



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual y Cambio de  
Clasificación y Tendencia**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56-2) 433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## Cencosud S.A.

Mayo 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia Efectos de Comercio Tendencia Acciones Tendencia EEFF base	<b>AA-<sup>1</sup></b> <b>Estable<sup>2</sup></b> <b>Nivel 1+/AA-<sup>3</sup></b> <b>Estable<sup>4</sup></b> <b>Primera Clase Nivel 1</b> <b>Estable</b>  Marzo de 2013 <sup>5</sup>

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bono SeriesB1-B2	N° 268 de 05.09.01
Línea de Bonos	N° 329 de 12.03.03
Línea de Bonos	N° 403 de 27.01.05
Línea de Bonos	N° 404 de 27.01.05
Línea de Bonos	N° 443 de 21.11.05
Serie A	Primera Emisión
Serie C	Segunda Emisión
Serie D	Tercera Emisión
Línea de Bonos	N° 530 de 16.04.08
Serie E	Primera Emisión
Serie F	Primera Emisión
Línea de Bonos	N° 551 de 14.10.08
Serie J	Primera Emisión
Serie K	Segunda Emisión
Serie L	Tercera Emisión
Serie N	Tercera Emisión
Serie O	Cuarta Emisión
Línea de Efectos de Comercio	N° 12 de 11.11.03

<sup>1</sup> Clasificación anterior: AA.

<sup>2</sup> Tendencia anterior: Desfavorable.

<sup>3</sup> Clasificación anterior: Nivel 1+/AA.

<sup>4</sup> Tendencia anterior: Desfavorable.

<sup>5</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2012. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2013 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.

Estado de Resultados Consolidados IFRS					
MM\$	2009	2010	2011	2012	Ene-Mar 2013
Ingresos totales	5.512.419	6.194.715	7.604.806	9.149.077	2.468.439
Costo de ventas	-4.039.255	-4.448.943	-5.434.917	-6.547.832	-1.779.460
Costos de distribución	-9.276	-11.363	-15.018	-20.234	-5.322
Gastos de administración	-1.058.241	-1.213.740	-1.513.955	-1.925.414	-534.191
Resultado operacional	363.564	453.517	572.986	607.866	117.408
Costos financieros	-82.311	-79.607	-144.136	-211.022	-69.941
Ganancia	247.546	306.481	285.719	272.809	20.205
EBITDA <sup>6</sup>	464.294	557.901	693.986	749.317	165.121

Balance General Consolidado IFRS					
MM \$	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-mar-13
Activos Corrientes	1.378.601	1.544.653	2.085.636	2.334.567	2.200.474
Activos No Corrientes	4.010.251	4.615.350	5.558.452	7.339.432	7.286.407
Activos Bancarios <sup>7</sup>	176.470	192.530	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Total Activos</b>	<b>5.565.323</b>	<b>6.352.533</b>	<b>7.644.088</b>	<b>9.674.000</b>	<b>9.486.880</b>
Pasivos Corrientes	1.294.097	1.781.415	2.331.280	3.315.041	2.461.957
Pasivos No Corrientes	1.539.914	1.714.557	2.362.201	2.946.747	2.907.956
Pasivos Bancarios <sup>8</sup>	177.932	166.968	n.d.	n.d.	n.d.
Total Pasivos	3.011.944	3.662.940	4.693.482	6.261.788	5.369.913
Patrimonio	2.579.127	2.689.593	2.950.606	3.412.212	4.116.022
<b>Total Patrimonio y Pasivos</b>	<b>5.565.323</b>	<b>6.352.533</b>	<b>7.644.088</b>	<b>9.674.000</b>	<b>9.486.880</b>
Deuda Financiera	1.417.671	1.691.316	2.466.463	3.538.632	2.866.843

<sup>6</sup> EBITDA calculado como ganancia bruta menos gastos de administración, otros ingresos y gastos por función, y otras ganancias, más Depreciación por gastos del personal.

<sup>7</sup> A contar de 2012 no se presentan desagregados los activos bancarios.

<sup>8</sup> A contar de 2012 no se presentan desagregados los pasivos bancarios.

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

Durante 2012 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 19.063<sup>9</sup> millones, un EBITDA de US\$ 1.561 millones, mientras que su deuda financiera a diciembre 2012 era de US\$ 7.373 millones.

Las razones que llevan a una reducción de la clasificación de **Cencosud** desde "Categoría AA" a "Categoría AA-" corresponden al incremento de la deuda financiera que ha registrado el *holding* con el objeto de adquirir los negocios de Carrefour en Colombia, lo cual, incluso considerando los ingresos de la nueva inversión, implican un aumento del endeudamiento relativo, medido en relación con la generación de flujos del emisor.

Esta operación llevó a que entre septiembre y diciembre de 2012 los pasivos financieros se incrementaran en 54%, llegando a \$ 3.538.635 millones (US\$ 7.373 millones). Con el aumento de capital y el posterior pago de pasivos, la deuda financiera se reduciría en \$ 751.500 millones y llegaría, de acuerdo a estimaciones de esta clasificadora, a \$ 2.787.132<sup>10</sup> millones, cifra 22% superior al nivel existente a septiembre. Estos niveles de endeudamiento, en conjunto con los flujos esperados de la operación, determinan que la relación deuda financiera / flujo de caja de largo plazo (FCLP)<sup>11</sup> se sitúe en valores incompatibles con una Categoría AA.

En contraposición, la clasificación de riesgo asignada rescata el compromiso de la administración y de los accionistas de la sociedad con la posición de liquidez de la entidad, reflejado en el reciente aumento de capital que se ha llevado a cabo, por \$ 835.000 millones, y en la reducción del capex de la compañía en relación con lo observado en los últimos tres años.

Sin perjuicio de los motivos que generaron el cambio en la categoría de riesgo de los bonos, la clasificadora reconoce que el plan del negocio de la compañía -que incluye la entrada en operación de las oficinas de Costanera Center y la consolidación y mejoramiento en los márgenes de Johson's, Easy Colombia y las tiendas por departamento en Perú, entre otros aspectos- permitirían, de materializarse con éxito, reducir en el mediano plazo el ratio de deuda financiera sobre flujos. Dado ello, dependiendo de los resultados futuros de la empresa, la clasificación asignada podría volver a ser revisada.

<sup>9</sup> Las cifras han sido expresadas en dólares, utilizando el tipo de cambio de cierre de 2012 (\$ 479,96/US\$).

<sup>10</sup> Se deduce de la de deuda el 90% del aumento de capital por \$ 835.000 millones (ya que, según lo informado por la emisora, el 10% sería utilizado para el plan de compensación)

<sup>11</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 actual estructura de activos y de deuda financiera. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular; en la práctica podría ser asimilable como el resultado operacional esperado, más depreciación y menos gastos financieros e impuestos.

