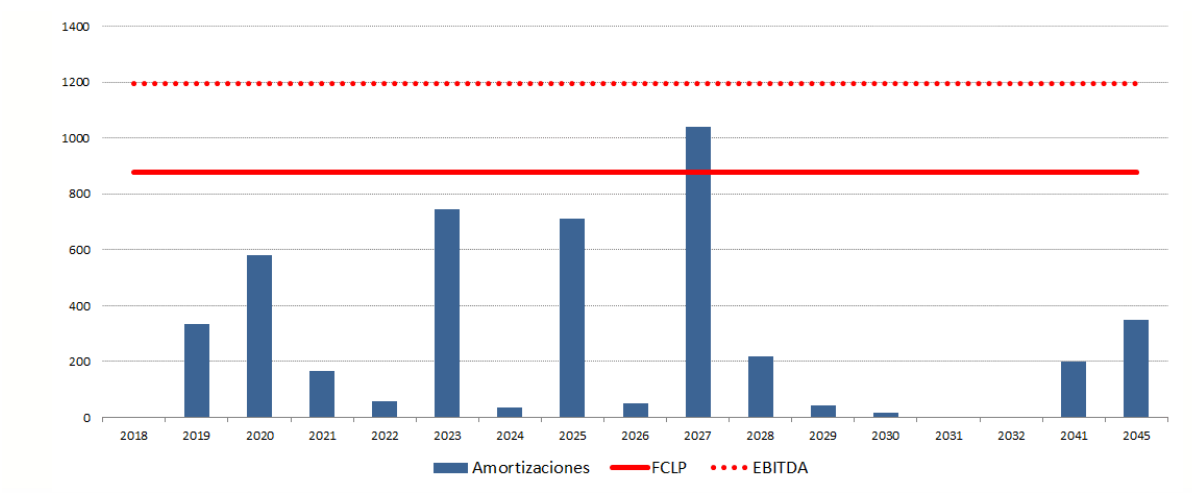
creciente hasta 2012, para presentar una caída durante 2013. Posteriormente, el indicador DF/FCLP presenta un incremento durante 2014 y 2015, para posteriormente estabilizarse en registros cercanos a 6 veces, exhibiendo un valor de 5,6 en diciembre de 2018. En el caso del indicador DF/EBITDA, a partir de 2015 exhibió continuas disminuciones, trayectoria que, sin embargo, se revierte en diciembre de 2018, dada la caída registrada por la generación de EBITDA.<sup>11</sup>



La deuda financiera de **Cencosud** al cierre de 2018 alcanzaba los \$ 3.438 miles de millones, de los cuales un 9,3% 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). Por otra parte, se puede apreciar que durante 2017, en relación con el FCLP, 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 (sin descartar incrementos en la generación de caja de la compañía).

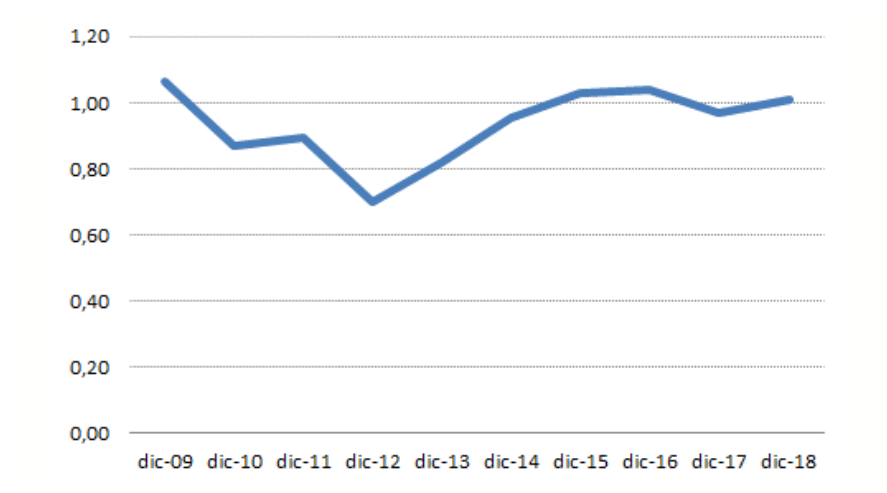
<sup>11</sup> actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.  
Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a diciembre de 2017.

