

Basado en la fortaleza de su segmento supermercadista

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

Santiago, 24 de junio de 2020. **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*".

Se espera que la empresa, producto de la crisis económica derivada de la pandemia, exhiba menores resultados en sus diversas líneas de negocios, incluso en algunos casos pérdidas, excepto en el área de supermercados el cual mantiene una fuerte demanda, y mejoramiento del hogar que muestra un importante dinamismo. Considerando que la actividad de supermercadista es la principal fuente de generación de flujos del emisor, se estima que el emisor presenta una elevada capacidad para soportar el *shock* económico de los próximos meses. Con todo, su calendario de vencimientos le significa disponer de holguras importantes durante los próximos años, permitiendo que una reducción transitoria de su generación de flujos no afecte su capacidad de pago de la deuda.

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 geográfico en que está presente, exhibe un volumen de operación 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, como se mencionó, 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 71%), lo que le otorga una mayor estabilidad a sus ingresos (menos sensibles a períodos recesivos), lo cual ha quedado de manifiesto durante la pandemia de Covid 19, en que las ventas de rubros alimenticios ha mostrado mayor resiliencia que otras líneas de productos; así con la elevada generación de caja (asociado al alto margen EBITDA que caracteriza a este segmento de negocios) 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 consolidada de la compañía responde al negocio inmobiliario, que por su naturaleza (proyectos con una larga duración) es capaz de soportar un endeudamiento más elevado que el *retail* mismo. En activos susceptibles de ser asociados al negocio inmobiliario se tiene alrededor de US\$ 4.870 millones (85,5% de la deuda), con un EBITDA cercano a US\$ 463 millones anuales, y un EBITDA ajustado¹ cercano a US\$ 245

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.

millones. Cabe señalar que durante 2019 se implementó la apertura en bolsa de la propiedad del segmento Centros Comerciales (Cencosud Shopping).

Por otro lado, durante el primer trimestre la compañía reportó pérdidas de más de \$62.280 millones en el primer trimestre de 2020 debido a menores ingresos, en comparación con igual trimestre del año anterior, asociados a la venta de parte del negocio financiero en Perú y menores efectos de revaluación de activos; así como a mayores gastos producto de la restructuración de la deuda (prepago de bonos) y el efecto de IAS29.² No obstante, eliminado los efectos por la venta aludida, el ebitda se incrementó en un 24,5%.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se ve afectada fundamentalmente por los altos niveles de competencia en todos los sectores en que se desenvuelve la compañía, tanto en Chile como en el exterior, y por las exigencias de financiamiento que demanda una empresa en continuo crecimiento como **Cencosud** (aunque cada vez menos), el que presenta una probabilidad no menor de materializarse en países que, comparados con Chile, presentan mayor riesgo económico y político, los que podrían incrementarse en virtud de los efectos de la pandemia de Covid 19 sobre la actividad económica de los países en que opera la compañía.

Otros factores de riesgo son la exposición de la compañía a países de Sudamérica con una clasificación de crédito bajo la chilena, que se ha materializado en la aplicación en Argentina de la norma IFRS IAS29 que significó, durante 2019, el reconocimiento de una pérdida de aproximadamente \$128.400 millones de la operación en Argentina.³

Se incorporan, además, dentro de los riesgos la necesidad de continuar la consolidación de las operaciones en Brasil, donde los ingresos en moneda local dejaron de caer, y, en moneda local, se mantuvieron constantes durante 2019, y mostraron un crecimiento de 3,9% durante el primer trimestre de 2020. Con todo, la clasificadora espera que la sociedad logre incrementar, en forma sostenida, los resultados en Colombia y Brasil, en particular en este último, debido a que, a pesar de las mejoras en la generación de flujos, la compañía aún opera con un reducido margen EBITDA en este último país y por su importancia relativa para la empresa.

Dentro de los desafíos de la organización está el administrar adecuadamente una estructura compleja que implica la presencia en cinco países, con culturas comerciales disímiles, y participación en distintos tipos de negocios. En este orden de cosas, durante noviembre la compañía anunció un cambio en el modelo organizacional desde unidades de negocio a uno basado en países a objeto de generar mayores niveles de eficiencia y sinergia. Por otra parte, dentro de los retos de la organización está en avanzar competitivamente en la venta por medio de plataformas en líneas que, lo más probable, se acentuarán pasada la crisis sanitaria.

