

Equity Research

Fecha	11-Ago-10
Ticker Bloomberg	CENCOSUD CI
Precio Actual (Ch\$/acción)	2.740
Retorno Potencial	27,8%
Retorno por Div. 2010E	1,3%

Retorno Total Esperado	29,0%
Market Cap (US\$ millones)	11.401
Ponderación IPSA	4,4%
Política de Dividendos	30,0%
Precio Min - Max 12M (Ch\$/acción)	1,385 - 2,750
Retorno YTD	59,3%
Volumen Diario 12M (US\$ millones)	10,7
Total Acciones (MM)	2.264
Free Float	35,0%

Estimaciones	2009	2010E	2011E	2012E
Ventas	5.543	5.894	7.024	8.517
EBITDA	411	482	590	739
Margen EBITDA	7,4%	8,2%	8,4%	8,7%
Ut. Neta	244	226	279	346
Margen Neto	4,4%	3,8%	4,0%	4,1%
UPA (Ch\$)	107,6	99,8	123,2	152,8
Div./acción (Ch\$)	21,4	34,9	43,1	43,1
Div. Yield	3,0%	1,2%	1,3%	1,6%

Múltiplos	2009	2010E	2011E	2012E
VE/EBITDA (x)	12,3	15,2	12,8	10,2
P/Utilidad (x)	16,0	27,5	22,2	17,9
Bolsa/Libro (x)	1,8	2,3	2,2	2,0
P/Ventas (x)	0,7	1,1	0,9	0,7
FCL Yield	7,3%	-2,0%	-3,9%	1,2%

Deuda - Rentab.	2009	2010E	2011E	2012E
Cobertura Gtos.Fin.(x)	5,2	4,9	4,4	4,6
Leverage (x)	1,2	1,1	1,1	1,1
ROE	11,2%	2,2%	1,9%	1,8%
ROA	4,9%	1,0%	0,9%	0,8%

Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile. Cifras en Ch\$ miles de millones salvo indicación expresa.

Peter McMenamin
+56 2 8736674 | peter.mcmnamin@banchile.cl
Diego Celedón
+56 2 8736085 | diego.celedon@banchile.cl

Precio Objetivo | Ch\$3.500

Tesis de Inversión

Estamos actualizando nuestra visión de Cencosud, introduciendo un precio objetivo 2011 de Ch\$3.500 por acción (antes Ch\$2.250 por acción para fines de 2010) y reiterando nuestra recomendación de Comprar. Hemos revisado ciertos supuestos desde nuestra última valoración de la compañía, en particular: (i) Aumentamos nuestra estimación para el CAPEX 2010-2014 desde US\$2.600 millones hasta US\$4.100 millones; (ii) Revisamos al alza nuestras proyecciones de márgenes operacionales de mediano plazo, lo que se sustenta tanto por el reporte de resultados por sobre nuestras expectativas en el 4T09 y 1T10, como por la consolidación de Banco Paris bajo IFRS.

El fuerte aumento en nuestra estimación de CAPEX 2010-2014 (+58%) sustenta un atractivo crecimiento de ingresos y valoraciones más elevadas. Cencosud recientemente comunicó mayores detalles respecto a su plan de inversión para los próximos años, anunciando una inversión alrededor de US\$3.000 millones entre los años 2010 y 2012, con especial énfasis en Perú y Brasil. Asimismo, estimamos que este CAPEX se traducirá en un aumento de casi 75% en la superficie de ventas al cierre de 2015. Lo anterior, junto con un sólido crecimiento esperado en SSS (ventas por local equivalente) en Chile y la región, implicaría más que doblar los ingresos en dicho período.

