



CENCOSUD S.A.

Mayo 2003

Categoría de Riesgo y Contacto

Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos, Series A y B Tendencia	AA En Observación	Socio Responsable Gerente a Cargo Analista Teléfono	Alejandro Sierra M. Aldo Reyes D. Margarita Andrade P. 56-2-204 7293
Otros Instrumentos	No hay	Fax Correo Electrónico Página Web	56-2-223 4937 ratings@humphreys.cl www.moodyschile.cl
EEFF base	31 marzo 2003	Tipo de Reseña	Informe Anual

Estado de Resultados Consolidado

Cifras en Miles de \$ de cada Año	Año 1999	Año 2000	Año 2001	Año 2002	Marzo 2003
Ingreso Operacional	657.290.181	771.437.977	934.259.830	684.009.074	195.632.105
Costo Explotación	(460.595.891)	(551.001.321)	(676.580.698)	(494.009.563)	(148.540.214)
Gasto Admin. y Venta	(126.345.061)	(168.589.797)	(208.458.924)	(155.330.373)	(39.958.037)
Resultado Operacional	70.349.229	51.846.859	49.220.208	34.669.138	7.133.854
Resultado No Operacional	2.058.432	539.735	(21.982.922)	16.869.556	6.533.997
Utilidad Neta	50.803.556	37.883.382	35.236.9201	42.625.303	12.644.181

Balance General Consolidado

Cifras en Miles de \$ de cada Año	Año 1999	Año 2000	Año 2001	Año 2002	Marzo 2003
Activo Circulante	151.549.245	188.265.520	28.779.747	218.058.373	186.425.541
Activo Fijo	399.171.754	467.246.999	625.469.164	796.655.525	816.397.967
Otros Activos	15.115.948	7.213.061	25.319.431	63.022.521	66.017.412
Total Activos	565.836.947	662.725.580	938.568.342	1.077.736.419	1.068.840.920
Pasivo Circulante	175.346.609	215.731.272	219.694.265	241.446.919	225.903.362
Pasivo Largo Plazo	76.740.978	73.695.916	275.395.821	318.190.642	305.540.936
Interés Minoritario	11.173.813	12.392.162	14.332.732	17.038.533	17.606.222
Patrimonio	317.321.767	360.906.230	429.145.524	501.060.325	519.790.400
Total Pasivos	565.836.947	662.725.580	938.568.342	1.077.736.419	1.068.840.920

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Cencosud S.A. es la matriz de un grupo de empresas que operan los hipermercados Jumbo, las tiendas Easy y centros comerciales, tanto en Chile como en Argentina.

Las fortalezas que sirven de fundamento a la clasificación de riesgo de sus bonos en *Categoría AA*, son:

- ❖ La amplia fuente de sus ingresos (supermercados, distribución de materiales para la construcción, centros comerciales, administración inmobiliaria y juegos de entretenimiento), que reduce la exposición del emisor a situaciones particulares de cada negocio.



- ❖ El reconocimiento de las marcas “Jumbo” y “Easy” en Chile y Argentina, además de los centros comerciales Alto Las Condes (Chile) y Unicenter (Argentina).
- ❖ El posicionamiento de mercado de las distintas empresas en sus respectivos mercados, que en el caso de los supermercados se vería mejorada con la adquisición de la cadena Santa Isabel.
- ❖ La ubicación de sus puntos de ventas, de alta densidad poblacional y con importante potencial de crecimiento y/o elevados niveles de ingresos.
- ❖ La elevada tenencia de terrenos propios, que facilita el desarrollo futuro del negocio.
- ❖ La cultura administrativa de bajo endeudamiento histórico del emisor.
- ❖ El fuerte desarrollo de los centros comerciales, hipermercados y homecenter.

Los riesgos y desafíos a los cuales se ve enfrentada **Cencosud** y que afectan o pudieren afectar la solvencia de la sociedad son:

- ❖ La sensibilidad de la demanda a la actividad económica del país, en especial en el rubro de materiales para la construcción
- ❖ La alta exposición a Argentina, nación con un mayor riesgo-país que Chile.
- ❖ Los altos niveles de competencia existentes en el sector comercio, tanto en Chile como en Argentina, por la presencia de operadores con respaldo internacional y por la necesidad de generar constantemente eficiencias en términos comerciales, logísticos y de manejo de inventarios.
- ❖ La exposición del negocio inmobiliario al eventual término de los contratos de arriendos.
- ❖ La capacidad para continuar en forma eficiente la administración del plan de inversiones.
- ❖ La exposición al tipo de cambio de las deudas y compras.
- ❖ El aumento en el nivel de endeudamiento que significó la emisión de bonos, cuyo pago está supeditado al crecimiento esperado de sus flujos.

