



Valoración de empresa
Cencosud S.A.
Mediante flujo de caja descontado

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
Magíster en finanzas**

**Alumno: Santiago Domeyko Prieto
Profesor Guía: Carlos Maquieira**

Santiago, diciembre 2022



Valoración de empresa
Cencosud S.A.
Mediante flujo de caja descontado

Por: Santiago Domeyko Prieto
Profesor guía: Carlos Maquieira
Co-guía: Mauricio Jara

Tabla de contenido

RESUMEN EJECUTIVO.....	5
1. METODOLOGÍA	6
1.1. Principales métodos de valoración.....	6
1.1.1. Método de flujos de caja descontados.....	6
1.1.2. Método de múltiplos	8
1.1.2.1. Múltiplos de ganancias	9
1.1.2.2. Múltiplos de valor libro.....	9
1.1.2.3. Múltiplos de ventas	10
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	11
2.1. Descripción de la empresa	11
2.1.1. Antecedentes	11
2.1.2. Reseña histórica.....	13
2.1.3. Principales accionistas	14
2.1.4. Filiales.....	15
2.2. Descripción de la industria.....	16
2.2.1. Estado actual	16
2.2.2. Regulación y fiscalización.....	16
2.2.3. Empresas comparables.....	16
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	20
3.1. Deuda financiera.....	20
3.2. Patrimonio económico	21
3.3. Valor económico de la empresa.....	21
3.4. Estructura de capital objetivo	22
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL.....	23
4.1. Costo de la deuda	23
4.2. Beta de la deuda.....	24
4.3. Estimación del beta patrimonial	24
4.4. Beta patrimonial sin deuda.....	25
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo.....	25
4.6. Costo patrimonial.....	26
4.7. Costo de capital.....	26
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO.....	27
5.1. Análisis de crecimiento de la empresa.....	27
5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	30

5.3.	Análisis del resultado no operacional de la empresa	31
5.4.	Análisis de márgenes de la empresa	33
5.5.	Análisis de los activos de la empresa.....	35
5.5.1.	Activos operacionales y no operacionales	35
5.5.2.	Capital de trabajo operativo neto.....	35
5.5.3.	Inversiones	36
5.6.	Análisis de crecimiento de la industria	37
6.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	39
6.1.	Ingresos operacionales proyectados.....	39
6.2.	Costos operacionales proyectados.....	40
6.3.	Resultado no operacional proyectado.....	41
6.4.	Impuesto corporativo proyectado	42
6.5.	Estado de resultados proyectado en miles de UF	43
6.5.1	Supuestos utilizados.....	44
6.6.	Estado de resultados proyectado porcentual	45
7.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	46
7.1.	Inversión en reposición.....	46
7.2.	Nuevas inversiones de capital	46
7.3.	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	46
7.4.	Flujos de caja libre proyectados.....	47
7.5.	Valor terminal.....	48
8.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	49
8.1.	Valor presente de los flujos de caja libre	49
8.2.	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	49
8.3.	Activos prescindibles y otros activos.....	50
8.4.	Valorización económica de la empresa	50
8.5.	Análisis de sensibilidad	52
9.	Conclusiones	54
	Anexos	56
	Bibliografía	62

RESUMEN EJECUTIVO

En el siguiente estudio se realiza la valoración, mediante flujo de caja descontado, de Cencosud S.A. Esta empresa está presente en cinco países, los cuales son Chile, Argentina, Perú, Colombia y Brasil. Estando sus headquarters en Chile, este país representa aproximadamente un 50% de los ingresos totales.

Cencosud S.A. tiene cinco negocios principales, los cuales son supermercados, centros comerciales, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento y servicios financieros. Todos estos negocios se pueden agrupar en retail. Siendo el negocio de supermercado el más relevante para la compañía, representando el 75% de los ingresos totales.

Para poder calcular el precio de la acción, se calculó la tasa de descuento (WACC). Para esto fue necesario calcular todo lo correspondiente al costo de capital. Esta tasa de descuento se utilizó para descontar los flujos futuros proyectados.

Por otro lado, todas las proyecciones fueron en base a estudios de mercado (euromonitor) para los países y negocios donde opera la compañía. No se consideró en las proyecciones la venta por e-commerce, ya que todavía es pequeña e insignificante con respecto a los ingresos operacionales. Además los pocos ingresos de e-commerce están considerados en cada uno de los negocios por separado.