Asimismo, en opinión de **Humphreys**, la adquisición en Colombia implica un paso importante en el proceso de consolidación del *holding* como gran operador de supermercados dentro de Sudamérica. Asimismo, a juicio de la clasificadora, las ventajas en las economías de escala del negocio del *retail* llevan aparejada la necesidad de crecimiento y, en este sentido, la transacción en Colombia se percibe positiva, en particular por el dinamismo actual y las perspectivas futuras que presenta la economía de ese país; además, se toma en cuenta que se enmarca dentro de la dinámica y objetivos propios de la gestión empresarial. Con todo, ello no inhibe el hecho que el emisor exhibe un mayor nivel de endeudamiento y que los desafíos de la administración implican gestionar un negocio que se torna más complejo, en particular por la necesidad de imponer una cultura organizacional a los equipos de trabajos la cual no necesariamente responde al estilo impulsado por los antiguos controladores.

Las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Cencosud** son la adecuada diversificación de las operaciones de la compañía, tanto por formatos de *retail* como por países, lo que le permite atenuar bajas de un rubro o nación en particular, considerándose además la elevada escala de ingresos alcanzada por la empresa, que la sitúa como uno de los principales operadores del *retail* a nivel latinoamericano en términos de ventas, pudiendo además generar sinergias por la operación de un mismo negocio en distintos países.

Adicionalmente, se valora la fortaleza de las marcas con que opera, especialmente en el rubro supermercados, y la importancia y estabilidad de los flujos de sus centros comerciales (aproximadamente US\$ 455 millones de EBITDA en 2012). También resulta positiva la proporción de las ventas, 73% en 2012, originadas en el rubro supermercados, que tienden a ser más estables en períodos de contracción económica.

De acuerdo con la información que posee la Clasificadora, los nuevos activos adquiridos en Colombia generan ingresos equivalentes a aproximadamente \$ 1.111.172 millones anuales<sup>12</sup> <sup>13</sup>. Considerando ese nivel de ingresos, extrapolando el margen EBITDA del negocio de supermercados de Cencosud en otros países y dada la tasa impositiva de Colombia, los análisis de **Humphreys** estiman que el FCLP de las nuevas inversiones en Colombia sería del orden de los \$ 53.560 millones<sup>14</sup>. Por otro lado, el incremento de los pasivos financieros implicaría mayores gastos financieros cercanos a los \$ 19.235 millones.

Todo lo anterior, llevará a que la relación DF/FCLP y DF2/FCLP llegue a 5,1 veces y 4,1 veces, respectivamente, valores incompatibles con una Categoría AA.

Si bien los indicadores de endeudamiento por sí sólo ameritan un cambio en la categoría de riesgo asignada a los bonos de la sociedad, cabe mencionar el escenario en que ellos se dan:

---

<sup>12</sup> Según los antecedentes conocidos, las ventas de Carrefour Colombia ascienden a 1.668 millones de euros anuales. Para efectos de análisis de sensibilidad, este nivel se incrementó en 5%.

<sup>13</sup> Se consideró un tipo de cambio de \$ 632,9 por euro

<sup>14</sup> Se asume que la empresa en Colombia no tiene deuda financiera, situación que debe ser corroborada, de lo contrario disminuye el monto señalado.

- Reconociendo que la inversión en Colombia presenta expectativas de crecimiento y fortalecimiento para un *retail* regional como **Cencosud**, éste deberá demostrar en los hechos su capacidad para mantener y acrecentar los flujos históricos de los puntos de ventas.
- La adquisición de Colombia implica nuevos desafíos para la administración, en particular por la necesidad de imponer una cultura organizacional a los equipos de trabajo, la cual no necesariamente responde al estilo impulsado por los antiguos controladores
- Debe considerarse que al impacto en el crecimiento del negocio por la compra en Colombia se le debe sumar la expansión en Brasil en los últimos dos años. Por lo tanto, no se puede desconocer que la administración corporativa se ha vuelto más compleja.
- Algunas agencias internacionales tiene la clasificación de **Cencosud** en escala global al límite del grado de inversión con Outlook Negativo. Esta situación resta flexibilidad financiera al emisor (ya que limita el acceso a deuda para conservar el grado de inversión) o, en su defecto, aumento el costo financiero de su deuda futura (si es que el *rating* cayera a grado especulativo.)
- Los indicadores de la sociedad son calculados sobre la base de flujos aun no generados, pero que dado el comportamiento histórico de la sociedad, se estima que se generarán en el futuro.
- La inversión en Colombia implica la adquisición de activos, adicionales a aquellos destinados al negocio supermercadista, en los cuales el emisor no tiene experiencia (aunque se reconoce que no constituyen el negocio central y son susceptibles de ser enajenados)

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Diversificación geográfica de las ventas.
- Escala de operaciones.

#### Fortalezas complementarias

- Liderazgo en países que participa.
- Acceso a mercados internacionales de crédito.

#### Fortalezas de apoyo

- Administración profesionalizada.
- Controladores comprometidos con la compañía (aumento de capital)

#### Riesgos considerados

- Nivel de endeudamiento
- Necesidad de consolidar y rentabilizar adquisiciones.
- Caída en niveles de Capex que deben ser compatibilizados con la operación.

## Hechos recientes

### Resultados 2012

En 2012 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 9.149 (aproximadamente US\$ 19.062 millones), con un incremento de 20,3% en pesos. Este aumento estuvo sustentado por un incremento de 21,3% en los ingresos del segmento supermercados, debido principalmente a la consolidación de Prezunic, la apertura neta de 78 tiendas, SSS positivos en Chile, Argentina y Perú; así como el crecimiento

experimentado por el segmento “Tiendas por Departamentos”, que exhiben un crecimiento de 28,3%, explicado fundamentalmente por un aumento en SSS de 5,3%, la apertura de 4 nuevas tiendas y la consolidación de Johnson.

El área de mejoramiento del hogar, por su parte, experimentó un alza de 12,1% interanual en sus ventas, principalmente debido a cifras positivas de SSS en Chile y Argentina. Por su parte, los ingresos de centros comerciales aumentaron 27,5% principalmente debido a la apertura de cuatro centros comerciales y mayores tasas de ocupación. Mientras, los ingresos de Servicios Financieros aumentaron 5,4%, como resultado de una mayor cartera de créditos en Argentina y Perú.

El costo de ventas se incrementó en 20,5% hasta \$ 6.548 millones, llegando a representar un 71,6% de los ingresos. La mayoría de los segmentos de la empresa incrementaron su margen de explotación como proporción de sus respectivos ingresos, a excepción de los servicios financieros. Con respecto a las provisiones de riesgo de Chile y Argentina, éstas pasaron de 7,2% a 6,9%, y de 7,6% a 6,3% respectivamente.<sup>15</sup>

El total de costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función llegó a \$ 2.102 billones, un aumento de 25,9% respecto de 2011. Con lo anterior, el resultado operacional<sup>16</sup> alcanzó a \$ 607.866 millones, incrementándose un 6,1% respecto al año anterior. Como consecuencia de la caída en el margen de explotación, el resultado operacional como proporción de los ingresos también se redujo, pasando desde un 7,5% a 6,6%. Por su parte, el EBITDA de 2012 alcanzó a \$ 749.317 millones, expandiéndose 8% con respecto a 2011.

