

La apertura a Bolsa del segmento inmobiliario permitirá reducir la deuda intercompañía

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

Santiago, 10 de junio de 2019. **Humphreys** mantuvo la clasificación de las líneas de bonos de **Cencosud S.A. (Cencosud)**, y de sus títulos de deuda de largo plazo, en "*Categoría AA-*"; en tanto la clasificación de los títulos accionarios se mantuvo en "*Primera Clase Nivel 1*". La tendencia asignada a todos ellos fue "*Estable*".

Las principales fortalezas de **Cencosud**, que sirven de fundamento para la calificación de sus líneas y títulos de deuda en "*Categoría AA-*", son su alta participación de mercado en el negocio de *retail* en los países en que opera y la solidez de sus marcas comerciales, características que en conjunto favorecen su competitividad y respaldan la adecuada estrategia de crecimiento que hasta la fecha ha desarrollado el emisor. En general, se observa que la empresa, en los segmentos geográficos en que está presente, exhibe un volumen de negocios elevado o suficiente, en términos comparativos, que, en mayor o menor medida, le facilita el acceso a las economías de escala.

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

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la alta proporción de las ventas de rubro supermercados en el total de la compañía (cerca de 71%), lo que le otorga una mayor estabilidad a sus ingresos (menos sensibles a períodos recesivos); así con la elevada generación de caja (margen EBITDA) que representa el negocio inmobiliario. También se valora el adecuado acceso a fuentes de financiamiento para solventar las exigencias de crecimiento propias del sector.

Es importante destacar que parte de la deuda de la compañía responde al negocio inmobiliario, que por su naturaleza (proyectos con una larga duración) es capaz de soportar un endeudamiento más elevado que el *retail* mismo. En activos susceptibles de ser asociados al negocio inmobiliario se tiene alrededor de US\$ 4.350 millones (88% de la deuda), con un EBITDA cercano a US\$ 500 millones anuales, y un EBITDA ajustado¹ cercano a US\$ 275 millones. Cabe señalar que la emisora ha informado la pronta apertura en bolsa de su filial Cencosud Shopping, que permitirá captar recursos para disminuir la deuda consolidada del emisor.²

Con todo, sin desconocer la mejor posición financiera que tendrá Cencosud, para un alza en la categoría de riesgo asignada, la clasificadora espera que la sociedad logre incrementar, en forma sostenida, los resultados en Colombia y Brasil, en particular en este último país por el bajo margen EBITDA con que opera y por su importancia relativa para la empresa.

¹ Esta medida de flujos es publicada por la emisora y ajusta el EBITDA por variaciones de tipo de cambio, revalúo de activos y ganancias (pérdidas) por unidades de indexación.

² En primer término, y como parte de este proceso de reorganización del conglomerado con fecha 20 de mayo, Cencosud Shopping emitió deuda por UF 10 millones, destinada a prepagar los créditos intercompañía que mantiene con su matriz Cencosud. Asimismo, esa compañía ha anunciado un aumento de capital de manera de incrementar su base patrimonial.

