



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Cencosud S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Mayo 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	AA
Acciones (CENCOSUD)	Primera Clase Nivel 1
Tendencia	Estable
EEFF base	31 marzo 2024 ¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie B1 (BJUMB-B1)	N° 268 de 05.09.01
Bonos Serie B2 (BJUMB-B2)	N° 268 de 05.09.01
Línea de Bonos	N° 404 de 27.01.05
Línea de Bonos	N° 443 de 21.11.05
Línea de Bonos	N° 530 de 16.04.08
Serie F (BCENC-F)	Segunda Emisión
Línea de Bonos	N° 551 de 14.10.08
Serie J (BCENC-J)	Primera Emisión
Serie N (BCENC-N)	Tercera Emisión
Línea de Bonos	N° 816 de 14.07.15
Serie R (BCENC-R)	Primera Emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ingresos totales	9.548.213.456	9.836.117.393	11.760.071.408	14.202.097.551	14.230.641.548	3.938.069.983
Costo de ventas	-6.877.269.870	-7.191.849.344	-8.327.455.783	-10.129.992.951	-10.069.296.584	-2.785.515.432
Costos de distribución	-32.061.314	-67.858.297	-99.048.198	-113.546.097	-97.584.178	-25.158.246
Gastos de administración	-2.059.099.820	-1.990.454.633	-2.101.600.922	-2.716.362.244	-2.975.790.803	-849.656.435
Resultado operacional	713.608.184	593.715.165	1.035.297.383	1.122.918.890	999.026.496	246.356.976
Costos financieros	-282.095.846	-264.941.294	-143.512.497	-233.871.142	-311.890.685	-119.166.162
Ganancia	154.617.183	64.980.678	495.154.760	404.748.150	292.212.589	-601.163²
EBITDA ³	1.031.352.643	967.317.760	1.416.061.000	1.481.592.000	1.382.242.000	340.657.000

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2023. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2024, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Explicado por efectos de operaciones en Argentina.

³ 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. "Reportado" en Análisis Razonado.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	Mar-24
Activos corrientes totales	3.211.830.302	2.750.870.198	3.360.396.782	3.108.157.445	2.976.277.224	3.446.413.414
Activos no corrientes totales	9.036.477.689	8.094.209.832	8.591.110.700	10.232.042.346	10.596.845.305	11.475.410.522
Total activos	12.248.307.991	10.845.080.030	11.951.507.481	13.340.199.791	13.573.122.529	14.941.823.936
Pasivos corrientes totales	2.537.199.479	2.523.502.528	3.161.774.685	3.753.381.559	3.798.928.406	4.355.953.390
Pasivos no corrientes totales	4.721.186.905	3.803.076.657	4.055.475.218	5.340.600.830	5.496.566.361	5.624.790.375
Total pasivos	7.258.386.384	6.326.579.185	7.217.249.903	9.093.982.389	9.295.494.767	9.980.743.765
Patrimonio total	4.989.921.607	4.518.500.845	4.734.257.578	4.246.217.402	4.277.627.762	4.961.080.171
Total patrimonio y pasivos	12.248.307.991	10.845.080.030	11.951.507.481	13.340.199.791	13.573.122.529	14.941.823.936
Deuda financiera⁴	4.264.939.845	3.289.724.844	3.614.196.750	5.179.990.684	5.489.703.020	5.852.910.759

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Cencosud S.A. (Cencosud) es una compañía chilena del sector *retail*, con presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú, Colombia y Estados Unidos. El ámbito de negocios de la empresa corresponde principalmente a hipermercados y supermercados, pero también mantiene presencia en tiendas de conveniencia, *cash & carry*, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario (centros comerciales) y servicios financieros (seguros y tarjeta de crédito).

Durante 2023 la empresa obtuvo ingresos por \$ 14.231 miles de millones y un EBITDA⁵ de \$ 1.382 miles de millones, mientras que su deuda financiera (incluyendo pasivos por arrendamiento) era de \$ 5.490 miles de millones, un 6,0% superior a lo exhibido en 2022. Adicionalmente, la compañía reportó ganancias por \$ 292 miles de millones, un 27,8% menor en comparación con igual periodo del año anterior.

A marzo del 2024, la compañía tuvo ingresos por \$ 3.938 miles de millones y un EBITDA⁶ de \$ 341 miles de millones, así como una deuda financiera (incluyendo pasivos por arrendamiento) de \$ 5.853 miles de millones, un 6,6% mayor a lo conseguido en 2023. Además, la compañía reportó pérdidas por \$ 601 millones, respecto del año anterior, explicado por la hiperinflación en Argentina.

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, salvo en Estados Unidos, 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 geográficos en que está

⁵ "Reportado" en Análisis Razonado.

⁶ "Reportado" en Análisis Razonado.

presente, exhibe un volumen de operación elevado o suficiente, en términos comparativos, que, en mayor o menor medida, les facilita el acceso a 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, programas de omnicanalidad y marcas propias. Este modelo de negocios aplicado a sus operaciones en los principales países donde opera y complementado por adquisiciones de empresas en funcionamiento, ha implicado, como se mencionó, alcanzar un elevado nivel de operación y con ello acceder o tener la posibilidad de acceder a economías de escala. Asimismo, se valora positivamente el crecimiento en las ventas de marcas propias en sus diversos segmentos y países que brindan mayores márgenes a la compañía.

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 79% en 2023), lo que le otorga una mayor estabilidad a sus ingresos (menos sensibles a períodos recesivos), lo cual ha quedado de manifiesto durante la pandemia de Covid 19 y posteriores consecuencias, en que las ventas de rubros alimenticios mostraron mayor resiliencia que otras líneas de productos; así como la elevada generación de caja que representa el negocio inmobiliario que, además, ha mostrado capacidad de adaptación a los cambios del entorno. 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 consolidada 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\$⁷ 4.230 millones (67,6% de la deuda consolidada), con un EBITDA cercano a US\$ 323 millones anuales. Cabe señalar que, desde 2019 Cencosud Shopping, que agrupa mayoritariamente el negocio inmobiliario, está aperturada en bolsa.