En términos no operacionales, la compañía pasó de una pérdida de \$ 168.538 millones a una pérdida de \$ 225.867 millones, influida principalmente por los mayores costos financieros asociados a una mayor deuda financiera como consecuencia de las adquisiciones del año.

Como resultado de lo anterior, la ganancia durante 2012 se contrajo 4,5% respecto lo registrado en 2011, totalizando \$ 272.809 millones.

## Eventos recientes

El 20 de diciembre de 2011, **Cencosud**, a través de la suscripción de un acuerdo de inversión, se convirtió en el controlador de la sociedad Comercial Johnson's S.A., con una participación del 85,58% del capital de dicha sociedad. El monto total de la operación fue \$ 32.606 millones, con los cuales se cancelaron pasivos por \$ 17.576 millones. Actualmente Johnson's cuenta con 39 tiendas por departamento en Chile (y más 13 tiendas FES) y sus ventas a diciembre 2011 alcanzaron los \$ 118.447 millones.

El 2 de enero de 2012 la compañía adquirió la sociedad Prezunic Comercial Ltda., la cual opera la cadena de supermercados Prezunic, en el Estado de Río de Janeiro, Brasil. El monto de la inversión fue de \$

<sup>15</sup> La disminución de las provisiones en Argentina está influida por el castigo, a contar de diciembre de 2011, del 100% de los créditos incobrables vencidos por más de 180 días.

<sup>16</sup> Resulta operacional definido como Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas– costos de distribución –gastos de administración + otros ingresos por función – otros gastos por función.

685.723.722 reales (US\$ 367 millones<sup>17</sup>), de los cuales se pagó el 57% y el resto fue pactado en cuatro cuotas anuales. La compañía opera 31 supermercados, un centro de distribución y tiene más de 7.300 empleados. A diciembre 2011 sus ingresos alcanzaron US\$ 1.179 millones.

A contar de junio de 2012 comenzó a listarse en la Bolsa de Nueva York.

Durante octubre 2012 **Cencosud** adquirió las operaciones de Carrefour en Colombia, lo que significó incorporar 72 hipermercados, 16 tiendas de conveniencia, cuatro *cash & carry* y estaciones de gasolina.

En diciembre de 2012 la compañía emitió en los mercados internacionales un bono por US\$ 1.200 millones, destinado a prepagar el crédito puente utilizado para adquirir los activos en Colombia. Durante Febrero de 2013 la compañía efectuó un incremento de capital por \$ 835.000 millones.

## Definición de categorías de riesgo

### Categoría AA (Deuda de Largo Plazo)

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

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

### Categoría Nivel 1 (Deuda a Corto plazo)

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

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

### Categoría Primera Clase Nivel 1 (Acciones)

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

## Oportunidades y fortalezas

**Posicionamiento:** **Cencosud** presenta una importante participación de mercado en cuatro de los países en los que tiene presencia (la excepción es Colombia, donde sus negocios son aún incipientes) y en los distintos rubros en que participa. En Chile, en el segmento de supermercados es el segundo partícipe, alcanzando una participación de aproximadamente 27%; en tiendas por departamento, París posee el segundo lugar del sector (26%, aun cuando en término de ventas por superficie su participación es mayor) y en mejoramiento

<sup>17</sup>Utilizando tipo de cambio al cierre de 2011: R\$1,8661.



de hogar muestra un importante dinamismo en los últimos años, siendo en la actualidad el segundo actor de la industria. En Argentina su participación en supermercados asciende a aproximadamente 16%, ocupando el segundo lugar del sector y, por otro lado, es líder en mejoramiento del hogar. En Perú es el primero del mercado en supermercados, con un 45%, mientras que en Brasil también está dentro de los tres principales actores en la zona específica de sus operaciones. Por otra parte, las marcas Jumbo, Paris y Alto Las Condes, entre otras, son ampliamente reconocidas por los consumidores en Chile, así como lo son Easy, Jumbo, Disco y Veá en Argentina, Wong y Metro en Perú, y Gbarbosa, Bretas y Prezunic en Brasil. 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 y rentabilizar las operaciones de Easy y Jumbo 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. **Humphreys** de todos modos tiene en cuenta el hecho de que todos los negocios del grupo están ligados al consumo, y que se encuentren en países que suelen exhibir ciclos económicos que coinciden en el tiempo (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, lo que le permite acceder a mejores condiciones, dados los volúmenes adquiridos. Asimismo, el grupo posee un mayor poder de negociación frente a marcas multinacionales que abastecen sus locales. Todo lo anterior, sumado a estrategias de desarrollo conjunto entre un mismo rubro operando en distintos países, repercute en una mayor eficiencia operativa.

**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, cabe destacar que en 2012 los ingresos de este segmento llegaron a US\$ 345 millones, y un EBITDA incluso superior, ascendiendo a US\$ 455 millones. De acuerdo a las estimaciones de la empresa, la próxima apertura de la torre Costanera significaría un incremento adicional del EBITDA de aproximadamente US\$ 50 millones.

**Estrategia de crecimiento:** La estrategia de la compañía se fundamenta en tres pilares básicos: el negocio de *retail* mismo, el desarrollo de los clientes (a través de programas de fidelización) y los servicios financieros y afines (tarjetas de crédito principalmente). El desarrollo de esta estrategia, de la mano con un crecimiento explosivo tanto en ventas como en resultados, 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. A

nivel internacional, **Cencosud** se ubica en segundo lugar dentro de las empresas de *retail* por ventas en Sudamérica. En opinión de **Humphreys**, los últimos resultados de la empresa han avalado las decisiones adoptadas por la administración.

**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 instalar todos sus formatos y marcas en el resto de los mercados donde ha penetrado, usando para ello la experiencia acumulada, de manera de lograr sinergias y volúmenes de flujos de caja aún más favorables.

**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

**Nivel de endeudamiento:** La agresiva política de adquisiciones seguida por **Cencosud** en los períodos recientes, aun cuando tuvo como resultado un importante incremento en su volumen de operaciones, significó, además, un incremento en la deuda financiera de la compañía. Se reconoce que la compañía ha realizado acciones tendientes a mejorar la estructura de la deuda, tales como la emisión de bonos y un incremento en la base de capital de la compañía, en los hechos, actualmente la compañía presenta un mayor nivel de endeudamiento.

**Rentabilización Operaciones en Colombia:** La adquisición de las operaciones de Carrefour en Colombia significará un reto para la administración de **Cencosud**, toda vez que lograr niveles de margen EBITDA similares al resto de sus operaciones supermercadistas requerirá un completo rediseño de las operaciones actuales de la cadena, toda vez que el anterior controlador habría invertido niveles inferiores a los requeridos para mantener una operación adecuada.

**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, como se dijo, la necesidad de endeudamiento para financiar las inversiones tanto en activos como en capital de trabajo (por la mayor

cobertura que se va logrando con las tarjetas de crédito). También debe considerarse la mayor complejidad de los procesos operativos y administrativos resultante de un mayor tamaño de la empresa. Si bien **Cencosud** ha sido capaz de administrar un crecimiento exponencial en los últimos años de manera exitosa, es necesario evaluar en el mediano plazo el desempeño del grupo en esta nueva etapa de expansión y operación regional, 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 administración de los *malls*.