Las perspectivas de la clasificación se estiman *En Observación*¹ dado el plan de inversión de la compañía y la forma en que éste se está abordando, a la situación económica de Argentina - donde el emisor mantiene parte importante de sus activos – y a la próxima compra de la cadena de supermercados Santa Isabel, que implicará un aumento del endeudamiento y nuevos desafíos para su administración y consiguiente generación de flujos.

Definición Categoría 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.

Oportunidades y Fortalezas

Diversificación de Ingresos: El emisor cuenta con una amplia fuente de ingresos, provenientes de los sectores comerciales (supermercados), distribución de materiales para la construcción, centros comerciales, administración inmobiliaria y de juegos de entretenimiento, lo cual reduce la exposición de la compañía a situaciones particulares que pudieren afectar algunos de sus negocios.

Reconocimiento de la Marca: La marca “Jumbo” representa un activo intangible de reconocida valorización, tanto en Chile como en Argentina. Por su parte, “Easy” goza de igual prestigio en Argentina, y en Chile, si bien su posicionamiento es débil, no es desconocida para los consumidores.

¹ Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Asimismo, los centros comerciales Alto las Condes y Unicenter son ampliamente conocidos en los mercados de Chile y Argentina, respectivamente.

Posición de Mercado: Supermercados Jumbo y el centro comercial Alto Las Condes se ubican entre las tres principales cadenas de supermercados en términos de ventas y entre los principales malls de Chile, respectivamente. A esto hay que agregar que con la próxima adquisición de la cadena Santa Isabel, Jumbo pasará a ser la segunda cadena de supermercados en Chile, con una participación de mercado de un 19%.

En Argentina, tanto Jumbo como Easy presentan participaciones de importancia en sus respectivos mercados.

Ubicación de Puntos de Ventas: Los supermercados Jumbo, las tiendas Easy y los centros comerciales, tanto en Chile como en Argentina, se encuentran desplazados en zonas de alta densidad poblacional o con importante potencial de crecimiento y/o con elevados niveles de ingresos.

Tenencia de Terrenos Propios: La sociedad se caracteriza por una elevada tenencia de terrenos. Si bien este tipo de activo, por sí sólo, no contribuye a la generación de flujos, facilita el desarrollo futuro del negocio, no genera inflexibilidad por relaciones contractuales (cierre de puntos de venta) y podría servir de respaldo para eventuales operaciones financieras; ello sin considerar que su valor de mercado sobrepasa el costo histórico corregido de los mismos (efecto apreciación).

Cultura Administrativa de Bajo Endeudamiento: La sociedad en el pasado, en general, ha financiado sus inversiones con recursos propios, siendo muy poco proclive al endeudamiento. Aun cuando ello no asegura que en el futuro se continúe con dicha política, queda de manifiesto que el grupo controlador no presenta tendencia al sobreendeudamiento.

Fuerte Desarrollo de los Centros Comerciales, Hipermercados y Homecenters: Estos negocios han desplazado a los negocios tradicionales de compras (tiendas pequeñas, centro de la ciudad, almacenes y ferias) debido, entre otros factores, a su mayor oferta de servicios y productos, amplitud de horarios de atención y nivel de seguridad y comodidad.

Factores de Riesgo

Sensibilidad del Consumidor Ante Ciclos Económicos Recesivos: La demanda de la industria está fuertemente ligada a la actividad económica del país. De hecho, las ventas al detalle, orientadas al mercado de personas, se ven resentidas en períodos recesivos, en especial cuando se trata de productos prescindibles, lo que afecta especialmente las ventas de los centros comerciales y el comercio en general.

Mayor Riesgo País de Argentina: Debido a que parte importante de las inversiones del emisor se concentra en este país, el cual se ha visto afectado por un fuerte período recesivo, un porcentaje significativo de sus ingresos se ha visto resentido en el último tiempo.