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** (aunque cada vez menos en términos relativos), el que presenta una probabilidad no menor de materializarse en países que, comparados con Chile, presentan mayor riesgo económico y político. Sin embargo, la última inversión relevante, en Estados Unidos, muestra que el emisor está capacitado para incursionar en países más desarrollados y con bajo riesgo soberano.

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 la aplicación en Argentina de la norma IFRS IAS29 lo que significó, durante 2023, el reconocimiento de una pérdida de \$ 409.776 millones por el concepto de economía hiperinflacionaria y una pérdida de \$ 121.187 millones por el concepto de conversión de moneda en la operación en Argentina.⁸

Se incorporan, además, dentro de los riesgos la necesidad de continuar la consolidación de las operaciones en Brasil, la que, si bien se ha ido incrementando en los últimos años, persiste la necesidad de seguir

⁷ Tipo de cambio 31 de diciembre 2023: 1 US\$ = 877,12 pesos.

⁸ Con todo, se reconoce que esta pérdida por efectos inflacionarios no afecta el flujo de caja de la compañía.

mejorando su rentabilidad. Con todo, el margen EBITDA en dicho mercado ya está en valores cercanos al 6%, luego de exhibir un 6,3% en 2022 y 6,0% en 2023. Situación menos favorable ocurre con las operaciones en Colombia, que alcanzan un margen EBITDA de 1,6% (3,5% en 2022), exhibiendo oportunidades para mejorar sus márgenes y rentabilidades.

Dentro de los desafíos de la organización está el administrar adecuadamente una estructura compleja que implica la presencia en seis países, con culturas comerciales disímiles, y participación en distintos tipos de negocios. Por otra parte, dentro de los retos de la organización está en seguir avanzando competitivamente en marcas propias y en la venta por el canal online, como con las alianzas con DoorDash y Uber Eats en Estados Unidos y iFood en Brasil, así como otras innovaciones como su billetera electrónica Cencopay y su programa de suscripción Prime y Cencosud Media que se han expandido en los mercados donde operan.

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.

En el ámbito ASG⁹, entre otras cosas detalladas en la memoria anual consolidada, **Cencosud** cuenta con códigos de ética y de conducta del directorio, además de políticas de diversidad e inclusión, vínculo con las comunidades, políticas de satisfacción de clientes y compromiso con proveedores. Adicionalmente, demuestra un compromiso con el medio ambiente a través de prácticas de *packaging* responsable, una política medioambiental y una declaración sobre el desperdicio de alimentos, entre otras. Se valora en el análisis la categoría BBB del Índice MSCI ESG Ratings y ubicarse en el 5% con mejor evaluación a nivel mundial en 2023, según el Dow Jones Sustainability Index (DJSI), ambos en la industria Food & Staples.

La tendencia se clasifica en “*Estable*” por cuanto, en nuestra opinión, a corto plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afecten a la compañía o a la liquidez de sus títulos.

Cabe señalar, que a marzo la empresa arroja resultados negativos explicados por su posición en Argentina lo que implicó pérdidas producto de la inflación de dicho país y sus efectos en la conversión de monedas. Según el emisor, excluido el impacto, la ganancia alcanzaría los \$170 mil millones. Vale mencionar que la categoría de riesgo tiene incorporado el riesgo de la empresa por su presencia en países con mayor riesgo soberano que el de Chile, especialmente, el de Argentina. Por otra parte, es importante señalar que en la larga trayectoria de **Cencosud** en Argentina ha atravesado distintos ciclos económicos y políticos, incluido “el corralito”, y en ninguno de ellos se ha visto afectado el cumplimiento de sus compromisos financieros.

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.

⁹ Criterios de Ambientales, Sociales y de Gobernanza.

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 marzo 2024

A marzo de 2024, los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 3.938 miles de millones, lo que representa un alza de 12,4% respecto a marzo de 2023, destacando el crecimiento del 12,3% del segmento *online*, el alza de suscriptores del programa *Prime* de 54,4% y el aumento de ventas de productos de marcas propias de 15,7%.

Por su parte, los costos de explotación aumentaron 12,0%, totalizando \$ 2.786 miles de millones; con lo cual representaron un 70,9% de los ingresos del periodo.

El total de costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función llegó a \$ 917 miles de millones, lo que significa un aumento de 16,3% respecto del mismo periodo de 2023. Con lo anterior, el resultado operacional¹⁰ llegó a \$ 246 miles de millones, lo que representa un incremento de 1,7% respecto a marzo del 2023. De esta manera, el resultado operacional representa un 6,3% de los ingresos, inferior al 6,9% registrado en 2023.

El EBITDA, por su parte, aumentó en 0,1%, totalizando \$ 341 miles de millones¹¹ a marzo de 2024.

¹⁰ 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.

¹¹ "Reportado" en Análisis Razonado.

Con todo, la pérdida del periodo fue \$ 601 millones, explicado principalmente por sus operaciones en Argentina.

La deuda financiera de la empresa fue \$ 5.853 miles de millones aumentando en 6,6% y el patrimonio alcanzó los \$ 4.961 miles de millones, 16,0% mayor al año anterior.

Resultados diciembre 2023

En 2023 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 14.231 miles de millones, lo que representa un alza de 0,2% respecto a 2022, explicado por su buen desempeño de los negocios de supermercados y centros comerciales.

Por su parte, los costos de explotación disminuyeron 0,6%, totalizando \$ 10.069 miles de millones; con lo cual representaron un 70,8% de los ingresos del periodo.

El total de costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función llegó a \$ 3.227 miles de millones, lo que significa un aumento de 7,7% respecto de 2022. Con lo anterior, el resultado operacional¹² llegó a \$ 999 miles de millones, lo que representa una caída de 11,0% respecto al año anterior. De esta manera, el resultado operacional representa un 7,0% de los ingresos, inferior al 7,9% registrado en 2022.

El EBITDA, por su parte, disminuyó en 6,7%, totalizando \$ 1.382 miles de millones¹³ a diciembre de 2023.

Con todo, la ganancia del período se contrajo en 27,8% respecto de 2022, alcanzando a \$ 292.213 millones.