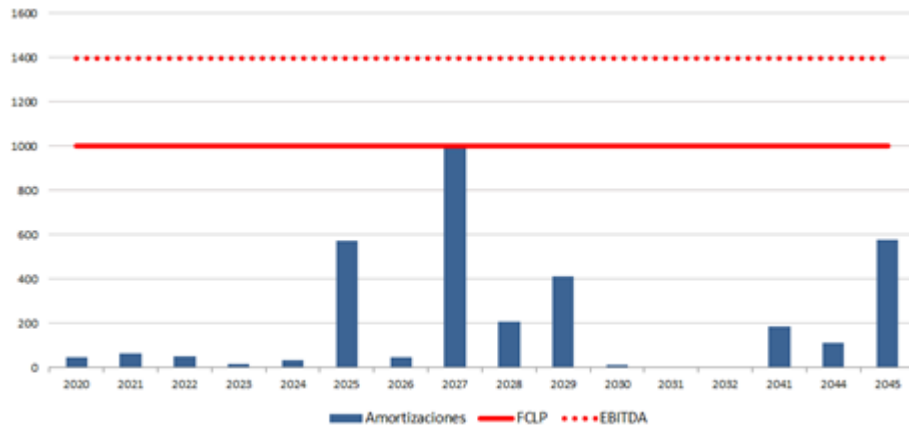
La deuda financiera de **Cencosud** al cierre de 2019 alcanzaba los \$ 4.265 miles de millones, de los cuales un 6,5% correspondía a compromisos de corto plazo. Se observa que los vencimientos de los pasivos más cercanos en el tiempo son abordables con el EBITDA o flujo de caja de largo plazo⁴ de la compañía. Por otra parte, se puede apreciar que durante 2027, en relación con el FCLP actual, existiría una situación de mayor estrechez para enfrentar los vencimientos programados para ese año, pero, como ha demostrado la compañía, se asume que el FCLP mostraría una expansión, o, en caso contrario, no existiría dificultad para refinanciar este vencimiento (sin descartar incrementos en la generación de caja de la compañía).

² Aplicable a economías que presentan hiperinflación. En el caso de Cencosud, esta norma se aplica a sus operaciones en Argentina

³ Con todo, se reconoce que esta pérdida por efectos inflacionarios no afecta el flujo de caja de la compañía.

⁴ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 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 2019 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 12.752 millones, de los cuales un 72,2% proviene del segmento de supermercados, un 11,9% de tiendas de mejoramiento del hogar y 11,6% de tiendas por departamento. Por países, los ingresos provienen principalmente de Chile (47,7%), Argentina (18,3%) y Brasil (14,5%). El EBITDA durante 2019 alcanzó a US\$ 1.377 millones, aumentando 25,2% respecto del año anterior. Las ganancias presentaron una caída de 18,9% respecto a 2018, alcanzando los US\$206,5 millones.

En el primer trimestre de 2020 registró ingresos por ventas por \$2.478.190 millones, lo que representa un incremento de 10,1% respecto al mismo período del año anterior. El costo de ventas, por su parte, aumenta en 10,9% respecto al mismo período de 2019. El EBITDA, por su parte, alcanzó aproximadamente \$223.646 millones, registrando una caída de 33,4% respecto al mismo trimestre de 2019, explicado principalmente, por la caída de la cuenta “Otras Ganancias”, que durante el primer trimestre de 2019 registró la utilidad no recurrente por la venta del 51% del negocio de Servicios Financieros en Perú, y por la baja en la cuenta “Otros Ingresos por Función” consecuencia de un flujo más conservador estimado para los centros comerciales. De este modo, sumado al mayor gasto por prepago de bonos y cobertura de moneda asociada, el resultado trimestral correspondió a una pérdida de \$62.285 millones, que se compara desfavorablemente con las ganancias registradas en el mismo trimestre del año anterior, que totalizaron 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 (397 locales), Argentina (357 locales), Brasil (202 locales), Perú (110 locales) y Colombia (109 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 – 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".