El incremento de 100 pb en nuestras expectativas de margen EBITDA se traduce en un crecimiento de EBITDA promedio anual de 20% en 2010-2014. Hemos modificado nuestros supuestos respecto a los márgenes operacionales de Cencosud desde 2010 en adelante, basados en: (i) La implementación de programas de reducción de costos; (ii) Economías de escala obtenidas por las nuevas operaciones; y (iii) La consolidación de Banco Paris (luego de la adopción de IFRS). De este modo, incrementamos nuestra estimación de margen EBITDA 2010 desde 7,2% a 8,2%, mientras asumimos un margen de largo plazo de 9,5% (antes 8,5%) e incorporamos un ratio GAV/Ventas que permanece estable en 20,8% (80 pb menos que lo reportado durante 2009) desde 2014 en adelante. En nuestra opinión, nuestras estimaciones son razonablemente conservadoras, considerando que nuestras proyecciones de márgenes de mediano plazo se ubican por debajo de las expectativas de la compañía.

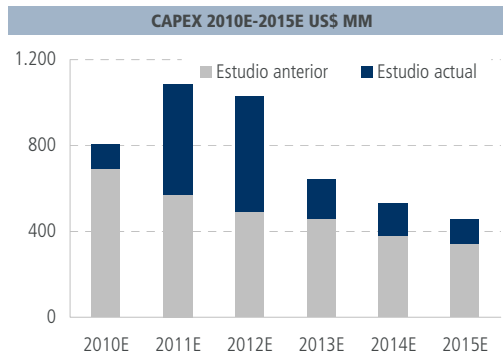
El fuerte crecimiento esperado en el EBITDA se traduce en un atractivo nivel de valoraciones. Actualmente, las acciones de Cencosud muestran un múltiplo VE/EBITDA de 12,8 veces, que si bien se encuentra levemente por sobre el promedio de los últimos 24 meses, representa un descuento de 21,6% respecto al múltiplo promedio pre-crisis. Creemos que lo anterior no se justifica, considerando: (i) La atractiva visibilidad de resultados esperada para los próximos años; y (ii) El enfoque hacia economías Latinoamericanas que muestran un sólido dinamismo (particularmente Perú y Brasil), lo que continúa reforzando la presencia regional de la compañía. Asimismo, destacamos que nuestro precio objetivo tiene implícito un múltiplo VE/EBITDA de 15,8 veces, levemente inferior al promedio pre-crisis.

Riesgos de Inversión

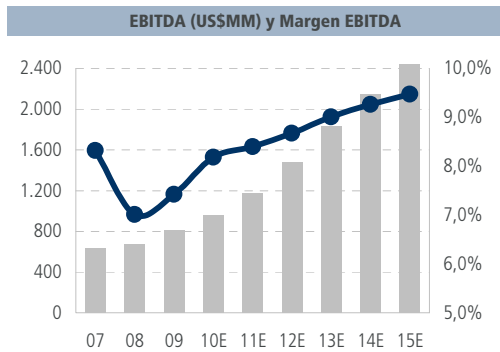
Fuerte expansión en mercados extranjeros presenta riesgos de ejecución.

Una desviación importante de las variables macroeconómicas respecto a nuestro escenario base, en particular los supuestos de tipo de cambio, podría afectar nuestras estimaciones.

Un entorno más competitivo que lo anticipado se traduciría en una mayor presión en los márgenes consolidados, mientras podría limitar las oportunidades de expansión.



Fuente: Departamento de Estudios Banchile.



Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

11 de Agosto de 2010

Descripción de la Compañía

Cencosud es uno de los principales retailers latinoamericanos, con un EBITDA cercano a los US\$1.000 millones anuales, siendo Chile y Argentina sus operaciones más relevantes. En estos países, Cencosud es un destacado actor multiformato, mientras que en Perú y Brasil se encuentra presente en la industria de supermercados tras las adquisiciones de Wong y GBarbosa. Adicionalmente, la compañía mantiene operaciones en Colombia mediante el negocio de mejoramiento del hogar a través de Easy.