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

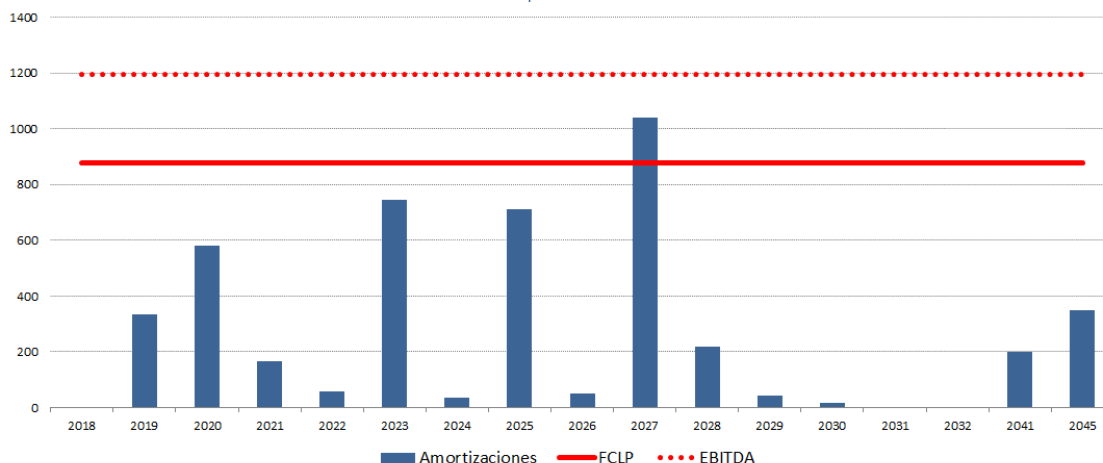
Otros factores de riesgo son la exposición de la compañía a países de Sudamérica con una clasificación de crédito bajo la chilena, que se ha materializado, en lo reciente, en la aplicación en Argentina de la norma IFRS IAS29, referida a economías hiperinflacionarias, que significó, durante 2018, el reconocimiento de una pérdida de \$49.247 millones de la operación en Argentina.

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

Dentro de los desafíos de la organización está el administrar adecuadamente una estructura compleja que contempla la presencia en cinco países, con culturas comerciales disímiles, y participación en distintos tipos de negocios. La adecuada administración de los negocios, que implican rentabilizar las inversiones, se estima como la forma más propicia para que el emisor no vea incrementado el costo de los pasivos y no debilite su flexibilidad financiera.

La deuda financiera de **Cencosud** al cierre de 2018 alcanzaba los \$ 3.438 miles de millones, de los cuales un 9,3% correspondía a compromisos de corto plazo. Se observa que los vencimientos de los pasivos más cercanos en el tiempo son abordables con el EBITDA o flujo de caja de largo plazo de la compañía (Ilustración 1). Por otra parte, se puede apreciar que durante 2027, en relación con el FCLP, existiría una situación de mayor estrechez para enfrentar los vencimientos programados para ese año, pero, como ha demostrado la compañía, se asume que no existiría dificultad para refinanciar este vencimiento (sin descartar incrementos en la generación de caja de la compañía).

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.

Durante 2018 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 13.884 millones, de los cuales un 70,7% proviene del segmento de supermercados y un 12,2% de tiendas de mejoramiento del hogar. Por países, los ingresos provienen principalmente de Chile (46,6%), Argentina (20,8%) y Brasil (13,91%). El EBITDA durante 2018 alcanzó a US\$ 1.185 millones, lo que, en pesos, representa una caída de 22,9%. Las ganancias presentaron una caída de 56,7% respecto a 2017, alcanzando los US\$274 millones.

En el primer trimestre de 2019 registró ingresos por ventas por \$2.250.301 millones, lo que representa una caída de 7,1% respecto al año anterior. El costo de ventas, por su parte, cae en 6,2% respecto al mismo período de 2018. El EBITDA, por su parte, alcanzó aproximadamente \$336.056 millones, registrando un alza de 71,5% respecto al mismo trimestre de 2018. Explicado principalmente, por una parte, por el mayor valor de las cuentas "Otros Ingresos por función" que se incrementa 196% debido a una mayor revaluación de activos, incluidos en el próximo IPO³ de centros comerciales. De este modo, las ganancias registraron un incremento de más de 192% en el trimestre, totalizando aproximadamente \$153.258 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 (399 locales), Argentina (357 locales), Brasil (201 locales), Perú (108 locales) y Colombia (110 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-F	AA-
Bonos	BCENC-J	AA-
Bonos	BCENC-N	AA-
Bonos	BCENC-P	AA-
Bonos	BCENC-R	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 - Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200- Fax (56) 22433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<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".

³ IPO: *Initial Public Offering*