El precio de la acción proyectado por medio de flujo de caja descontado, es de \$1.618,33 pesos. El precio de la acción de Cencosud S.A. transado el 30 de junio de 2021 fue de \$1.461,10 pesos chilenos. Lo que representa que el mercado está subvalorando a Cencosud S.A. en una magnitud de 10,76%. Este castigo a la acción se debe entre otras razones, a la presencia de Horst Paulmann como presidente del directorio.

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2000). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

1.1.1. Método de flujos de caja descontados

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2000; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maqueira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maqueira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben

descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2000).

1.1.2. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

1.1.2.1. Múltiplos de ganancias

Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción

Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT

Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “Precio de la acción” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “Utilidad de la acción” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “EBIT” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “EBITDA” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

1.1.2.2. Múltiplos de valor libro

Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio

Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Valor libro del patrimonio” es el valor contable del patrimonio, “Valor de la

empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “Valor libro de los activos” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

1.1.2.3. Múltiplos de ventas

Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción

Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Ventas por acción” son las ventas divididas por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “Ventas” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el Price to Book Value es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el Enterprise Value to EBITDA se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el Price to Earnings Ratio se utiliza en los sectores de utilities, gas y petróleo, y iv) el Price to Sales Ratio es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

2.1.1. Antecedentes

La empresa Cencosud S.A. es una empresa familiar que transa sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago y en la Bolsa Electrónica de Chile. Compite en cinco segmentos; estos son supermercados, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros. Estos cinco rubros se pueden clasificar como parte de la industria del retail. Al 30 de junio del 2021, la empresa mantiene operaciones en Chile, Colombia, Perú, Argentina y Brasil. En el cuadro 1 se describe a la empresa Cencosud S.A. con la información a diciembre de 2020.

Cuadro 1. Antecedentes Cencosud S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemo-técnico	CENCOSUD
Clase de acción	Serie única
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago, Bolsa electrónica
Rubros y países donde opera	Opera en Colombia, Perú, Chile, Brasil y Argentina. Opera en cinco rubros; Supermercados, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros.

Fuente: Memoria anual integrada Cencosud S.A.

Cencosud alcanza a más de 180 millones de habitantes, con más de 1.064 tiendas y 67 centros comerciales en los cinco países en que está presente, siendo el líder en distribución de alimentos y dando empleo a 117.638 personas. Al 31 de diciembre de 2020 Cencosud S.A. cuenta con 915 supermercados (246 en Chile, 282 en Argentina, 201 en Brasil, 93 en Perú y 93 en Colombia); 98 tiendas de mejoramiento del hogar (37 en Chile, 51 en Argentina y 10 en Colombia); 51 tiendas por departamento en Chile; 67 centros comerciales (35 en Chile, 22 en Argentina y 10 en Colombia).

En el cuadro 2, podemos ver los resultados para cada país en los que compete Cencosud S.A. dividido por unidad de negocio a diciembre 2020.

Cuadro 2. Información por país y rubro Cencosud S.A.

Países y rubros donde opera	Ingresos (en M UF)	%	EBITDA (en M UF)	%
Chile	173.657	50,217%	19.470	58,692%
Supermercados	114.407	65,88%	15.358	78,88%
Centros comerciales	2.452	1,41%	1.205	6,19%
Mejoramiento del hogar	24.963	14,37%	3.584	18,41%
Tiendas por departamento	31.761	18,29%	486	2,50%
Servicios financieros	-	0,00%	16	-0,08%
Otros	75	0,04%	1.146	-5,89%
Argentina	60.555	17,511%	5.505	16,593%
Supermercados	39.482	65,20%		
Centros comerciales	545	0,90%		
Mejoramiento del hogar	17.072	28,19%		
Tiendas por departamento	-	0,00%		
Servicios financieros	3.382	5,58%		
Otros	74	0,12%		
Colombia	28.826	8,336%	1.728	5,208%
Supermercados	25.910	89,88%		
Centros comerciales	227	0,79%		
Mejoramiento del hogar	2.482	8,61%		
Tiendas por departamento	-	0,00%		
Servicios financieros	300	1,04%		
Otros	93	-0,32%		
Perú	38.029	10,997%	3.166	9,543%
Supermercados	36.425	95,78%		
Centros comerciales	476	1,25%		
Mejoramiento del hogar	-	0,00%		
Tiendas por departamento	1.074	2,82%		
Servicios financieros	-	0,00%		
Otros	55	0,14%		
Brasil	44.750	12,940%	3.305	9,963%
Supermercados	44.684	99,85%		
Centros comerciales	-	0,00%		
Mejoramiento del hogar	-	0,00%		
Tiendas por departamento	-	0,00%		
Servicios financieros	66	0,15%		
Otros	-	0,00%		
Total	345.817		33.173	

Fuente: Memoria anual integrada Cencosud S.A.