**Exposición en el exterior:** Parte importante de las operaciones del emisor se realizan en Argentina (un 27% de los ingresos de la empresa), 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 *B3* en escala global moneda extranjera, mientras que Chile está clasificado en categoría *Aa3*. Brasil, Perú y Colombia también presentan una clasificación de riesgo inferior a la chilena (de *Baa2* en el caso de los dos primeros países, y *Baa3* en el último).

**Exposición cambiaria y a tasas de interés:** Parte importante de las inversiones del emisor se encuentran en el extranjero, con un 59% de los ingresos de 2011 originándose en el exterior, situación que vuelve sensible a la empresa a fluctuaciones en las paridades cambiarias, puesto que ellas afectan a los flujos generados fuera de Chile al ser convertidos a moneda local o a dólares, independientemente de que los rendimientos en moneda local de las filiales extranjeras hayan sido estables. En otro aspecto, existe deuda de largo plazo bancaria de la compañía que devenga intereses y se encuentra pactada a una tasa de interés variable. Un atenuante de estas consideraciones es que la compañía utiliza derivados financieros para todas sus deudas en moneda extranjera.

## Antecedentes generales

### Descripción del negocio

Cencosud desarrolla un negocio enmarcado principalmente en la venta de productos al detalle, además de diversos segmentos asociados a su actividad central, como son las áreas inmobiliaria y financiera, principalmente. La compañía tiene presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia. A continuación se

detalla cada rubro de negocios en los cuales **Cencosud** participa, a marzo de 2012, totalizando 881 tiendas y 25 centros comerciales y más de 3,3 millones de m<sup>2</sup> de superficie de salas de venta y malls<sup>18</sup>:

País	Formato	Marca	Nº Locales	
<b>CHILE</b>	Supermercados	Jumbo, Santa Isabel	214	
	Mejoramiento Hogar	Easy	31	
	Superficie Total: 1,6 millones de m <sup>2</sup>	Multitienda	Paris, Johnson's	78
	Centros Comerciales	Varios (entre ellos, marca "Portal")	11	
	Otros	Tarjetas Mas; Banco, seguros y viajes Paris; AventuraCenter; JJO, Umbrale, Foster, FES		
<b>ARGENTINA</b>	Supermercados	Jumbo, Veá, Disco	288	
	Superficie Total: 1,1 millones de m <sup>2</sup>	Mejoramiento Hogar	Easy, Blaisten	47
	Centros Comerciales	Varios	15	
	Otros	Tarjetas, Seguros		
<b>BRASIL</b>	Superficie Total: 506 miles de m <sup>2</sup>	Supermercados	Gbarbosa, Bretas, Perini, Super Familia, Prezunic, Cardoso	205
	Otros	Electroshow (25 tiendas), tarjetas, Farmacias GBarbosa (48 tiendas)		
<b>PERÚ</b>	Supermercados	Metro, Wong	86	
	Superficie Total: 309 miles de m <sup>2</sup>	Centros Comerciales	Varios	3
	Otros	Tarjetas de crédito, seguros		
<b>COLOMBIA</b>	Superficie Total: 35 miles de m <sup>2</sup>	Mejoramiento Hogar	Easy	4
	Supermercados	Jumbo	92	

<sup>18</sup> Este total no es equivalente a la superficie sumada de la tabla que se muestra a continuación, puesto que la superficie total de los *malls* incluye todos los formatos de tienda propios que utilizan superficie de los mismos.

## Chile

Los negocios que **Cencosud** lleva a cabo en Chile fueron la principal fuente de ingresos de explotación para la compañía durante 2012, con un 40% del total corporativo a través de 334 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 (único país donde ha desarrollado este formato) *homecenters*, seguros, banco y área inmobiliaria. Dentro de los principales negocios que maneja la compañía dentro del país, se encuentran supermercados Jumbo y Santa Isabel, la tienda de mejoramiento del hogar Easy, tiendas por departamento Paris y Johnson's, las marcas de vestuario Umbrale, Foster, J.J.O. y FES, nueve centros comerciales, de los cuales cinco están en Santiago (Florida Center, Alto Las Condes, Portal La Dehesa, Portal Ñuñoa y Portal La Reina), y cuatro en regiones (Portal El Belloto, Portal Valparaíso, Portal Rancagua, y Portal Temuco), *retail* financiero a través de las tarjetas Más (Jumbo, Easy y Paris), y finalmente Banco y Seguros Paris. En 2010 se creó la tarjeta de puntos para beneficios a clientes Néctar. Cabe señalar que actualmente existe una nueva tarjeta "Cencosud" que se podrá usar en todos los negocios del grupo.

## Argentina

Los negocios desarrollados en Argentina representaron el 27% de los ingresos totales de la compañía en 2011, siendo el segundo país con mayores ventas después de Chile. Es también el segundo país en términos de diversificación de formatos para **Cencosud**, por cuanto participa con 350 ubicaciones en el negocio de supermercados, hipermercados, *homecenters*, centros comerciales, tarjetas de crédito y corretaje de seguros.

Las marcas que maneja la empresa en Argentina son Jumbo, Disco, Veá, Easy y 15 centros comerciales, entre los que destaca Unicenter como uno de los más grandes de Argentina. Es en este país donde la compañía posee la mayor cantidad de supermercados e hipermercados, con 288 ubicaciones. Asimismo, es donde ha desarrollado de manera más amplia el formato de mejoramiento de hogar y construcción, con 47 puntos de venta.

## Brasil

A fines de 2007 la compañía concretó en Brasil la adquisición de la cadena de supermercados Gbarbosa, que cuenta con una importante participación de mercado en el noreste del país, ocupando el segundo lugar de la región (34%) y en Minas Gerais, ocupando en primer lugar (23%). En 2010 adquirió las cadenas Perini, Super Familia y Bretas. A comienzos de 2012 adquirió la cadena de supermercados Prezunic, con lo cual la participación de mercado del emisor, a nivel nacional, pasó de 2,7% en 2010 a 3,9% en 2011. En la actualidad cuenta con 205 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 2012 las inversiones en Brasil aportaron el 23% de los ingresos de **Cencosud**.

## Perú

La inversión dentro de Perú corresponde a la adquisición de la cadena Wong en cerca de US\$ 500 millones a fines de 2007. A diciembre de 2012 contaba con 86 supermercados, y dos *outlets*. La cadena lidera el mercado limeño con cerca de un 60% de participación, además de poseer locales en Chiclayo y Trujillo, para un total nacional de 46%. Adicionalmente, **Cencosud** cuenta con negocio de tarjetas de crédito y corretaje de seguros en este país. Todo ello lleva a que en Perú se genere el 8% de los ingresos totales de la sociedad.