Altos Niveles de Competencia: La fuerte competencia que presenta la empresa en los distintos mercados en que opera la hace altamente vulnerable ante decisiones equívocas en términos comerciales; a la vez que la presión a los márgenes de venta obliga a la necesidad de crecer y de poder acceder a economías de escala.

A nivel nacional, en el sector de supermercados participan una serie de actores, destacando en la competencia D&S y la expansión que está llevando a cabo Carrefour. Por otro lado, Alto las Condes compite en la actualidad con Parque Arauco, el centro comercial más antiguo del país, y próximamente lo hará con el Grupo

Plaza, en La Florida, el cual posee presencia a nivel nacional. Por su parte, Easy posee entre sus competidores a Homecenter Sodimac y a Home Depot, el primero es el líder del mercado a nivel nacional y el segundo está en manos de la principal tienda de departamentos del país. Por último, en Argentina la competencia es igual de intensa, pero además tiene el agravante que la demanda se encuentra altamente deprimida.

Por otro lado, el desarrollo tecnológico, específicamente la masificación del uso de *internet* en el comercio, podría llevar a un proceso acelerado de desintermediación en el mercado de bienes transables con un fuerte impacto negativo para el emisor, especialmente en el rubro de materiales para la construcción.

Contratos de Arriendos: Dentro del negocio inmobiliario, si bien se mantienen contratos de largo plazo, éstos no están exentos a que el arrendatario les ponga término anticipadamente, situación que podría ser particularmente adversa en períodos prolongados de recesión.

Nuevas Inversiones: La empresa está inmersa en un plan que implica importantes niveles de inversión en Chile, lo que implica estar expuestos a los riesgos de sobre-costos y sobre-plazos.

Exposición Cambiaria: Parte importante de las compras y de los pasivos del emisor son en dólares, situación que hace sensible a la empresa antes fluctuaciones en las paridades cambiarias, sin que realice operaciones de cobertura de riesgo.

Aumento del Endeudamiento: La emisión de bonos implicó un aumento en la deuda financiera hasta UF 16,92 millones, nivel que, aunque controlable, podría ser considerado elevado si la sociedad no cumple con el crecimiento esperado de sus flujos. Adicionalmente, la adquisición de la cadena Santa Isabel sería financiada con créditos bancarios que implicarían un aumento del nivel de deuda.

Antecedentes Generales

Cencosud S.A. es una sociedad con giro de inversiones y supermercados, constituida el 10 de noviembre de 1978.

El emisor presenta inversiones en diversas empresas, tanto en Chile como en Argentina, con actividades en los sectores de supermercados, centros comerciales, inmobiliario y comercial.

Las sociedades *Cencosud S.A. (Chile)* y *Jumbo S.A.* manejan, en conjunto, los siete supermercados con que cuenta en la actualidad el emisor en nuestro país (Jumbo Bilbao, Jumbo Kennedy, Jumbo Maipú, Jumbo La Florida, Jumbo La Reina, Jumbo Rancagua y Jumbo Viña del Mar).

Inmobiliaria Las Verbenas S.A. fue constituida en noviembre de 1980, siendo su objeto la compra y venta, arrendamiento, loteo, construcción y en general la realización y administración por cuenta propia o ajena de toda clase de inversiones inmobiliarias, la inversión en el país o en el extranjero en bienes muebles corporales e incorporeales, la inversión en sociedades y la comercialización, producción, importación o exportación en forma permanente de todo tipo de bienes o productos. Los ingresos de esta sociedad provienen del arriendo de los locales comerciales de Alto Las Condes, Portal de La Reina y Nuevo Centro de Rancagua, además de los locales arrendados a terceros frente a la línea de caja de todos los locales Jumbo y Easy.

Easy S.A. fue constituida en mayo de 1993, siendo su objeto la explotación y administración en todas sus formas de la actividad del comercio en general y especialmente la compra, venta, consignación, distribución, importación, exportación, así como la comercialización por cuenta propia o ajena de toda clase de bienes corporales muebles. Los ingresos de esta sociedad provienen de la operación de los ocho locales Easy existentes en Chile (Easy Alto Las Condes, Easy Maipú, Easy Quilín, Easy La Florida, Easy La Reina, Easy Rancagua, Easy Viña del Mar y Easy Temuco).