Principales Supuestos Operacionales

	2009	2010E	2011E
Chile			
Sup. Venta	1.135.799	1.168.924	1.303.893
Ventas	2.643.450	2.808.730	3.213.259

	2009	2010E	2011E
Argentina			
Sup. Venta	995.836	1.025.498	1.086.902
Ventas	1.608.559	1.804.370	1.983.008

	2009	2010E	2011E
Perú			
Sup. Venta	176.788	243.624	339.920
Ventas	508.519	601.056	828.625

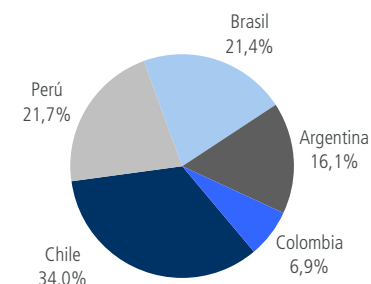
	2009	2010E	2011E
Brasil			
Sup. Venta	126.562	159.283	212.381
Ventas	535.956	652.040	912.067

	2009	2010E	2011E
Colombia			
Sup. Venta	16.646	52.309	99.809
Ventas	8.757	28.244	86.927

	2009	2010E	2011E
Consolidado			
Sup. Venta	2.451.631	2.649.638	3.042.906
% Var.	-2,6%	8,1%	14,8%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile. Ventas y sup. venta en Ch\$MM y MMm2.

CAPEX por País (2010-2014E)



Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

El elefante aumenta el ritmo

Estado de Resultados (Ch\$MM)	2009	%	2010E	%	2011E	%	2012E	%
Ingresos de Explotación	5.543.454	100,0%	5.894.440	100,0%	7.023.885	100,0%	8.517.290	100,0%
Costos de Explotación	-4.046.629	-73,0%	-4.281.498	-72,6%	-5.095.785	-72,5%	-6.157.433	-72,3%
Margen de Explotación	1.496.825	27,0%	1.612.942	27,4%	1.928.101	27,5%	2.359.857	27,7%
Gastos Administración y Ventas	-1.199.408	-21,6%	-1.245.580	-21,1%	-1.474.622	-21,0%	-1.788.246	-21,0%
RESULTADO OPERACIONAL	297.417	5,4%	367.362	6,2%	453.479	6,5%	571.611	6,7%
Depreciación	-114.066	-2,1%	-115.048	-2,0%	-136.635	-1,9%	-167.464	-2,0%
EBITDA	411.483	7,4%	482.409	8,2%	590.114	8,4%	739.075	8,7%
Ingresos Financieros	8.761	0,2%	9.531	0,2%	7.024	0,1%	8.517	0,1%
Ut. (Pérd.) Inver. Emp. Relacionadas	-802	0,0%	3.249	0,1%	2.842	0,0%	2.893	0,0%
Otros Ing/Eg fuera de Expl.	65.652	1,2%	14.997	0,3%	14.997	0,2%	14.997	0,2%
Amort. Menor Valor de Inversiones	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Gastos Financieros	-82.311	-1,5%	-93.556	-1,6%	-116.115	-1,7%	-146.908	-1,7%
Correc. Monetaria y Dif. Cambio	12.900	0,2%	3.684	0,1%	13.097	0,2%	12.640	0,1%
Resultado antes del Impuesto	301.617	5,4%	305.267	5,2%	375.323	5,3%	463.751	5,4%
Impuesto a la Renta	-54.071	-1,0%	-70.378	-1,2%	-86.529	-1,2%	-106.915	-1,3%
Utilidad (Pérdida) Consolidada	247.546	4,5%	234.889	4,0%	288.795	4,1%	356.836	4,2%
Ítems Extraordinarios	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Interés Minoritario	-3.900	-0,1%	-8.994	-0,2%	-9.894	-0,1%	-10.883	-0,1%
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	243.646	4,4%	225.895	3,8%	278.901	4,0%	345.953	4,1%
Balance General (Ch\$MM)	2009	%	2010E	%	2011E	%	2012E	%
TOTAL ACTIVOS	4.954.679	100,0%	6.109.314	100,0%	6.724.660	100,0%	7.343.511	100,0%
Caja y Equivalente	378.998	7,6%	315.043	5,2%	315.043	4,7%	315.043	4,3%
Cuentas por Cobrar	533.833	10,8%	606.502	9,9%	664.609	9,9%	735.263	10,0%
Existencias (Neto)	426.864	8,6%	587.223	9,6%	699.741	10,4%	848.519	11,6%
Otros Activos Circulantes	67.786	1,4%	53.714	0,9%	55.326	0,8%	55.326	0,8%
Total Activos Circulantes	1.407.480	28,4%	1.562.482	25,6%	1.734.719	25,8%	1.954.150	26,6%
Total Activos Fijos	2.403.191	48,5%	4.349.610	71,2%	4.792.720	71,3%	5.192.139	70,7%
Total Otros Activos	1.144.007	23,1%	197.222	3,2%	197.222	2,9%	197.222	2,7%
Total Activos de Largo Plazo	3.547.199	71,6%	4.546.832	74,4%	4.989.942	74,2%	5.389.361	73,4%
TOTAL PASIVOS	2.696.467	54,4%	3.325.225	54,4%	3.759.286	55,9%	4.153.267	56,6%
Total Pasivos Circulantes	1.275.093	25,7%	1.469.164	24,0%	1.889.341	28,1%	2.277.394	31,0%
Deuda Financiera CP	134.806	2,7%	200.000	3,3%	508.611	7,6%	763.429	10,4%
Cuentas por Pagar	915.698	18,5%	1.115.055	18,3%	1.221.998	18,2%	1.352.058	18,4%
Otros Pasivos Circulantes	224.589	4,5%	154.109	2,5%	158.733	2,4%	161.907	2,2%
Deuda Financiera LP	1.281.058	25,9%	1.395.670	22,8%	1.400.920	20,8%	1.400.920	19,1%
Cuentas por Pagar LP	140.315	2,8%	287.801	4,7%	296.435	4,4%	302.364	4,1%
TOTAL PATRIMONIO	2.176.453	43,9%	2.702.808	44,2%	2.884.094	42,9%	3.108.963	42,3%
INTERÉS MINORITARIO	81.759	1,7%	81.281	1,3%	81.281	1,2%	81.281	1,1%
Flujo de Caja (Ch\$MM)	2010E	%	2011E	%	2012E	%	0 Descuento	
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	243.646	0,0%	225.895	0,0%	278.901	0,0%	345.953	0,0%
Depreciación	114.066	0,0%	115.048	0,0%	136.635	0,0%	167.464	0,0%
Cambio en Capital del Trabajo	102.132	0,0%	-33.671	0,0%	-63.683	0,0%	-87.040	0,0%
Otros Ítems no Caja	14.201	0,0%	-3.684	0,0%	-13.097	0,0%	3.172	0,0%
Flujo por Act. de la Operación	474.045	0,0%	303.588	0,0%	338.757	0,0%	429.549	0,0%
Capex	-190.868	0,0%	-428.693	0,0%	-579.745	0,0%	-353.622	0,0%
FLUJO DE CAJA	283.176	0,0%	-125.105	0,0%	-240.988	0,0%	75.927	0,0%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Cencosud Suma de Partes (US\$ MM)	
Supermercados	10.344
Mejoramiento de Hogar	1.579
Tiendas por Dept.	-290
Centros Comerciales	3.018
Servicios Financieros	5.041
Otros	-2.119
Total Activos	17.654
Menos: (DFN + IM)	-2.409
Market Cap Objetivo	3.077
Total Acciones (MM)	2.264
P. Obj. (Ch\$/acc.)	3.500
Precio Actual (Ch\$/acc.)	2.740
Retorno Potencial	27,8%
Retorno por Div. 2010E	1,3%
Ret. Total Esperado	29,0%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Cencosud Tasa de Descuento	
Supermercados	11,1%
Mejoramiento de Hogar	12,0%
Tiendas por Dept.	9,8%
Centros Comerciales	11,6%
Servicios Financieros	10,2%
Otros	9,6%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Chile	2009	2010E	2011E
PIB	-1,5	4,8	6,3
Tipo de Cambio Cierre	507	520	535
Demanda Interna	-5,9	12,0	6,6
Consumo	1,8	7,0	5,0
IPC	-1,4	3,7	3,2
TPM Cierre	0,50	2,75	5,50
Tasa Desempleo (%)	9,7	9,0	8,3