## Colombia

Además de las cuatro tiendas Easy que disponía hasta 2011, con fecha 30 de noviembre **Cencosud** adquirió las operaciones que tenía la cadena Carrefour en este país, lo que significó incorporar 72 hipermercados, 16 tiendas de conveniencia, cuatro *cash & carry* y estaciones de gasolina. Si bien este país aún no representa una fracción significativa dentro de los ingresos de la compañía (2% aproximadamente), se espera que en el mediano plazo represente una participación relevante dentro de los ingresos y del EBITDA de la compañía, una vez que se rentabilicen las inversiones efectuadas.

## Propiedad y administración

El controlador de la sociedad es la familia Paulmann, con el 59,17% de la propiedad de **Cencosud**, tanto a través de cuatro sociedades (Inversiones Quinchamalí Ltda., Inversiones Latadía Ltda., Inversiones Tano Ltda., Inversiones Alpa Ltda.), como por acciones de propiedad de los miembros de la familia. A marzo 2013 la estructura es la siguiente:

Accionista	Porcentaje de la propiedad
Inversiones Quinchamali Limitada	20,73%
Inversiones Latadía Limitada	19,62%
Inversiones Tano Limitada	16,31%
Banco Itau por Cuenta de Inversionistas	4,05%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros	4,05%
Banco Santander – JP Morgan	3,79%
Horst PaulmannKemna	2,51%
Fondo de Pensiones Provida C	1,82%
Fondo de Pensiones Habitat C	1,59%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,45%
Fondo de Pensiones Habitat B	1,42%
Fondo de Pensiones Capital C	1,24%
Otros Accionistas	21,42%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

El directorio de la empresa está formado por ocho miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Horst Paulmann Kemna
Director	David Gallagher Patrickson
Director	Cristián Eyzaguirre Johnston
Director	Richard Buchi Buc
Director	Peter Paulmann Koepfer
Director	Heike Paulmann Koepfer
Director	Roberto Óscar Phillips
Director	Erasmus Wong Lu
Director	Julio Moura

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

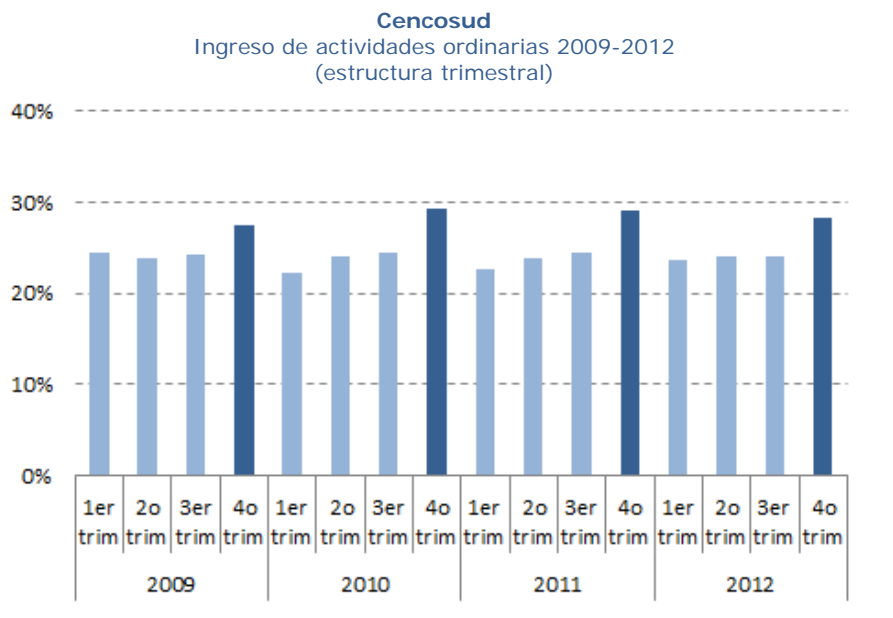
Gerencia/División	Gerente	Fecha nombramiento
Gerente general corporativo	Daniel Rodríguez Cofré	30-01-2009
Gerente corporativo de riesgo	Marcelo Javier Reyes Sangermani	31-01-2012
Gerente división obras y proyectos	Juan Pablo Escudero	23-01-2012
Gerente división retail financiero	Patricio Hilario Rivas de Diego	20-12-2011
Gerente división Shopping Centers	Rodrigo Larraín Kaplan	11-03-2013
Gerente corporativo de asuntos corporativos	Renato Fernández Baeza	01-08-2011
Gerente corporativo recursos humanos	Rodrigo Andres Hetz Pincheira	04-04-2011
Gerente corporativo clientes y negocios digitales	Mauricio Javier Soto Velasco	01-04-2011
Gerente corporativo de administración y finanzas	Juan Manuel Parada	A contar del 01-07-2012
Gerente procurement	Pietro Alberto Illuminati	09-08-2010
Gerente división tiendas por departamento	Jaime Alberto Soler Bottinelli	01-10-2008
Gerente división supermercados	Pablo Mario Castillo Prado	01-10-2008
Gerente división mejoramiento del hogar	Carlos Nestor Wulf Urrutia	04-07-2008
Gerente corporativo auditoria	Bronislao Jandzio	01-10-1998
Gerente corporativo asuntos legales	Carlos Alberto Mechetti	01-10-1998

## 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. Es importante en este punto mencionar que el elevado aumento en los ingresos experimentado por la compañía durante los últimos seis años responde a una política de expansión agresiva, llevada a cabo a través de la compra de diversas cadenas dentro y fuera del país y mediante la ejecución de proyectos propios, especialmente en aquellos mercados más maduros para la empresa (Chile y Argentina). Esta estrategia le ha permitido pasar de un total de US\$ 1.801 millones en venta, a fines de 2000, a más de US\$ 19.000 millones en 2012, transformándose así en una de las mayores empresas chilenas en términos de ingresos.

En el rubro supermercados, las cadenas adquiridas en los últimos años corresponden a las operaciones de Correfour en Colombia; SantaIsabel, LasBrisas, Montecarlo, Economax e Infante en Chile; Disco en Argentina; Gbarbosa, Prezunic, Cardoso, Super Familia y Perini en Brasil, y Wong en Perú. En mejoramiento de hogar, la empresa compró HomeDepot y Blaisten en Argentina, mientras que las marcas de grandes tiendas Paris fue adquirida en 2005 en Chile y Johnson's en 2011.

En términos de la distribución estacional de las ventas de la compañía, destaca el último trimestre del año como el que exhibe una mayor proporción de ellas, alcanzando en promedio para los últimos cuatro años un 28,5% de las ventas anuales, como resultado mayormente de la temporada navideña. Por el contrario, el primer cuarto del año, en el mismo período de cuatro años, ha promediado un 23,3% de los ingresos consolidados.