La deuda financiera de la empresa fue \$ 5.490 miles de millones aumentando en 6,0% y el patrimonio alcanzó los \$ 4.278 miles de millones, 0,7% mayor al año anterior.

Definición de categorías de riesgo

Categoría AA

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

Primera Clase Nivel 1

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

¹² 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.

¹³ "Reportado" en Análisis Razonado.

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 \$ 4.826 miles de millones (representando 33,5% de participación de mercado); en tiendas por departamento las ventas alcanzan \$ 1.084 miles de millones (25,1%) y en mejoramiento de hogar totalizan \$ 757 miles de millones (25,0%). En Argentina las ventas de supermercado alcanzan a \$ 1.903 miles de millones (16,8%), y, por otro lado, los ingresos por mejoramiento del hogar ascienden a \$ 816 miles de millones. En Brasil las ventas totales fueron de \$ 1.686 miles de millones en donde el segmento supermercados representa un 6,3% de participación de mercado, en tanto que en Perú totalizan \$ 1.138 miles de millones y en Colombia, los ingresos fueron de \$ 874 miles de millones durante 2023 (con una participación de mercado en supermercados de 27,2% y 7,6%, respectivamente), en tanto que, en Estados Unidos, la nueva cadena de *The Fresh Market* exhibió un ingreso de \$ 1.695 miles de millones.

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, Vea y Blaisten en Argentina, Wong y Metro en Perú; Gbarbosa, Bretas, Mercantil, Perini y Prezunic en Brasil, Metro y Jumbo en Colombia y Spid a nivel regional. 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 e hipermercados (78,9%), distribución de materiales para la construcción y mejoramiento para el hogar (10,8%), centros comerciales (2,2%), tiendas por departamento (7,1%), tarjetas de crédito y seguros (0,9%), tanto en Chile (45,3%) como en Argentina (19,3%), Brasil (11,1%), Perú (7,5%), Colombia (5,7%) y Estados Unidos (11,1%) 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 experimenta ciclos económicos de forma bastante conjunta (con todo, la mayor participación del área de supermercados reduce su exposición a períodos recesivos). La incursión en Norteamérica refuerza la diversificación de ingresos del emisor.

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. 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.

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 entre el primer y 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** es uno de los conglomerados más importantes dentro de América Latina. De la misma manera, se destacan los esfuerzos de la empresa en desarrollar el negocio de marcas propias con nuevas estrategias y productos en los diferentes países, alcanzando unas ventas de US\$ 2.542 millones a nivel consolidado.

Potencial de crecimiento: Pese a que la empresa opera en seis 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, incluyendo, en lo más reciente, la plataforma de *e-commerce*; 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, entregan 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.

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 el pasado de manera adecuada, es necesario evaluar continuamente el desempeño del grupo a nivel regional y su impacto en la rentabilidad de la empresa, en particular en países, donde la compañía presenta una baja escala a nivel nacional.

Sensibilidad del consumidor ante ciclos económicos recesivos: La demanda de la industria del *retail*, básicamente la orientada al rubro distinto de alimentos, 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 los ingresos en tiendas por departamentos y materiales para la construcción representan un porcentaje minoritario en el total de ventas de la compañía.

Exposición en el exterior: Parte importante de las operaciones del emisor se realizan en Argentina (un 19,3% de los ingresos de la empresa y un 28,1% del EBITDA ajustado¹⁴ de 2023 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 clasificación¹⁵ de Argentina es Ca en escala global moneda extranjera, mientras que Chile está clasificado en categoría A2. Perú, por su parte, está clasificado en Baa1, mientras que Brasil Ba2 y Colombia se encuentran clasificados en Baa2. Lo anterior se ve atenuado por el reciente ingreso al mercado de Estados Unidos con clasificación de Aaa.

Exposición cambiaria y a tasas de interés: Parte importante de las inversiones del emisor se encuentran en el extranjero, con un 54,7% de los ingresos de 2023 originándose en el exterior, situación que vuelve sensible a la empresa a fluctuaciones en las paridades cambiarias, como se ha apreciado recientemente por la depreciación del peso argentino 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 (la cual, sin embargo, ha caído fuertemente, y actualmente es de menos del 5%).

¹⁴ Excluyendo, adicionalmente, NIIC 29.

¹⁵ Rating de acuerdo a Moody's

Antecedentes generales

La compañía

Cencosud desarrolla un negocio enmarcado principalmente en la venta de productos al detalle, con énfasis en alimentos, además, de diversos segmentos asociados a su actividad central, como son es el área inmobiliaria. La compañía tiene presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú, Colombia y, con la última inversión, en Estados Unidos. A continuación, con datos a marzo de 2024, se detalla cada rubro de negocios en los cuales **Cencosud** participa, totalizando casi 3,7 millones de m² de salas de venta de tiendas de retail y 2,3 millones de m² de GLA de malls

El controlador de la sociedad, con el 55,595% de la propiedad, es la familia Paulmann, quienes participan a través de Pk One Limited (Inglaterra) y, directamente, como personas naturales.

País	Formato	Marca	Nº Locales
Chile Salas de venta: 1,3 mill de m ² Malls: 1,3 mill de m ² GLA	Supermercados	Jumbo, Santa Isabel, Spid	285
	Mejoramiento Hogar	Easy	41
	Multitienda	Paris	49
	Centros Comerciales	Varios (entre ellos, marca "Portal")	35
	Otros	Tarjeta Cencosud	
Argentina Salas de venta: 0,8 mill de m ² Malls: 0,7 mill de m ² GLA de m ²	Supermercados	Jumbo, Veá, Disco, Spid	275
	Mejoramiento Hogar	Easy, Blaiten	58
	Centros Comerciales	Varios	22
	Otros	Tarjetas, Seguros	
Brasil Salas de venta: 0,6 mill de m ²	Supermercados	Gbarbosa, Bretas Armazem, Bretas atacarejo, Perini, Prezunic, Mercantil Atacado, Spid, GIGA	225
	Otros	Eletroshow, tarjetas, Farmacias, (149 tiendas)	
Perú Salas de venta: 0,3 miles Malls: 0,2 mill de m ² GLA de m ²	Supermercados	Metro Almacén, Metro, Wong, Spid	90
	Centros Comerciales	Varios	6
	Otros	Tarjetas de crédito, seguros	
Colombia Salas de venta: 0,5 mill de m ² Malls:	Supermercados	Jumbo, Metro, Spid	93
	Mejoramiento Hogar	Easy	16