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 2009-2014, llegando a un mínimo de 0,7 en diciembre de 2012. Con posterioridad este indicador se recuperó, hasta niveles superiores a la unidad (con excepción en diciembre de 2017). En la más reciente observación este indicador alcanza un nivel de 1,01 como se observa en la Ilustración 8.

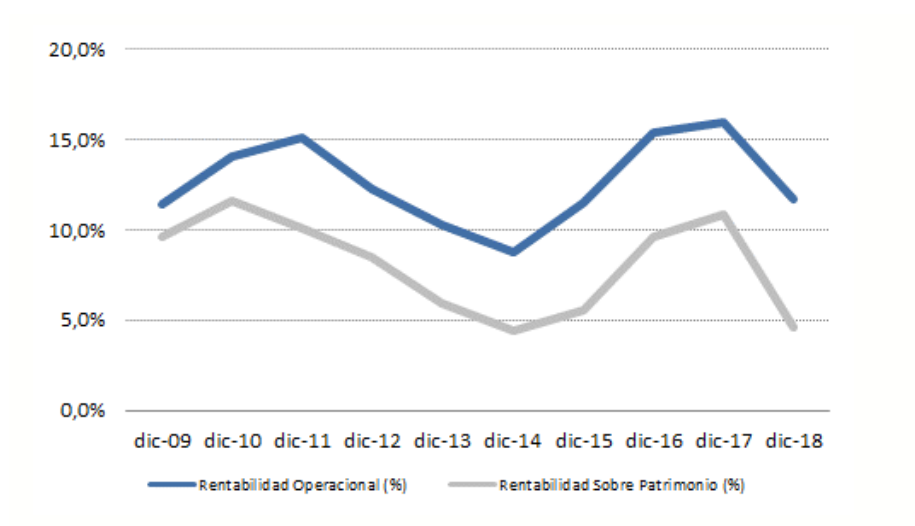
Ilustración 8  
**Evolución de Liquidez**  
 diciembre 2009 - diciembre 2018



## Rentabilidad

Luego de incrementarse hasta 2011, los indicadores de rentabilidad, tanto la operacional<sup>12</sup> como del patrimonio<sup>13</sup>, mostraron posteriormente una tendencia decreciente hasta fines del período 2014. A partir de 2015, con todo, los indicadores muestran un continuo crecimiento. No obstante, más reciente observación muestra una caída, por los efectos sobre la ganancia de las depreciaciones de las monedas locales de Brasil y Argentina. (ver Ilustración 9).

Ilustración 9  
**Evolución de Rentabilidad**  
Diciembre 2009 - diciembre 2018



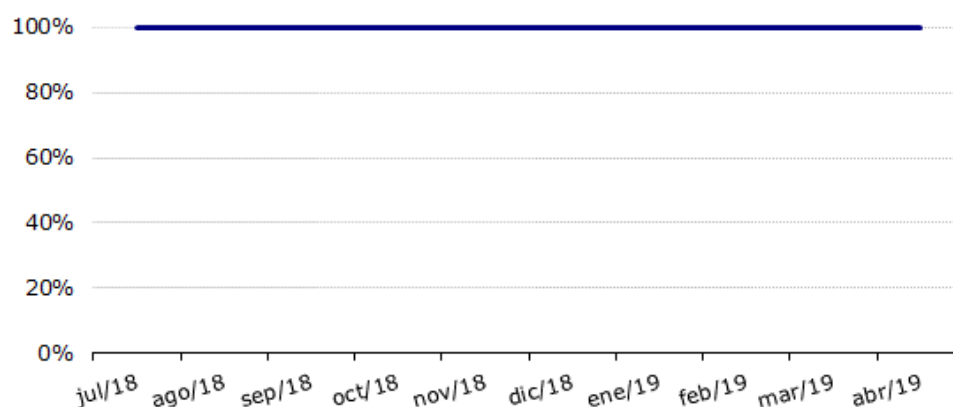
<sup>12</sup> Resultado operacional sobre activos promedio.

<sup>13</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 2019
Deuda financiera menos efectivo y equivalentes al efectivo y menos otros activos financieros corrientes / Patrimonio	Menor a 1,2 veces	0,67 veces
Patrimonio mínimo	Mayor a UF 11.500.000	UF 143.302.597 millones
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	0,74 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 Comisión para el Mercado Financiero 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."*