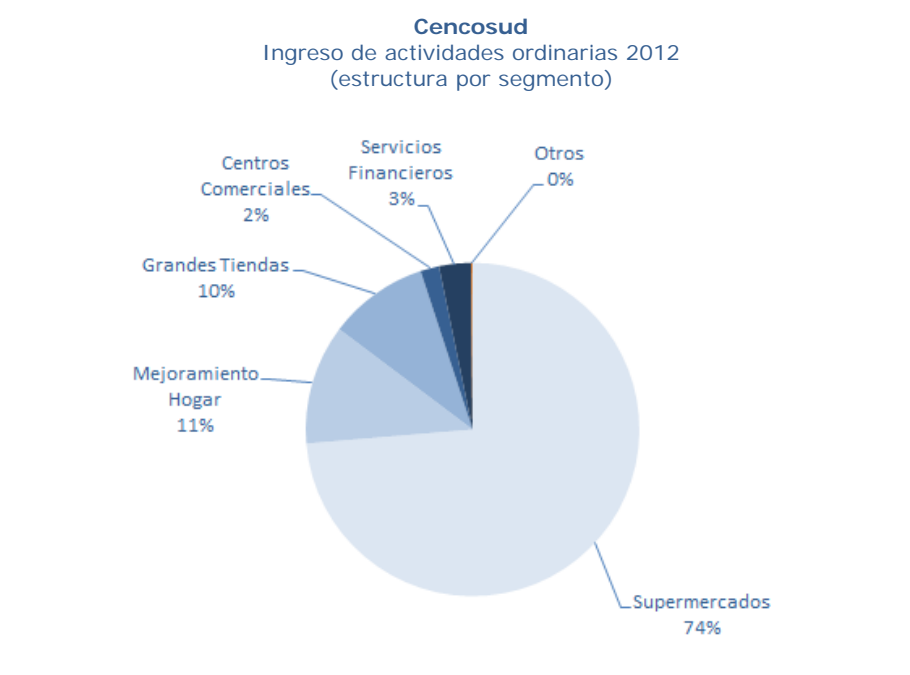


Por tipo de formato, los supermercados e hipermercados representan el mayor porcentaje de los ingresos consolidados de la compañía, alcanzando durante 2011 un total de US\$ 14.039 millones y un 73,6% del total



de la empresa, guarismo que debería incrementarse al incluirse durante todo el ejercicio las operaciones en Colombia.<sup>19</sup> Los ingresos de este segmento se originan principalmente en Brasil (31,1%), Chile (30,5%), Argentina (26%) y Perú (10,6%).

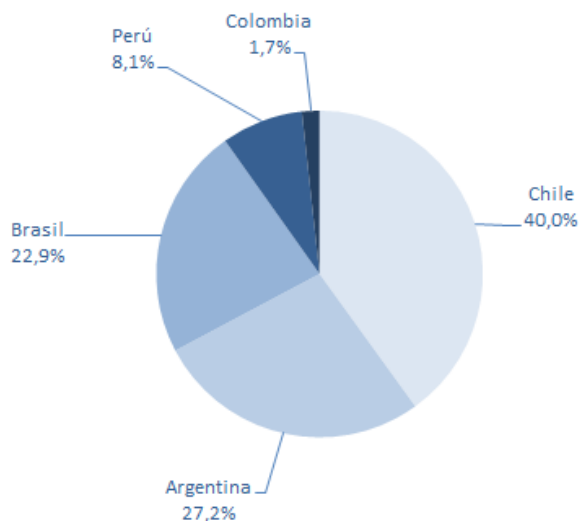
Por otra parte, los ingresos de mejoramiento de hogar totalizan US\$ 2.215 millones, distribuidos en un 58,3% en Argentina; 37,7% en Chile y 4,0% en Colombia; y corresponden al segundo rubro originador de ingresos más relevantes para la emisora. Las grandes tiendas, ubicadas sólo en Chile, contribuyeron con un 9,7% de los ingresos durante 2012. Sin perjuicio de lo expuesto, en términos de EBITDA, éste se concentra en Supermercados, seguidos por centros comerciales y mejoramiento del hogar.



Por países, Chile y Argentina son los principales mercados originadores de flujos para la compañía, con un 40% y 27,2% del total, respectivamente. Sin embargo, como es natural luego de las adquisiciones realizadas en los últimos años, estos dos países han perdido algo de relevancia en el total, a favor de Brasil y Perú y, en el futuro, Colombia; toda vez que en 2005 Chile representaba un 65% del total y Argentina un 35%.

<sup>19</sup> Los EEFF de diciembre 2012 consolidan las operaciones de supermercados en Colombia a partir del mes de noviembre de ese año.

**Cencosud**  
Ingreso de actividades ordinarias 2012  
(estructura por país)



## 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

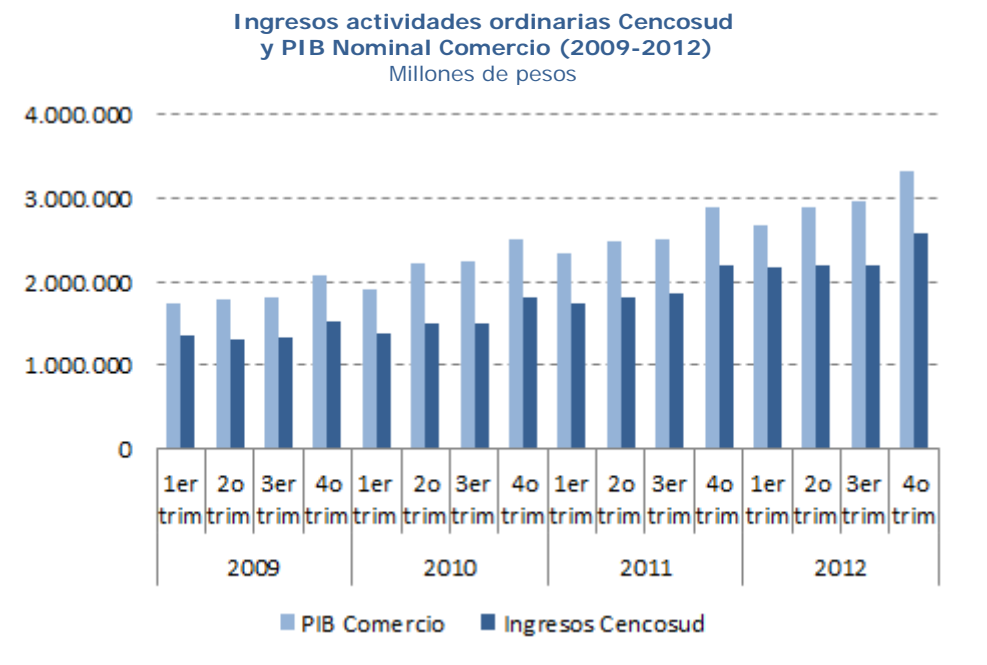
La empresa presenta un amplio número de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los nacionales básicamente están representando por productores de alimentos, perfumería y aseo, y representantes e importadores de artículos para el hogar, siendo por su escala uno de los principales compradores a 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). En este aspecto, es importante mencionar que la compañía se encuentra en un proceso de reordenamiento estructural que busca lograr sinergias a través de la negociación colectiva de sus negocios con los proveedores, de manera de centralizar la adquisición de mercadería para todas las unidades de la empresa, además del consumo propio. Para lo anterior, se definió una unidad específica de compras, transversal a las divisiones de negocio y a los países donde opera **Cencosud**.