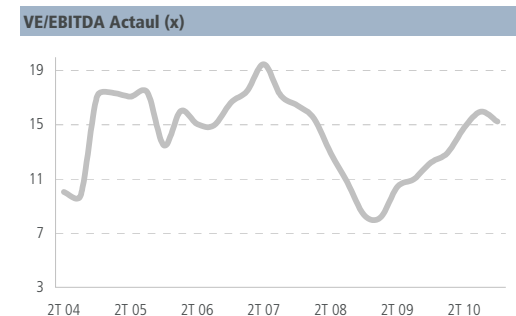
Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Perú	2009	2010E	2011E
PIB	0,9	5,7	5,3
Tipo de Cambio Cierre	2,89	3,00	3,10
Consumo	3,9	4,5	4,6
IPC	0,8	1,4	2,2
Tasa Desempleo (%)	8,9	8,1	7,8

Fuente: Latin Consensus Forecast, Departamento de Estudios Banchile.

Cencosud Tasa de Descuento	Chile	Argentina	Brasil	Perú	Colombia
Riesgo País	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta (vece: Beta (veces))	128,5%	128,5%	128,5%	128,5%	128,5%
Premio por Premio por Riesgo	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Riesgo País: Riesgo País	1,5%	2,5%	7,0%	3,3%	2,9%
Costo de Capital	13,6%	14,6%	19,1%	15,4%	15,0%
Costo Patrimonio	12,2%	17,7%	13,6%	13,2%	14,0%
Costo Deuda	4,5%	10,0%	5,9%	5,5%	6,3%
Tasa de Impuestos	17%	35%	34%	30%	33%
Costo Deuda desp. Impuestos	3,7%	6,5%	3,9%	3,9%	4,2%
Capitalización de Largo Plazo	60%	60%	60%	60%	60%
WACC	8,9%	13,3%	9,8%	9,5%	10,2%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile. Nota: Tasas de descuento expresadas en pesos chilenos.



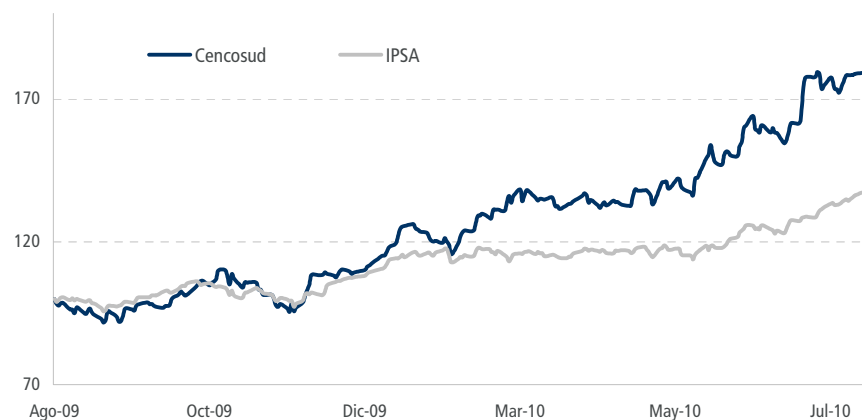
Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Argentina	2009	2010E	2011E
PIB	0,8	5,0	3,3
Tipo de Cambio Cierre	3,80	4,30	4,40
Consumo	1,5	5,2	3,2
IPC	17,3	10,5	9,5
Tasa Desempleo (%)	8,4	8,3	8,2