En los gráficos 1, 2, 3 y 4 podemos ver de donde provienen los ingresos y el margen EBITDA de Cencosud S.A. al término del año 2020. En el gráfico 1 podemos notar que un 75% de los ingresos de la compañía provienen de supermercados. En el gráfico 2, podemos ver de qué país provienen los ingresos. Con esto, podemos ver que un 50%

de los ingresos provienen de Chile. En el gráfico 3, podemos ver la composición del EBITDA de Chile. Se puede concluir que un 71% del EBITDA de Chile proviene de los supermercados. En el gráfico 4, podemos ver en cuánto porcentaje aporta cada país al EBITDA total de Cencosud S.A., concluyendo que un 58% proviene de Chile.

Gráfico 1.

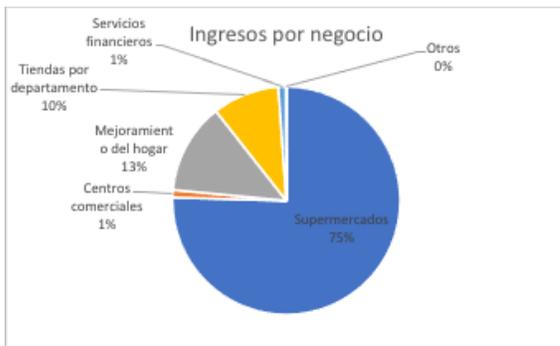


Gráfico 2.



Gráfico 3.

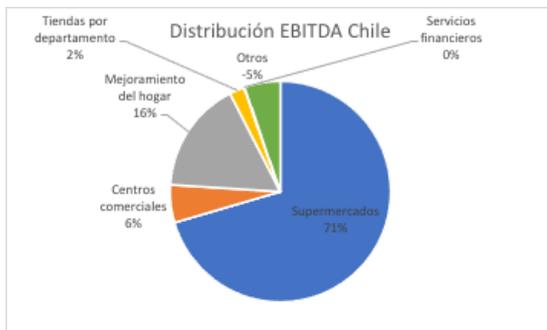


Gráfico 4.



Fuente: Elaboración propia.

2.1.2. Reseña histórica

En 1963 es la apertura del primer supermercado, Las Brisas de Temuco, en Chile. En 1970 es la apertura del primer Jumbo en Kennedy, Santiago de Chile. Luego, en 1982 Jumbo comienza su expansión internacional con la apertura de uno en Argentina. En 1988 se crea el primer mall Unicenter en Buenos Aires, Argentina. Después, en 1993 se abre el Alto las Condes y el primer Easy en Chile. En 2002 Cencosud adquiere dos cadenas de mejoramiento del hogar en Chile y Argentina. En 2003 es el lanzamiento de

servicios financieros Chile. En 2004, Cencosud S.A. se abre a la bolsa de Santiago. En el año 2007, entra en Brasil y en 2008 comienza las operaciones de retail financiero en Argentina. En 2011 realiza la primera emisión de un bono, realiza un acuerdo con un banco brasilero para el desarrollo de servicios financieros en ese país y adquiere Johnson. En 2012 se abre el mall Costanera center y Cencosud S.A. se abre a la Bolsa de Nueva York. En 2013, Cencosud cumple 50 años y se realiza un aumento de capital. En 2015, se abre el mirador Sky costanera. En 2017 Cencosud abandona la Bolsa de Nueva York.

2.1.3. Principales accionistas

La sociedad divide su patrimonio en 2.863.129.447 acciones de serie única, donde los principales accionistas al 30 de Junio del 2021 son los siguientes:

Cuadro 3. Principales accionistas Cencosud S.A.

Accionista	Participación
Inversiones Quinchamali Limitada	20,039%
Inversiones Latadia Limitada	19,239%
Inversiones Tano Limitada	11,825%
Banco Santander – JP Morgan	5,139%
Banco de Chile por cuenta de State Street	4,204%
Banco de Chile por cuenta de terceros	3,333%
Horst Paulmann Kemna	2,457%
Fondo de Pensiones Cuprum A	1,918%
Larraín Vial SA. Corredores de bolsa	1,685%
Fondo de Pensiones Provida B	1,629%
Banco de Chile por cuenta de City NA NY	1,549%
Fondo de Pensiones Cuprum B	1,540%
Otros accionistas	24,345%
Subtotal	98,902%
Acciones en cartera	1,098%
Total	100,000%