Cencosud S.A. (Argentina), ubicada en Buenos Aires, fue constituida en junio de 1981, siendo su actividad principal la explotación de centros comerciales e hipermercados en dicho país.

Inversiones de Cencosud S.A.
31 marzo 2003

Sociedad	País	Giro	% de Particip. (a)
<i>Jumbo S.A.</i>	Chile	Supermercado	91,85%
<i>Inmobiliaria Las Verbenas S.A.</i>	Chile	Inmobiliaria	92,93%
<i>Easy S.A.</i>	Chile	Comercializadora	98,49%
<i>Mercado Mayorista P y P Ltda.</i>	Chile	Importadora	90,00%
<i>Comercial Food & Fantasy Ltda.</i>	Chile	Juegos de entretenimiento	90,00%
<i>Inmobiliaria Rotondo S.A.</i>	Chile	Inmobiliaria	100,00%
<i>Adm. del Centro Comercial Alto Las Condes Ltda. S.A.</i>	Chile	Administración	45,00%
<i>Proterra S.A. (b)</i>	Chile	Comercializadora	100,00%
<i>Cencosud Administradora de Tarjetas S.A. (c)</i>	Chile	Administración tarjeta de crédito	100,00%
<i>Inversiones Jumbo S.A.</i>	Argentina	Sociedad de inversiones	99,96%
<i>Cencosud S.A.</i>	Argentina	Administración de centros comerciales	99,30%
<i>Unicenter S.A.</i>	Argentina	Administración de servicios	99,90%
<i>Cencosud Internacional S.A.</i>	Argentina	Sociedad de inversiones	99,98%
<i>Easy Argentina SRL</i>	Argentina	Comercializadora	100,00%
<i>Agrojumbo S.A. (d)</i>	Argentina	Explotación de olivos	87,44%
<i>Cencosud España SL (e)</i>	España	Sociedad de inversiones	100,00%

(a) Directo e indirecto.

(b) Adquirida en noviembre de 2002.

(c) Constituida en octubre de 2002.

(d) Se encuentra en etapa de desarrollo y puesta en marcha.

(e) Constituida en diciembre de 2002.

Activos Relevantes

En la actualidad, el emisor cuenta con 17 hipermercados, diez en Argentina y siete en Chile; 20 tiendas Easy, quince en Argentina y cinco en Chile; 4 Home Depot en Argentina; y doce centros comerciales, de los cuales dos se ubican en Chile.

Chile

División Supermercados

El emisor cuenta con siete hipermercados Jumbo en Chile, cinco en Santiago (Kennedy, Bilbao, Maipú, La Florida y La Reina) y dos en regiones (Rancagua y Viña del Mar), los cuales cuentan con una gran variedad de productos nacionales e importados, alimentos orgánicos y de elaboración propia.

División Homecenters

La compañía cuenta con ocho tiendas Easy en Chile, cinco en Santiago (Alto Las Condes, Maipú, Peñalolén, La Florida y La Reina) y tres en regiones (Rancagua, Viña del Mar y Temuco), las cuales cuentan con una gran variedad de productos para la construcción, remodelación y equipamiento de la casa y jardín, en los cuales destacan aquellos del tipo "hágalo usted mismo" tendientes a dar soluciones a quienes realizan proyectos con sus propias manos.

Además, cuenta con siete locales Proterra (ubicados en Curicó, Talca, Linares, Chillán, Temuco, Osorno y Los Angeles), comprados a Iansa en noviembre de 2002.

División Shopping Center

El emisor cuenta con tres centros comerciales en Chile, dos en Santiago (Alto Las Condes y Portal de La Reina) y el otro en Rancagua (Nuevo Centro).

Alto Las Condes es reconocido como un mall regional, en el cual se encuentran un hipermercado Jumbo y una tienda Easy, 213 locales, tres tiendas departamentales, un centro de comidas, doce salas de cine, un centro médico y 5.000 estacionamientos.

Nuevo Centro de Rancagua, más pequeño, posee un hipermercado Jumbo, una tienda Easy, 30 locales y 1.400 estacionamientos.

Argentina

El emisor cuenta con diez hipermercados Jumbo en Argentina, con características similares a los de Chile. Además, cuenta con quince tiendas Easy en Argentina, con presencia en Buenos Aires y otras zonas del país, y 4 locales Home Depot.