Según lo informado por la administración de la sociedad, en términos monetarios, ningún proveedor representa más del 3% 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 moderada-alta, donde los principales actores del mercado corresponden a grupos de capitales nacionales con presencia en diversos negocios: Falabella (mismos formatos administrados por **Cencosud**), Walmart Chile (supermercados e inmobiliario), Ripley (tiendas por departamento y centros comerciales), Parque Arauco (centros comerciales) y SMU (supermercados).

En términos de crecimiento, un índice adecuado para observar el desarrollo de la industria en Chile es el Producto Interno Bruto (PIB) ligado al comercio, dado que en Chile este sector se encuentra mayoritariamente en manos de los grandes actores del sector formal. A continuación, se muestra que los ingresos de **Cencosud** se relacionan en forma bastante cercana con el PIB nominal del comercio:



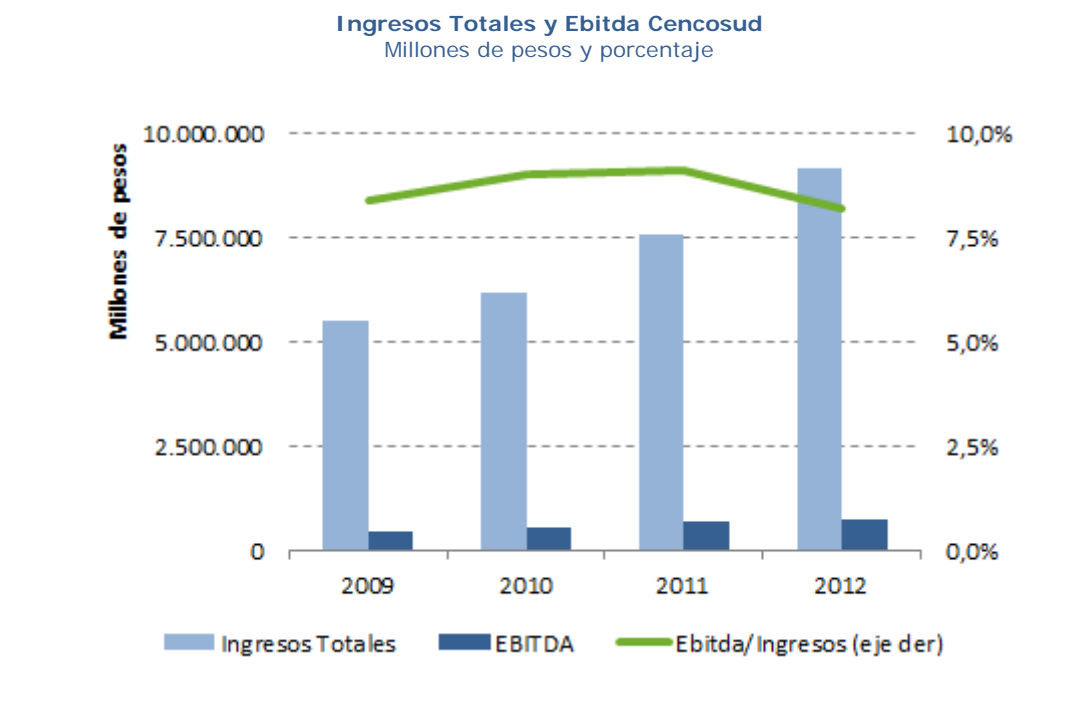
## Análisis financiero

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Durante los últimos siete años la compañía ha mostrado un aumento importante en sus ingresos, asociado al crecimiento a través de adquisiciones y de expansión de puntos de venta. El aumento de los ingresos de explotación nominales ha sido de 18,4% anual compuesto promedio para el periodo 2009-2012, lo que

implica que la compañía creció en total un 166% en dicho lapso<sup>20</sup>. Asimismo, la naturaleza de los ingresos se ha diversificado tanto en términos de negocios, como por país: hasta 2008, éstos sólo provenían de Chile y Argentina, mientras que actualmente hay tres países más donde **Cencosud** opera, además de incorporar en los últimos años los negocios de las áreas de multitienda, seguros y banco.

Asimismo, el EBITDA ha experimentado una evolución muy similar a la de los ingresos entre 2009 y 2012, con una expansión nominal total de 161% y una tasa anual de crecimiento de promedio de 17,3%. La incorporación de nuevas cadenas de supermercados ha implicado en ocasiones un deterioro de la tasa de EBITDA a ingresos,<sup>21</sup> como se puede apreciar por la caída del indicador durante 2012.

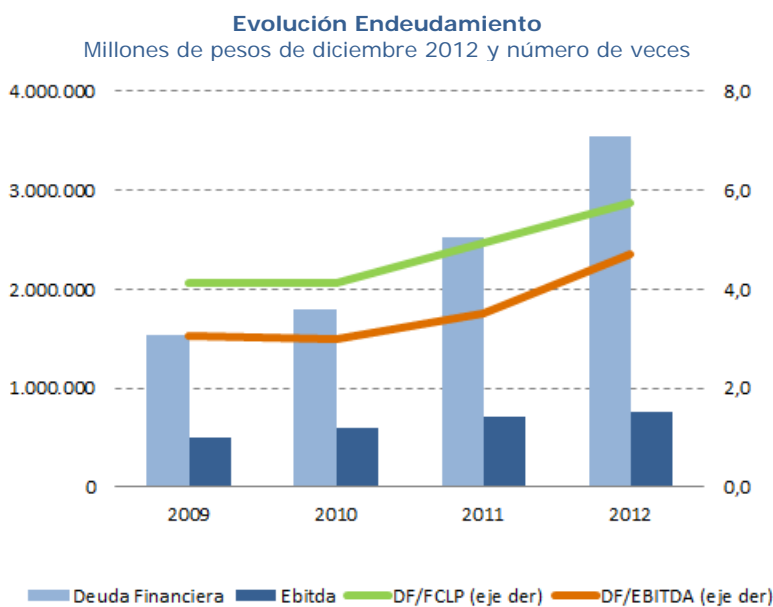


### Evolución del endeudamiento y la liquidez

Como consecuencia de las adquisiciones realizadas por la compañía, los niveles de endeudamiento se han incrementado sostenidamente en el período 2009-2012, exhibiendo una tasa de variación de 31,9% real en el período. Lo anterior, en conjunto con una menor tasa de expansión del Ebitda y del Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) ha significado que los indicadores de endeudamiento relativo se hayan incrementado durante el período analizado. En efecto, a fines de 2012 la razón Deuda Financiera/FCLP registró un valor de 5,7, lo que representa un deterior respecto del nivel de 4,9 registrado a fines de 2011. Asimismo, el indicador Deuda Financiera/EBITDA pasó desde un valor de 3,5 en diciembre de 2011 a 4,7 veces en diciembre de 2012.