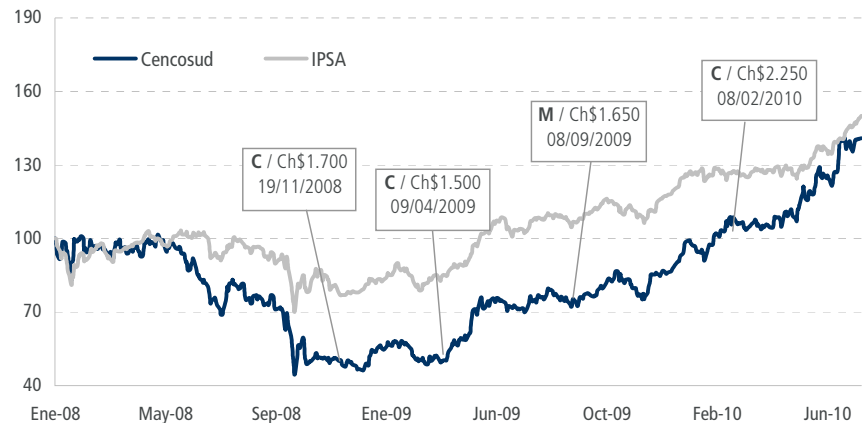
Fuente: Latin Consensus Forecast, Departamento de Estudios Banchile.

Brasil	2009	2010E	2011E
PIB	-0,2	6,5	4,5
Tipo de Cambio Cierre	1,74	2,00	2,10
Consumo	4,0	6,7	4,8
IPC	4,3	5,4	4,8
Tasa Desempleo (%)	8,1	7,3	7,2

Fuente: Latin Consensus Forecast, Departamento de Estudios Banchile.

Cencosud | Evolución vs IPSA últimos 12 meses


Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Cencosud | Recomendación Histórica


Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Recomendaciones y precios Objetivos	Muestra Banchile	% Compañías que fueron clientes de la Banca de Inversión del Banco de Chile en los últimos 12 meses
C: Comprar	43,8%	42,9%
M: Mantener	25,0%	37,5%
R: Reducir	3,1%	100,0%
E/R: En revisión	21,9%	42,9%
Restr.: Opinión Restringida	6,3%	50,0%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Información Importante

a) El Departamento de Estudios es independiente de la División de Banca de Inversión del Banco de Chile y de Banchile Inversiones Asesorías Financieras, así como de cualquier unidad de negocios de Banchile Inversiones y del Banco de Chile. Lo anterior significa que el Departamento de Estudios no tiene vínculos de subordinación ni dependencia con las áreas antes indicadas, por lo que sus opiniones no están influenciadas por otras áreas del Banco de Chile y Banchile Inversiones.

b) A la fecha de publicación de este informe, 11 de agosto de 2010, previo a la apertura de los mercados, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa posee posición en acciones de Cencosud. Dicha posición puede tener, total o parcialmente, el carácter de trading y/o de inversión de mediano o largo plazo Asimismo, la Corredora no puede comprar o vender títulos de esta empresa para la cartera propia de Banchile hasta 24 horas luego de emitido este estudio, con excepción que Banchile actúe como Market Maker a petición expresa de clientes de esta corredora.

c) Banchile Corredores de Bolsa puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la (s) recomendación (ones) aquí contenidas. Por otra parte, en los últimos 12 meses, la División Banca de Inversión del Banco de Chile no ha suscrito un contrato de asesoría con Cencosud.

d) Los analistas responsables de la preparación y redacción de este documento certifican que los contenidos de este estudio reflejan fielmente su visión personal acerca de las(s) empresa(s) mencionada(s). Los analistas además certifican que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en algún estudio ni al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa ni a las actividades desarrolladas por la División Banca de Inversión del Banco de Chile. Asimismo, estas dos áreas de la empresa (Cartera Propia y División de Banca de Inversión del Banco) no evalúan el desempeño del Departamento de Estudios.

e) El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

f) El instructivo de carácter interno denominado "Normas para Transacciones de Valores y de Moneda Extranjera de los Empleados de Banchile" tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un "empleado de Banchile" de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un "empleado de Banchile" no puede vender los "valores" en un plazo inferior a 30 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de "empleados de Banchile" con tres días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción.

g) Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

h) Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

i) Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

j) Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

k) Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa.