

Empresa presente en Chile, Argentina, Perú, Colombia y Brasil

Humphreys mantuvo clasificación de bonos de Cencosud en "Categoría AA-" con tendencia "Estable"

Santiago, 3 de junio de 2016. **Humphreys** mantuvo la clasificación de los bonos de **Cencosud S.A. (Cencosud)** y de sus títulos de deuda de largo plazo en general, en "Categoría AA-"; en tanto la clasificación de sus títulos accionarios se mantuvo en "Primera Clase Nivel 1". La tendencia asignada a todos ellos fue "Estable".

Sin perjuicio que se mantiene la clasificación de riesgo, **Humphreys** estará atento al desempeño de las economías en donde **Cencosud** desarrolla sus actividades, las que presentan un riesgo soberano superior al de Chile (incluso algunas calificadas en grado de inversión). A ello se debe sumar los conflictos políticos que afecta a algunos países o las necesidades de reformas de otros (con el riesgo de crisis políticas). En contrapartida, se reconoce que hasta el año 2021, el emisor no tiene vencimientos de deuda relevante, existiendo un plazo prudente para que éste incremente su rentabilidad y se ajuste a los futuros escenarios políticos-económicos.

Las principales fortalezas de Cencosud, que sirven de fundamento para la calificación de sus líneas y títulos de deuda en "Categoría AA-" y "Nivel 1+/AA-", son su alta participación de mercado en el negocio de *retail* en los países en que opera y la solidez de sus marcas comerciales, características que en conjunto favorecen su competitividad y respaldan la adecuada estrategia de crecimiento que hasta la fecha ha desarrollado el emisor. Además, se considera positivamente la elevada generación de flujo de caja, que es propia de las inversiones de la empresa en el segmento inmobiliario (arrendamiento de puntos de ventas y centros comerciales) y del rubro supermercados. No obstante, se reconoce que el endeudamiento que asumió la empresa para adquirir los negocios de Carrefour en Colombia, ha llevado a la administración a implementar una política de desapalancamiento que ha significado una reducción en el capex y la enajenación del 51% del negocio de operación de tarjetas de crédito en Chile. Con todo, durante 2015 la deuda financiera se ha incrementado respecto de los valores registrados en 2014.

La estrategia de crecimiento desarrollada por la empresa refuerza la clasificación de **Cencosud**, que incluye la venta de bienes a través de sus locales, más programas de fidelización de clientes. Este modelo de negocios aplicado a sus operaciones en los principales países donde opera y complementado por adquisiciones de empresas en funcionamiento, ha implicado alcanzar un elevado nivel de operación y con ello acceder o tener la posibilidad de acceder a economías de escala.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la alta proporción de las ventas de rubro supermercados en el total de la compañía (cerca de 72%), lo que le otorga una mayor estabilidad a sus ingresos. También se valora el adecuado acceso a fuentes de financiamiento para solventar las exigencias de crecimiento propias del sector.

Es importante destacar que, en el pasado, parte de la deuda de la compañía respondía a su negocio de financiamiento a clientes, el cual, por su naturaleza, soporta un nivel de apalancamiento mayor que el negocio del *retail*. En la práctica, la compañía poseía a diciembre de 2015, en términos netos, un total de US\$ 572 millones en cuentas por cobrar derivadas de las ventas con tarjeta de crédito propia, tanto de corto como de largo plazo, las que representan el 10,6% de la deuda financiera total del grupo. Lo anterior es también aplicable al caso del 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\$ 3.280 millones (70% de la deuda), con un EBITDA estimado cercano a US\$ 547 millones anuales, y un EBITDA ajustado¹ del segmento inmobiliario cercano a US\$ 268 millones.