País	Formato	Marca	Nº Locales
0,1 mill de m ² GLA de m ²	Centros Comerciales	Varios	4
	Otros	Tarjetas	
Estados Unidos Salas de venta: 0,3 mill de m ²	Supermercados	The Fresh Market	161

Chile

Los negocios que **Cencosud** lleva a cabo en Chile son los que durante 2023 aportaron más a la compañía en términos de ingresos de explotación, con un 45,3% del total corporativo a través de 410 tiendas y centros comerciales (48,3% del total en 2022). Además, es el país donde la empresa presenta la mayor diversificación en términos de fuentes de ingresos, ya que participa en supermercados, hipermercados, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y área inmobiliaria. Dentro de los segmentos operativos que maneja la compañía en el territorio, se encuentran supermercados Jumbo, Santa Isabel y Spid, la tienda de mejoramiento del hogar Easy, las tiendas por departamento Paris y 35 centros comerciales.

Argentina

Los negocios desarrollados en Argentina representaron el 19,3% de los ingresos totales de la compañía en 2023, siendo el segundo país con mayores ventas después de Chile¹⁶.

Las marcas que maneja la empresa en Argentina son Jumbo, Disco, Vea, Easy, Blaiten y 22 centros comerciales, entre los que destaca Unicenter, uno de los más grandes de Argentina. Asimismo, es donde ha desarrollado de manera más amplia el formato de mejoramiento de hogar y construcción, con 58 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 y Bretas. A comienzos de 2012 adquirió la cadena de supermercados Prezunic, con lo cual la emisora se ha situado como la octava operadora a nivel nacional. En la actualidad cuenta con 225 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 2023 las inversiones en Brasil aportaron el 11,1% de los ingresos de **Cencosud**. En 2022, la compañía adquirió Supermercados GIGA, ingresando al Estado de Sao Paulo, el mayor mercado de Brasil y de Sudamérica.

Perú

La inversión dentro de Perú, en lo relativo a supermercados, corresponde a la adquisición de la cadena Wong y Metro a fines de 2007. A diciembre de 2023 contaba con 91 supermercados y seis centros comerciales. Todo ello lleva a que en Perú se genere el 7,5% de los ingresos totales de la sociedad.

¹⁶ Excluyendo NIIC 29.

Colombia

La compañía tiene 16 tiendas Easy en Colombia, inauguradas a partir de 2008, en tanto que dispone de 93 tiendas de supermercados. Durante 2023 los ingresos provenientes de la operación en Colombia representaron un 5,7% del total de ventas de la compañía.

Estados Unidos

Durante el último trimestre de 2022, **Cencosud** comienza a consolidar los ingresos provenientes de la cadena de supermercados *The Fresh Market*, a través de 161 tiendas. Durante 2023, los ingresos provenientes de Estados Unidos representaron un 11,1%.

Composición de los flujos

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 cinco años de 27,7% 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 23,1% de los ingresos consolidados (ver Ilustración 1).

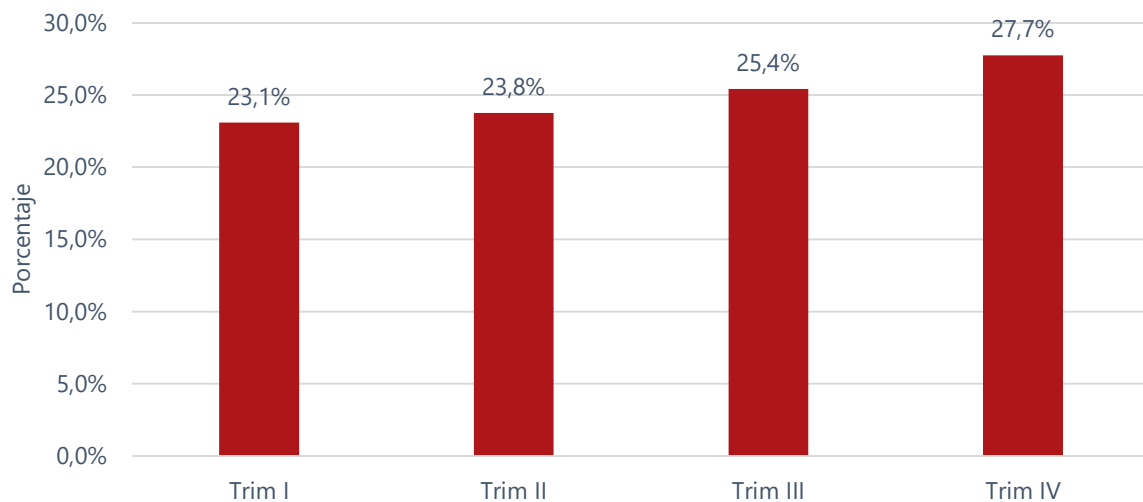


Ilustración 1: Participación Trimestral Ingresos por Venta (2019 - 2023)

Por tipo de formato, los supermercados, hipermercados, *convenience* y *cash&carry* constituyen el grueso de las ventas consolidadas de la empresa¹⁷, alcanzando durante 2023 \$ 12.021 miles de millones y un 78,9% del total de los ingresos, principalmente por la presencia en seis países y el alto número de salas de venta, siendo la distribución de ingresos del rubro un 40,1% en Chile; 15,8% en Argentina; 14,1% en Estados Unidos; 14,0% en Brasil; 9,3% en Perú y 6,6% en Colombia. Por otra parte, el mejoramiento de hogar, con

¹⁷ 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.

\$ 1.644 miles de millones, distribuidos en un 49,6% en Argentina; 46,0% en Chile; y 4,3% en Colombia, fue el segundo rubro originador de ingresos. Las tiendas por departamento, ubicadas en Chile, contribuyeron con un 7,1% de los ingresos¹⁸ (ver Ilustración 2).