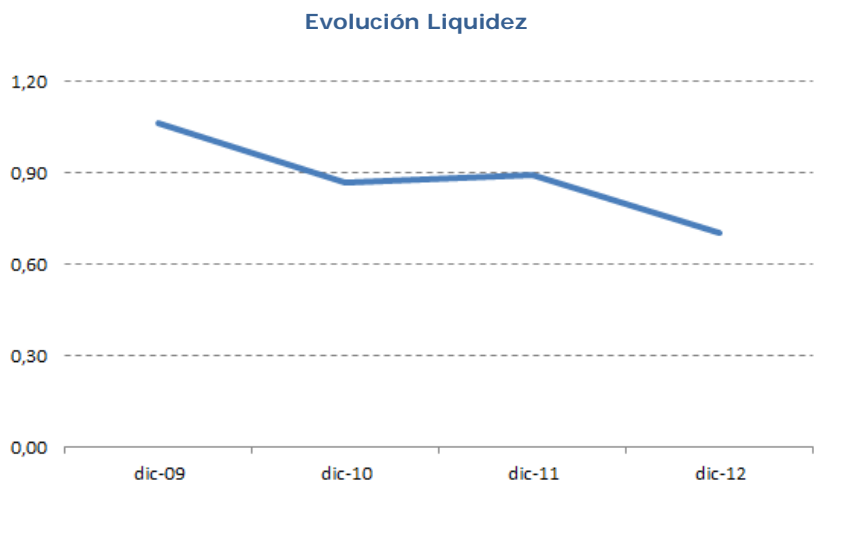
<sup>20</sup> Esto es, ingresos medidos en pesos chilenos, con la consecuente conversión de monedas locales a la chilena.

<sup>21</sup> Este sería el caso, en un primer momento, de la incorporación de las operaciones de los supermercados en Colombia, toda vez que, durante su administración, Carrefour habría subinvertido en Colombia, lo cual habría generado bajos niveles de margen EBITDA, resultado que debería ser revertido en el mediano plazo.



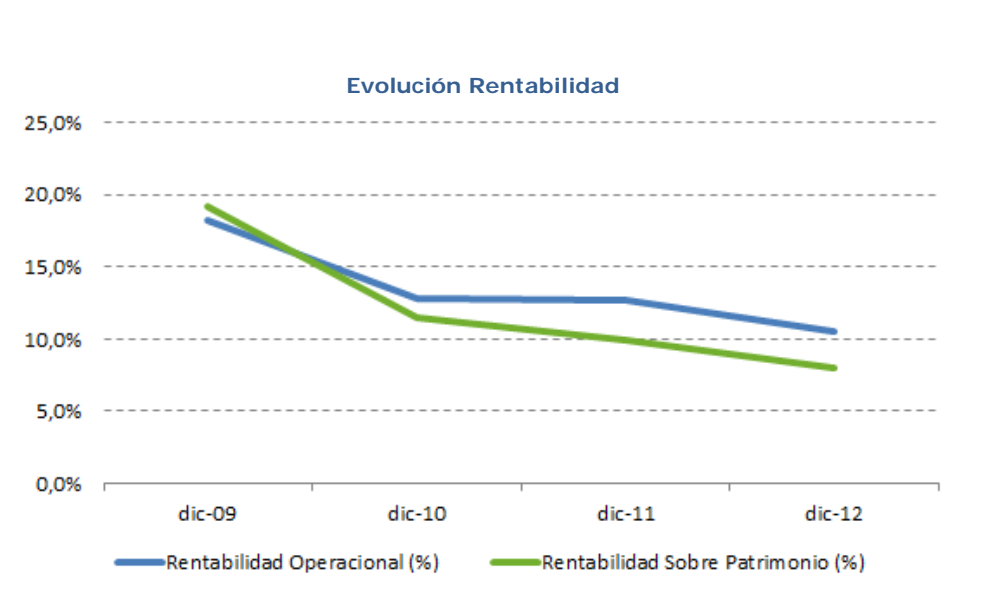
La deuda financiera de **Cencosud** al cierre de 2011 alcanzaba los \$ 3.539 billones, de los cuales un 33,3% correspondía a compromisos de corto plazo. El aumento real de la deuda financiera de casi 130% entre 2009 y 2012 es producto, entre otras cosas, de colocaciones de bonos para financiar las adquisiciones de las diversas compañías señaladas en el informe.

La liquidez de **Cencosud**, medida como razón circulante, ha presentado una tendencia decreciente en el período 2009-2012, situándose a fines de 2012 en valores 0,7 veces, principalmente por el aumento de otros pasivos financieros corrientes y cuentas por pagar a proveedores.



## Rentabilidad

La rentabilidad de la compañía ha presentado una tendencia decreciente. En efecto, la rentabilidad operacional<sup>22</sup> disminuyó desde 12,7% registrado en 2011, a 10,5% en diciembre 2012. Similarmente, la rentabilidad del patrimonio<sup>23</sup> disminuyó desde 9,9% exhibido en 2011 a 8,1% registrado a fines de 2012.

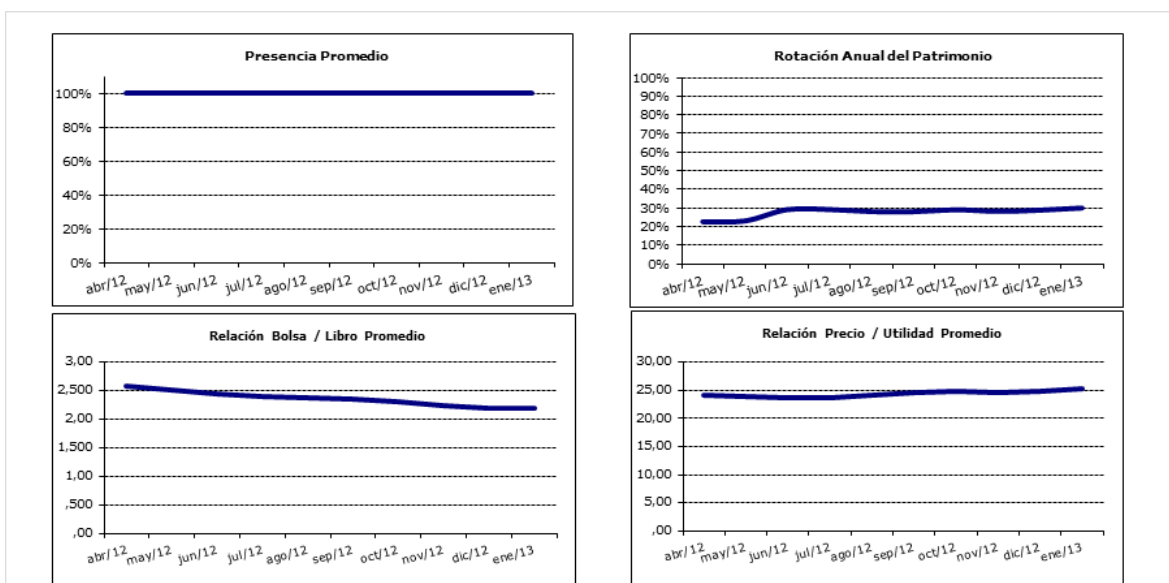


<sup>22</sup>Resultado operacional sobre activos promedio descontados los activos en ejecución.

<sup>23</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%, siendo por tanto una de las más transadas de la bolsa chilena. Considerando esta presencia superior al 95%, así como la clasificación de solvencia asignada a la compañía, la clasificación entregada a la acción de la empresa corresponde a *Primera Clase Nivel 1*.



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