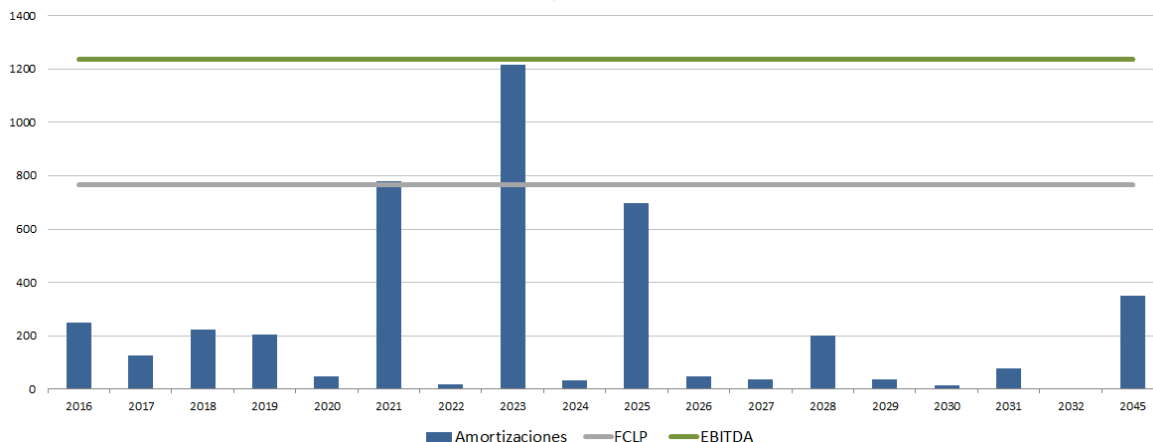
Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se ve afectada fundamentalmente por los altos niveles de competencia en todos los sectores en que se desenvuelve la compañía, tanto en Chile como en el exterior, y por las exigencias de financiamiento que demanda una empresa en continuo crecimiento como **Cencosud**, el que presenta una probabilidad no menor de materializarse en países que, comparados con Chile, presentan mayor riesgo económico y político.

Otros factores de riesgo son la exposición de la compañía a países de Sudamérica con una clasificación de crédito bajo la chilena, que se ha materializado, en lo reciente, en la caída de los flujos provenientes de la operación en Brasil; la necesidad de consolidar las recientes operaciones en Colombia; la sensibilidad del consumo ante ciclos económicos recesivos, y la exposición cambiaria (por los negocios internacionales) y a tasa de interés (considerando el endeudamiento de la compañía).

Dentro de los desafíos de la organización está el administrar adecuadamente una estructura más compleja producto del fuerte crecimiento que la empresa ha experimentado en los últimos años, en especial por la compra del negocio de Colombia y las inversiones en Brasil. 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.

La deuda financiera de **Cencosud** al cierre de 2015 alcanzaba los \$ 3.280 miles de millones, de los cuales un 10,9% correspondía a compromisos de corto plazo, versus el 23,3% registrado a fines de 2014. 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 1). Sin embargo, cabe recordar que una proporción no menor del EBITDA es generada en Argentina, lo que podría representar dificultades para transferir aquellos flujos (aunque con expectativas de cambio). Por otra parte, se puede apreciar que durante 2023 existiría una situación de mayor estrechez para enfrentar los vencimientos programados para ese año, pero, como ha demostrado la compañía, se asume que no existiría dificultad para refinanciar este vencimiento.

Ilustración 1
Calendario de Vencimientos
 US\$ Millones



La perspectiva de la clasificación se califica “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo, en opinión de **Humphreys**, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

¹ El emisor reporta el EBITDA ajustado, que deduce del EBITDA los efectos de las diferencias de cambio, ganancia por unidades de reajuste y revaluación de activos.

Durante 2015 la empresa alcanzó ventas consolidadas por cerca de US\$ 15.477 millones, de los cuales más de un 73% proviene del segmento de supermercados y un 13,4% de tiendas de mejoramiento del hogar. Por países, los ingresos provienen principalmente de Chile (37,6%), Argentina (29,7%) y Brasil (15,3%). El EBITDA durante 2015 alcanzó a US\$ 1.223 millones, lo que, en pesos, representa un incremento de 22,5%. Las ganancias presentaron un aumento de 21,4% respecto a 2014, alcanzando los US\$327 millones.

En el primer trimestre de 2016 registró ingresos por ventas por US\$3.708 miles de millones, lo que representa, en pesos, una caída de 6,4% respecto del mismo período del año anterior, influido por las fuertes depreciaciones del peso argentino, peso colombiano y el real brasileño. En tanto, el EBITDA alcanzó aproximadamente US\$329 millones, registrando un alza de casi 30% respecto al mismo trimestre de 2015. Las ganancias, en tanto, se incrementaron en más de 386%, totalizando aproximadamente US\$163 millones.

Cencosud es un *holding* que opera en los segmentos de supermercados, tiendas por departamentos, mejoramiento del hogar, servicios financieros y shopping centers en Chile (383 locales), Argentina (356 locales), Brasil (217 locales), Perú (103 locales) y Colombia (113 locales).

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Acciones	CENCOSUD	Primera Clase Nivel 1
Líneas de bonos		AA-
Bonos	BJUMB-B1	AA-
Bonos	BJUMB-B2	AA-
Bonos	BCENC-E	AA-
Bonos	BCENC-F	AA-
Bonos	BCENC-J	AA-
Bonos	BCENC-N	AA-
Bonos	BCENC-O	AA

Contacto en **Humphreys**:

Carlos García B.

Teléfono: 56 – 22433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (56) 22 433 52 00 / Fax (56) 22 433 52 01

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".