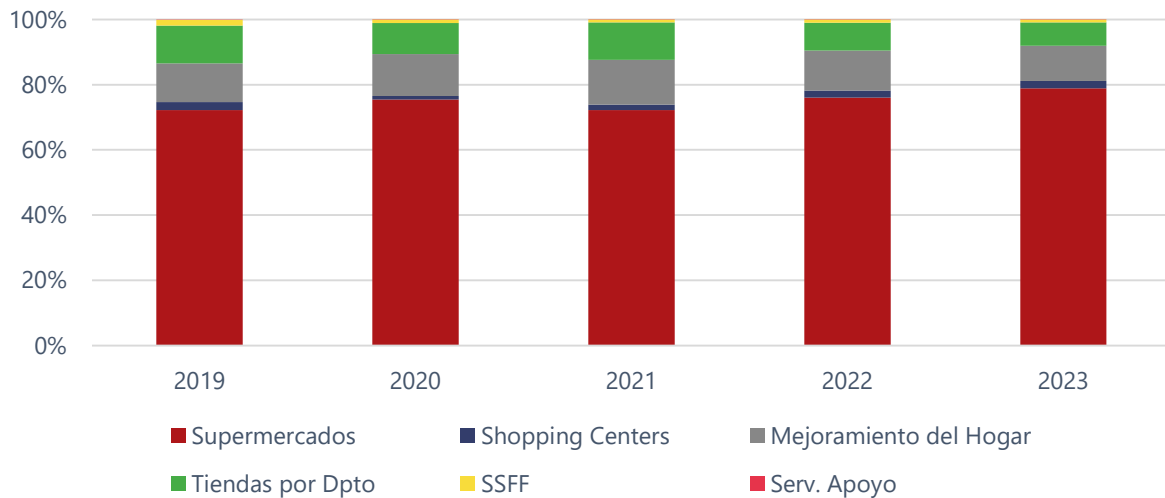


Ilustración 2: Ingresos por Segmento (2019 – 2023)

Por países, Chile y Argentina son los más relevantes en términos de ingresos para la compañía, con un 45,3% y 19,3% del total, respectivamente. Cabe señalar que junto al crecimiento fuera de Argentina, el ajuste económico efectuado en este 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** y en términos de EBITDA el valor se desvaloriza dado los ajustes de economía hiperinflacionaria y tipo de cambio (ver Ilustración 3 e Ilustración 4).

¹⁸ En junio de 2020, la compañía cerró su cadena de tiendas por departamento en Perú.

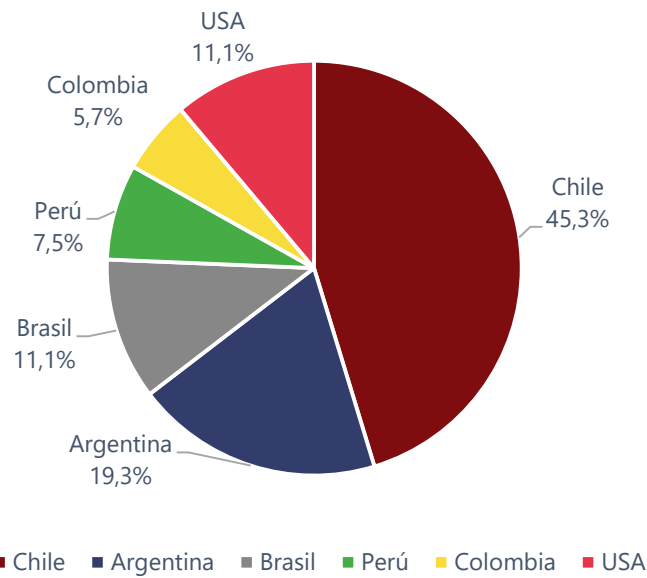


Ilustración 3: Ingresos por país 2023

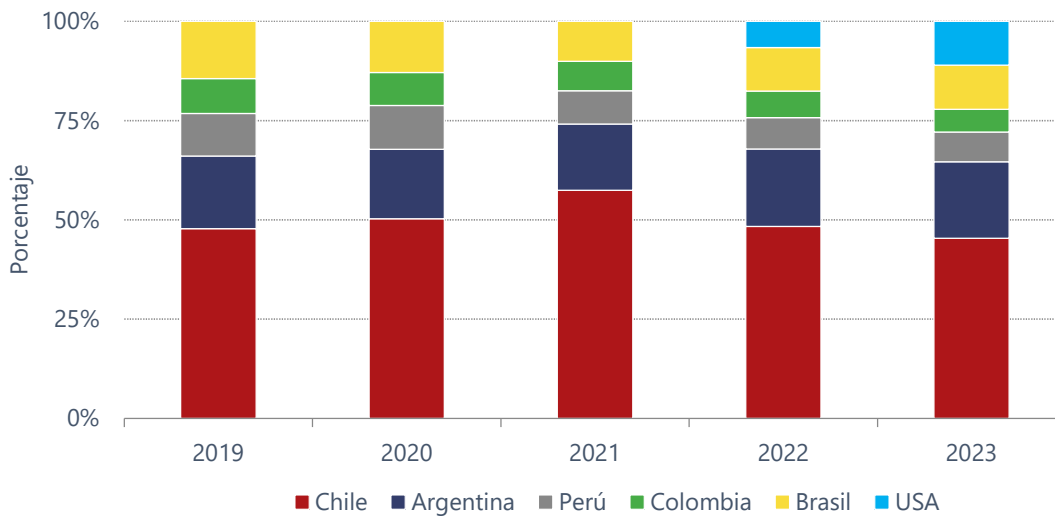


Ilustración 4: Ingresos por País 2019 – 2023

Análisis financiero¹⁹

Evolución de los ingresos, EBITDA y márgenes

A diciembre de 2023 se observa una disminución en los ingresos, en términos reales, como consecuencia del aumento de las tasas de interés que se relaciona con un bajo nivel de consumo, registrándose en el último ejercicio una caída de un 6,6% respecto a 2022. El EBITDA, por su parte, muestra una caída de 10,5% con respecto a 2022, llegando a \$ 1.454 miles de millones, en parte por los resultados obtenidos en Chile y, en menor medida, en Brasil y Colombia, que han sido inferiores a lo esperado inicialmente, donde las inversiones, si bien en años pasados han mostrado una evolución, han tenido dificultades para consolidarse al nivel exhibido en otros países. Con todo, el desafío es recuperar la tendencia al alza en los márgenes de estos dos países, lo cual debiese repercutir en una mayor generación de caja para la empresa.