Fuente: Elaboración propia

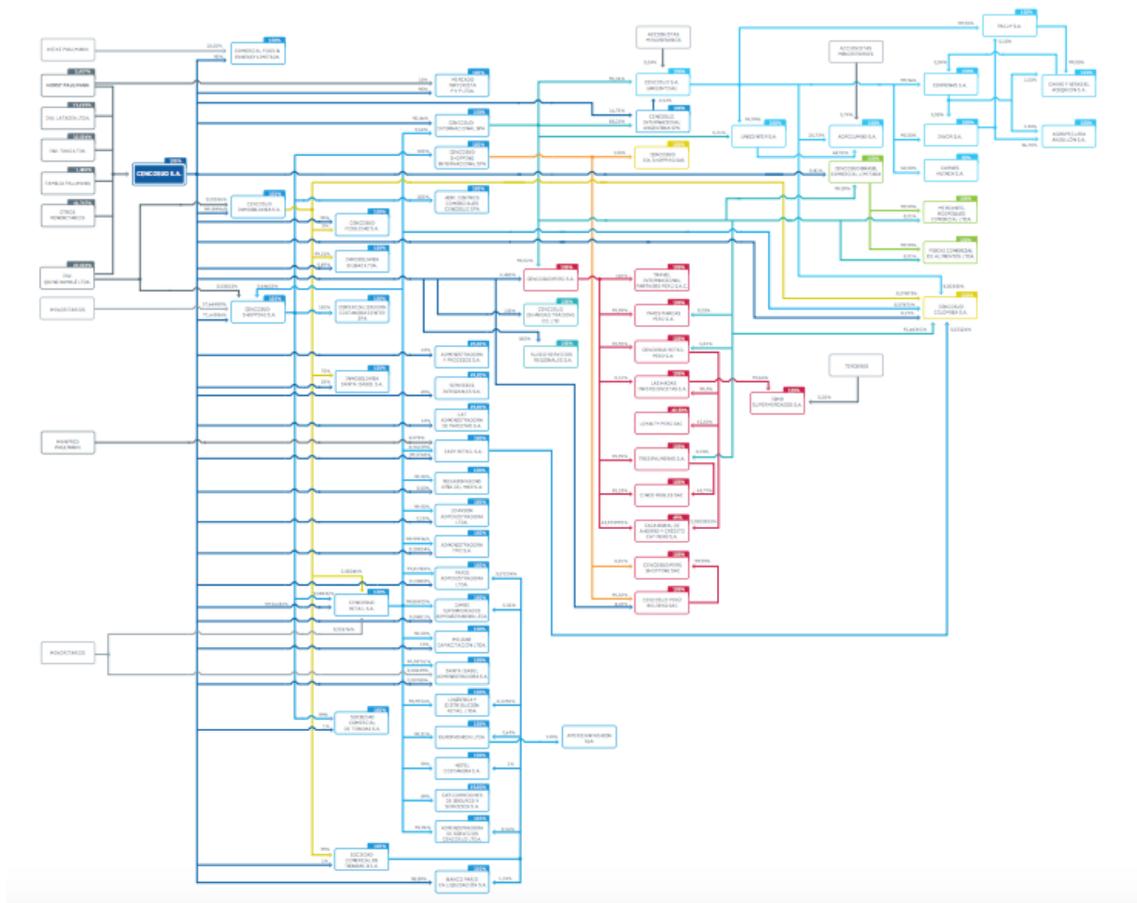
El grupo Cencosud esta controlado por la familia Paulmann de la siguiente manera:

Accionista	Participación
Inversiones Quinchamalí Limitada	20,039%
Inversiones Latadía Limitada	19,239%
Inversiones Tano Limitada	11,825%
Horst Paulmann Kemna	2,457%
Manfred Paulmann Koepfer	0,427%
Peter Paulmann Koepfer	0,529%
Heike Paulmann Koepfer	0,524%
Inversiones Alpa Limitada	0,002%
Total	55,042%

2.1.4. Filiales

La estructura de propiedad de Cencosud S.A. la podemos ver en la imagen 1, la cual esta a continuación.

Imagen 1. Estructura de Cencosud S.A.



Fuente: Memoria anual integrada Cencosud S.A.

2.2. Descripción de la industria

2.2.1. Estado actual

Como ya se dijo anteriormente, Cencosud S.A. compete en cinco áreas de negocios. Cada negocio de Cencosud es diferente, pero se aprovechan ciertos conocimientos comunes, para así generar economías de escala y/o de alcance. Esta industria, la de la venta al consumidor final (negocio de supermercados, mejoramiento del hogar y tiendas por departamento), está en una etapa de crecimiento, en la que Cencosud debe aprovechar su posición de líder y seguir vendiendo buenos productos a sus clientes.