Posee diez centros comerciales en Argentina, los cuales se pueden dividir entre: Malls Regionales (dos), de gran tamaño, con un gran número de locales (entre 150 y 300), centro de comida, salas de cine y centro de entretenimiento; Centros Comunales (tres), que no poseen más de 40 locales; y Tiendas Outlets (cinco), que cuentan con 30 a 50 locales, pero están dirigidos a un mercado específico. Todos cuentan con un hipermercado Jumbo y una tienda Easy, salvo el mall regional Unicenter que no posee una tienda Easy.

Planes de Inversión

Chile

Shopping Florida Center

La primera etapa del proyecto se encuentra en operación, con el funcionamiento del hipermercado Jumbo y la tienda Easy. La inauguración de la segunda etapa se contempla para septiembre de 2003. Contempla una infraestructura de tres niveles, 200 locales, 2 tiendas departamentales y 5 mil estacionamientos.

Se estima que esta zona tiene un potencial de desarrollo importante debido al mejoramiento de la infraestructura vial y de los sistemas de transporte que facilitan el acceso al sector, a la cercanía de varias comunas en desarrollo y al aumento de los proyectos habitacionales en la zona.

Shopping La Dehesa

Se encuentra en construcción el centro comercial ubicado en La Dehesa, el cual será de dos niveles y contempla la construcción de un hipermercado Jumbo y una tienda Easy, estacionamientos subterráneos y 90 locales comerciales.

Jumbo/Easy Padre Hurtado

Se espera la puesta en operación de un centro comercial adicional, que contará con un hipermercado Jumbo y una tienda Easy, en Padre Hurtado.

Santa Isabel

La compañía se encuentra en las negociaciones finales para la compra de la cadena de supermercados Santa Isabel por un monto aproximado de US\$ 150 millones. Esta cadena cuenta con 76 locales entre Arica y Puerto Montt, con importante presencia en regiones, y de los cuales tres corresponden al formato de hipermercado compacto, llamado *Tops*.

Argentina

Debido a la actual situación económica del país, las inversiones en este país se encuentran paralizadas. La compañía tiene planes de reestructuración de las filiales en este país.

Antecedentes del Mercado

Chile

Supermercados

La industria de supermercados es el canal de distribución más importante de productos de consumo masivo en la actualidad, el que ha estado aparejado al aumento del ingreso *per cápita* desde la década de los ochenta y a una expansión de los supermercados.

La industria de supermercados en Chile es altamente competitiva (existen más de 600 supermercados a nivel nacional), con una tendencia a la baja en los márgenes de venta y a la consolidación del sector hacia grandes cadenas de distribución. A esto se añaden los planes de expansión de los distintos actores del mercado, sin descartar la entrada al mercado local de nuevas cadenas internacionales.

La principal cadena de supermercados del país es D&S - que agrupa a Almac, Ekono y Líder -, con una participación de mercado de un 30,38%, a marzo de 2003. Le sigue Jumbo, con una participación de mercado de un 9,59%, el que podría aumentar a un 19,22% con la compra de Santa Isabel.

Entre las tendencias de este sector destaca la oferta de productos de “marcas propias”, consistente en ofrecer productos a una relación precio-calidad muy competitiva, aprovechando el ahorro de costos por no invertir en publicidad. Este segmento ha mostrado un fuerte crecimiento y se estima posee un potencial de desarrollo relevante, especialmente considerando la tendencia a la baja de los márgenes de venta de los supermercados.

Durante el primer trimestre de 2003, las ventas reales por metro cuadrado *same store* de los supermercados en Chile disminuyeron en un 4,7% en relación con igual período del año pasado.

Centros Comerciales

Los centros comerciales han observado un importante desarrollo durante los últimos veinte años, producto de los cambios de hábitos del consumidor y el desarrollo económico, desplazando a los locales tradicionales, tales como tiendas pequeñas, centro de la ciudad y lugares tradicionales de compras.

Desde 1982 - año en que se abrió el primer *mall* de Chile, en Santiago, Parque Arauco Shopping Center – se han construido más de una docena de nuevos centros comerciales a lo largo del país. En la Región Metropolitana el líder, en términos de ventas, es Parque Arauco, seguido por Alto Las Condes. Otros *mall* importantes de esta región son: Plaza Vespucio, Plaza Oeste, Mall Arauco Maipú, Mall del Centro y Plaza Tobalaba.

En regiones, los centros comerciales existentes son: Plaza La Serena y Puerta del Mar, en La Serena; Mall Marina Arauco, en Viña del Mar; Mall del Centro y Nuevo Centro, en Rancagua; Plaza Maule, en Talca; Plaza El Trébol, en Concepción; Patio La Terrazas y El Roble, en Chillán; Mall de Temuco, en Temuco; y Paseo del Mar, en Puerto Montt.

Tiendas de Distribución de Materiales para la Construcción y el Hogar

El mercado de distribución de materiales para la construcción, incluidos productos para el mejoramiento del hogar, se estima del orden de los US\$ 3.700 millones anuales y ha presentado en los últimos diez años, salvo en 1998 y 1999 en que hubo una contracción en las ventas, tasas de crecimiento entre un 5% y un 10% anual.

Dentro del total de ventas de la industria, se estima que alrededor del 45% se orienta al abastecimiento de nuevas obras (grandes clientes) y el resto a reparación, mantenimiento y mejoramiento de construcciones, sobretodo a través de ventas al detalle.

Este mercado, en términos de demanda, es altamente atomizado, en especial en el segmento relativo a reparaciones, mantenimiento y mejoramiento. No obstante en lo que respecta al rubro asociado a nuevas obras, se pueden identificar algunos agentes relevantes en cuanto a volúmenes de compra.

En cuanto a la oferta, se distingue una amplia gama de proveedores, mucho de ellos especializados y/o de muy baja importancia relativa a nivel global.

Sodimac S.A. se ha posicionado como el líder del mercado, ello gracias a su relevante participación en el segmento de ventas al detalle y de ventas a empresas medianas y pequeñas, con una participación estimada de un 17,5% del mercado de materiales para la construcción y el hogar. Easy cuenta con un 5% de participación, según datos a marzo de 2003.

Argentina

Supermercados

Durante los últimos años, el mercado argentino se ha visto afectado por el entorno económico desfavorable del país, lo que ha provocado una reducción de las ventas a nivel general de los supermercados del país. En este sector, Jumbo posee una participación de mercado aproximada de un 10% y un 5,6% en Buenos Aires y Argentina, respectivamente.

Centros Comerciales

En Argentina, existen más de 40 *mall*, principalmente en Buenos Aires, donde se concentra la tercera parte de la población del país y cerca de la mitad del PGB. Los dos mayores operadores de centros comerciales en Argentina son Alto Palermo S.A. – controlado por Parque Arauco S.A. – y Cencosud S.A. En Buenos Aires el principal operador es el primero, con cinco centros comerciales y una participación de mercado de un 70%, en términos de ventas. Cencosud cuenta con una participación de mercado de un 38%.

Tiendas de Distribución de Materiales para la Construcción y el Hogar

En comercialización de productos para la construcción, remodelación y equipamiento de la casa y jardín, Easy es la cadena líder en Argentina.

Propiedad

Los controladores de la sociedad son Don Horst Paulmann Kemna y sus hijos, quienes poseen la propiedad del emisor personalmente y a través de las sociedades Quinchamalf S.A. e Inversiones Latadía S.A.

Resultados Consolidados a Marzo de 2003

Durante el primer trimestre de 2003, **Cencosud S.A.** generó ingresos de explotación por M\$ 195.632.105 (más de 267 millones de dólares), lo que representa un crecimiento real de 14,98% con respecto a igual período del año pasado.

En el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de M\$ 148.540.214, lo que significó un crecimiento real de 19,78% con respecto al primer trimestre del año 2002.

Los gastos de administración y venta sumaron M\$ 39.958.037 durante los tres primeros meses del año 2003, en comparación a los M\$ 33.485.621 de igual período de 2002 (expresado en moneda de marzo de 2003), implicando un crecimiento real de 19,33%.

El resultado de operación de este período ascendió a M\$ 7.133.854 y el resultado final del ejercicio a una utilidad de M\$ 12.644.181. Esto representó una disminución real de 43,37% y un crecimiento real de 10,41% con respecto al mismo período del año pasado, respectivamente.

“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”.