El margen EBITDA se ha mantenido sobre el 10,0%, aunque con una leve disminución respecto a 2022, no obstante, se mantiene en niveles estables y controlados en comparación con el sector de *retail* con énfasis en otros tipos de productos (no alimentos).

En la Ilustración 5, se muestra la evolución del ingreso, el EBITDA y el margen EBITDA de **Cencosud**, remarcando una estabilidad del margen que desde 2019 se sitúa en torno al 10%.

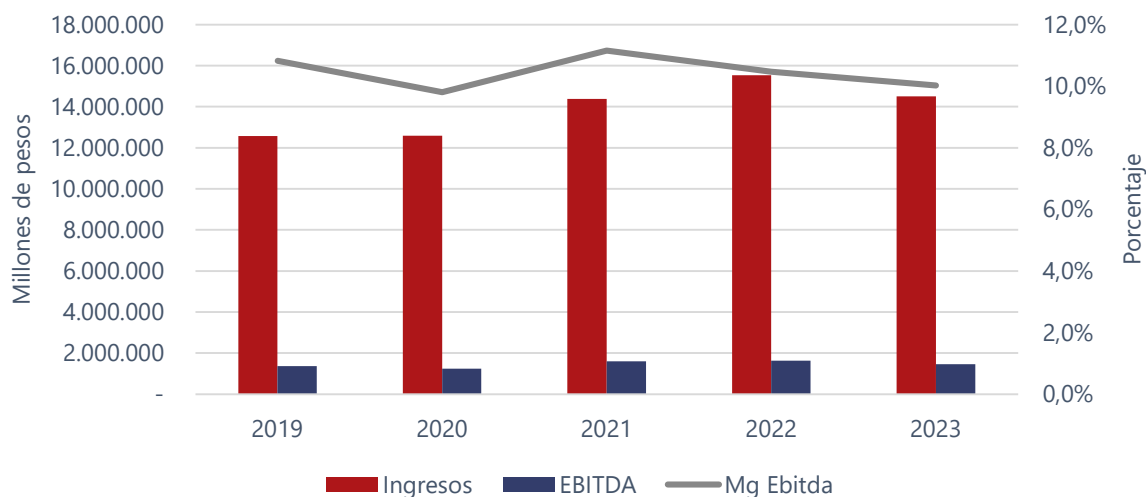


Ilustración 5: Ingresos Totales, EBITDA y Margen EBITDA (2019 – 2023)

¹⁹ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

Evolución del endeudamiento

El *leverage* de la empresa, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, estuvo alrededor de las 1,5 veces desde el 2019 hasta el 2021, luego posicionándose sobre las 2,0 veces desde el 2022 hasta el 2023, alcanzando las 2,17 veces en diciembre del 2023.

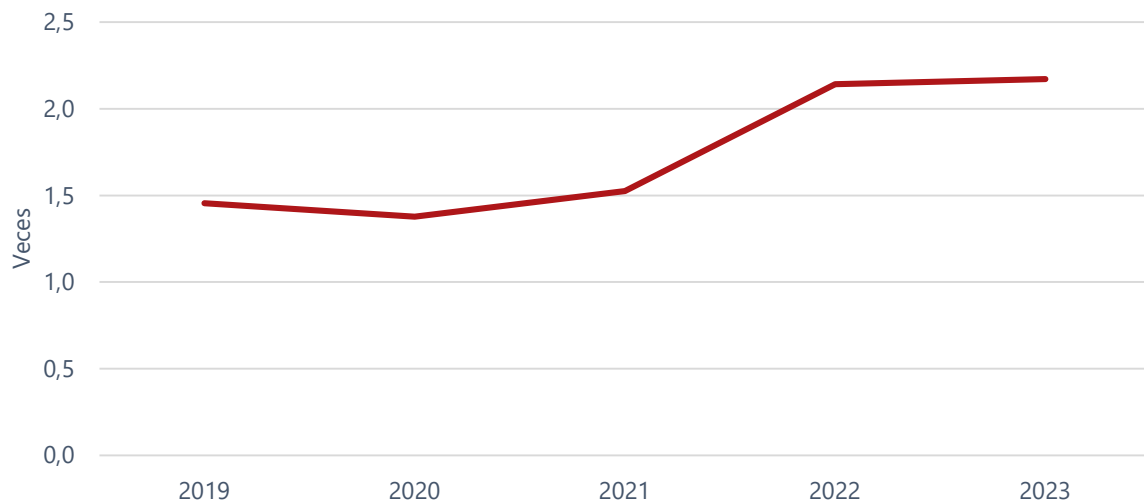


Ilustración 6: Evolución pasivos exigibles sobre patrimonio (2019 – 2023)

Durante los primeros años de análisis (2020 y 2021), el indicador DF/FCLP (Flujo de Caja de Largo Plazo²⁰) mostró una tendencia a la baja producto de la caída de las obligaciones financieras en 2020, explicada, principalmente, por el pago de deuda asociadas a los bonos 2021 y 2023, y por los mayores flujos en 2021. En 2022 la deuda financiera creció por la adquisición de *The Fresh Market*. Durante el año 2023, la deuda financiera se mantuvo estable, pero la caída de los flujos debido al entorno económico afectó negativamente los indicadores, llegando a una relación DF/FCLP de 6,1 veces a diciembre. En el caso que no se considere el negocio financiero de Argentina dentro de la deuda consolidada, el indicador llegaría a 5,6 veces. El indicador DF/EBITDA muestra un valor de 3,8 veces a fines de año pasado, mayor a lo registrado el año anterior cuando alcanzó las 3,3 veces.

²⁰ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

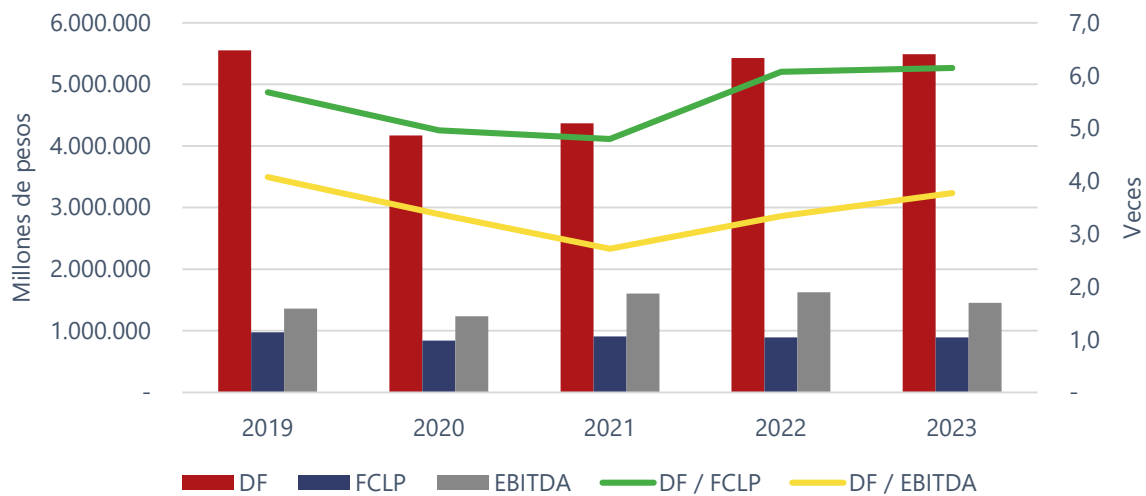


Ilustración 7: Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo (2019 – 2023)

La deuda financiera de **Cencosud** al cierre de 2023 alcanzaba los \$ 5.490 miles de millones. 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 8). Por otra parte, se puede apreciar que, durante 2027, en relación con el FCLP actual, existiría una situación de mayor estrechez para enfrentar los vencimientos programados para ese año, pero, como ha demostrado la compañía, se asume que el FCLP mostraría una expansión, o, en caso contrario, no existiría dificultad para refinanciar este vencimiento (sin descartar incrementos en la generación de caja de la compañía). En los hechos, un crecimiento en el FCLP equivalente a una tasa anual del 7,3%, permitiría que estos fueran suficientes para cubrir el vencimiento de 2027.

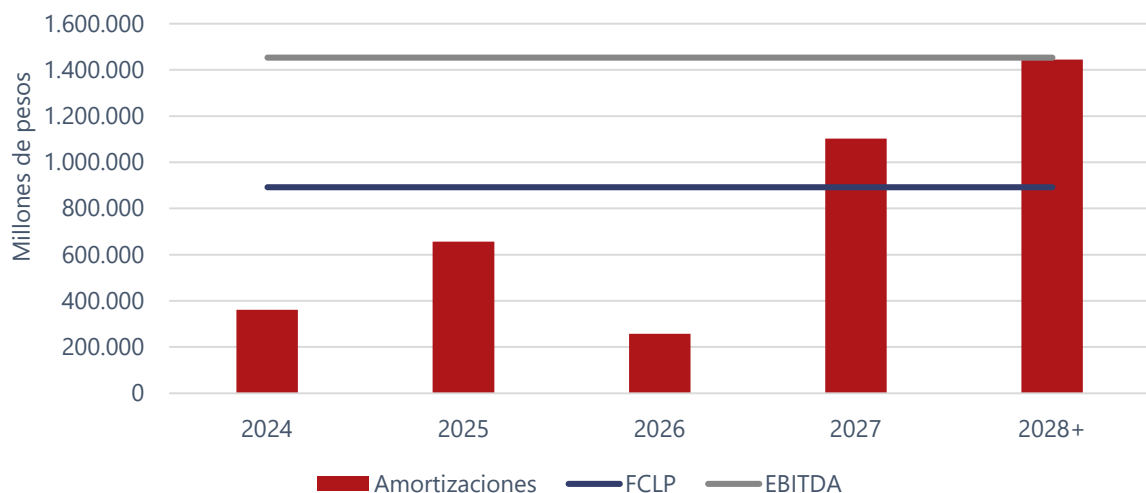


Ilustración 8: Calendario de Vencimientos

Evolución de la liquidez

En cuanto a la liquidez de **Cencosud**, medida como razón circulante²¹, esta ha ido disminuyendo los últimos años a un nivel menor a la unidad. En la más reciente observación este indicador alcanza un nivel de 0,8 como se muestra en la Ilustración 9. Cabe recalcar los holgados montos de línea de crédito de los que dispone la empresa los cuales no han sido ocupados, de acuerdo con lo informado por la compañía.

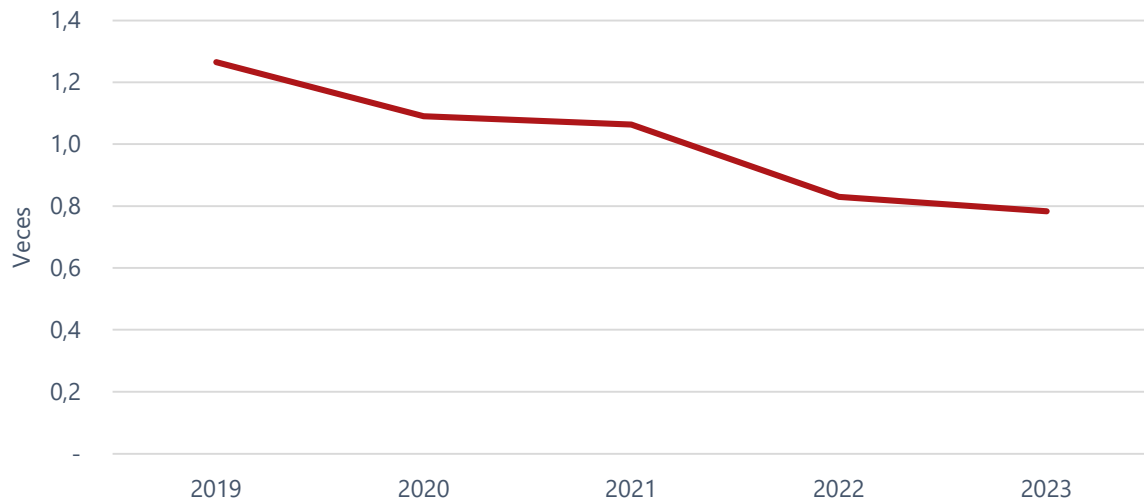


Ilustración 9: Evolución de Liquidez (2019 – 2023)

Evolución de la rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad, tanto la operacional²² como del patrimonio²³ y de activos²⁴ mostraron una caída en 2020, por los efectos negativos sobre las ganancias de las depreciaciones de las monedas locales de Brasil y Argentina y la crisis sanitaria mundial que afectó considerablemente al comercio. No obstante, estos se revirtieron en 2021 por la creciente apertura de centros comerciales y la gran liquidez en la población. El 2022 y 2023 hubo una normalización en los resultados, con niveles superiores previos a la pandemia pese a la complicada situación económica del consumo, finalizando con valores de 14,7%, 6,8% y 2,2%, para la rentabilidad operacional, sobre el patrimonio y sobre el activo, respectivamente (ver Ilustración 10).

²¹ Razón circulante = activos corrientes/pasivos corrientes.

²² Resultado operacional sobre activos promedio.

²³ Utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio.

²⁴ Ganancia (pérdida) sobre patrimonio total promedio.

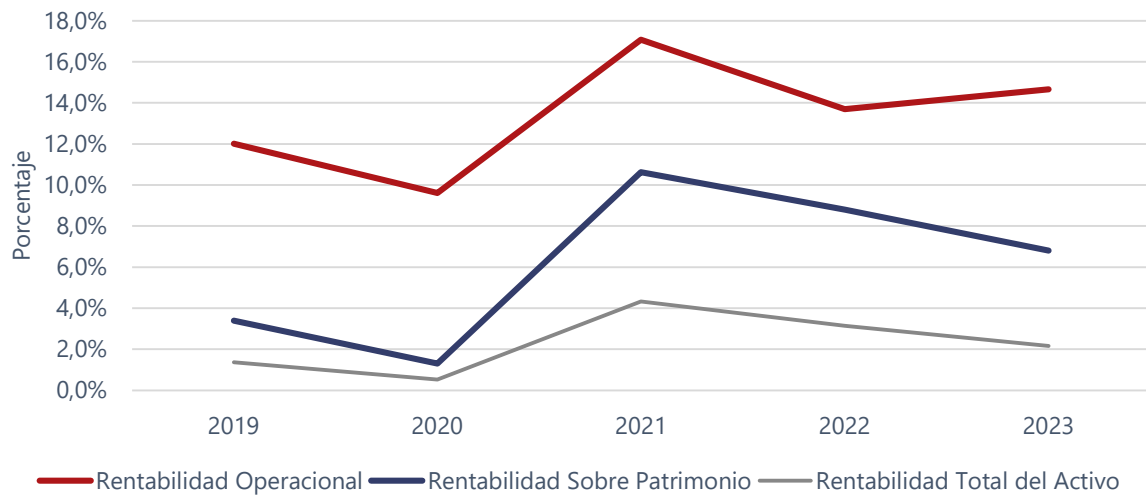


Ilustración 10: Evolución de Rentabilidad (2019 – 2023)

Acciones

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 11: Indicadores Accionarios

Covenants financieros

Covenants líneas y bonos		
	Límite	Valor a dic 2023
Endeudamiento financiero	Inferior a 1,2 veces	0,96
Patrimonio mínimo	Mayor a UF 11.500.000	UF 116.273.503

Ratios financieros

Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023
Liquidez (veces)	1,33	1,30	1,37	1,35	1,36
Razón Circulante (Veces)	1,27	1,09	1,06	0,83	0,78
Razón Ácida (veces)	0,83	0,73	0,67	0,43	0,41
Rotación de Inventarios (veces)	5,88	6,76	7,49	6,97	6,57
Promedio Días de Inventarios (días)	62,04	54,03	48,76	52,40	55,58
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	14,91	18,71	17,12	18,61	20,68
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	24,48	19,51	21,32	19,61	17,65
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,30	3,31	3,16	3,72	3,70
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	110,45	110,19	115,43	98,06	98,52
Diferencia de Días (días)	85,97	90,68	94,10	78,44	80,87
Ciclo Económico (días)	23,93	36,65	45,34	26,04	25,29

Ratios de Endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023
Endeudamiento (veces)	0,59	0,58	0,60	0,68	0,68
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,45	1,38	1,52	2,14	2,17
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,54	0,68	0,78	0,70	0,69
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,08	3,38	2,73	3,34	4,47
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,25	0,30	0,37	0,30	0,22
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	58,76%	52,85%	50,97%	56,96%	59,06%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,37%	0,20%	0,17%	0,16%	0,18%

Ratios de Rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023
Margen Bruto (%)	27,97%	26,88%	29,18%	28,67%	29,24%
Margen Neto (%)	1,65%	0,63%	4,20%	2,85%	2,05%
Rotación de los Activos (%)	80,43%	93,19%	100,78%	111,46%	107,42%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,37%	0,54%	4,34%	3,14%	2,16%
Inversión de Capital (%)	68,32%	63,47%	65,57%	87,68%	87,50%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	14,32	43,69	60,93	-22,97	-17,64
Rentabilidad Operacional (%)	12,01%	9,62%	17,06%	16,56%	11,40%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	3,40%	1,31%	10,63%	8,80%	6,81%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	72,03%	73,12%	70,82%	71,33%	70,76%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	21,91%	20,93%	18,71%	19,91%	21,60%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	15,48%	12,39%	22,25%	24,40%	18,12%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	10,82%	9,81%	11,16%	10,47%	8,46%

Otros Ratios	2019	2020	2021	2022	2023
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,54%	0,27%	0,26%	0,34%	0,39%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	9,25%	10,09%	9,18%	7,22%	7,25%
Capital sobre Patrimonio (%)	48,54%	53,60%	51,16%	57,04%	55,65%

"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."