Por otro lado, la industria financiera está en una etapa de desarrollo y madurez en la cual Cencosud debe seguir mejorando su posición. Por último, para el negocio inmobiliario (centros comerciales), Cencosud tiene una buena posición, considerando que esta industria está en etapa de madurez. Estos negocios no son relevantes para Cencosud S.A. pues para el año 2020 representaron en conjunto menos del 2% de los ingresos de Cencosud S.A. Chile.

2.2.2. Regulación y fiscalización

Cada uno de los países en el cual está presente Cencosud S.A. tiene regulaciones y normas distintas, las cuales la empresa debe cumplir. Además, existen regulaciones ambientales y de higiene que se deben respetar para poder continuar con el ejercicio. Por otro lado, Cencosud S.A. está listada en la Bolsa de Comercio de Santiago, por lo que tiene que cumplir con todas las leyes y regulaciones que impone la comisión para el mercado financiero (CMF). Siendo también fiscalizado por la fiscalía nacional económica (FNE), la cual vela por la libre competencia y para que no existan prácticas abusivas hacia los consumidores. Por último, debe cumplir las normas tributarias de cada país en el que está presente. Para el caso de Chile, esto lo ve el Servicio de Impuestos Internos (SII).

2.2.3. Empresas comparables

Al buscar empresas comparables de Cencosud S.A., encontramos en primer lugar a Almacenes Éxito, la cual compete en casi todos los negocios de Cencosud, con fuerte presencia en el retail. Estos son la venta minorista (al detalle), venta mayorista y negocio

inmobiliario. También está presente en Colombia, Uruguay y Argentina. Siendo Colombia y Argentina países en los que está presente Cencosud S.A. Al revisar los principales márgenes de esta compañía notamos que tiene márgenes parecidos a Cencosud S.A. Por ejemplo al ver el margen bruto, Éxito tiene 26% al 2021, mientras que Cencosud S.A. tiene 29,2%. En margen neto, Éxito tiene 3,5% al 2021 y Cencosud S.A. tiene 4,2%. El ROE de Cencosud S.A. es un poco más alto, siendo de 11,6% al 2021 y el de Éxito de 7,3%. Por último, la rotación de inventarios de Éxito es de 6,2x y la de Cencosud S.A. es de 7,7x.

En el siguiente cuadro vemos la información resumida de este competidor.

Antecedentes	
Ticker o Nemotécnico	ÉXITO
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de valores de Colombia
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Empresa con presencia en 3 países de Sudamérica. Compite en los negocios de comercio al detalle, electrónico y directo, mayorista, inmobiliario y negocios complementarios.
Clasificación de riesgo	AAA

La siguiente empresa comparable es Walmart México, la cual está presente en 3 de los 5 países en que está Cencosud S.A., teniendo su mayor fortaleza en los supermercados. Esta empresa compite directamente con Cencosud S.A. en los negocios de supermercados, tiendas por departamento y negocio inmobiliario (centros comerciales). Al revisar los principales márgenes de esta compañía, notamos que tiene márgenes parecidos a Cencosud S.A. Por ejemplo al ver el margen bruto, Walmex tiene 23,3% al 2021 mientras que Cencosud S.A. tiene 29,2%. En margen neto, Walmex tiene 6% al 2021 y Cencosud S.A. tiene 4,2%. El ROE de Walmex es bastante más alto, siendo de 24,9% al 2021 y el de Cencosud S.A. de 11,6%. Por último, la rotación de inventarios de Walmex es de 7,6x y la de Cencosud S.A. es de 7,7x.

A continuación se muestra un cuadro con la información resumida de Walmart.

Antecedentes	
Ticker o Nomenclatura	WALMEX
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa mexicana de valores
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Empresa con presencia en muchas partes del mundo y en 10 países de Latinoamérica. Compite en los negocios de hipermercados, tiendas mayoristas, supermercados, tiendas por departamento y negocio inmobiliario
Clasificación de riesgo	AA

Otra empresa comparable es Soriana S.A. Esta empresa está sólo en México, compite en algunos de los sectores en los que participa Cencosud. Sin embargo, se enfoca en el retail. Al revisar los principales márgenes de esta compañía notamos que tiene márgenes parecidos a Cencosud S.A. Por ejemplo al ver el margen bruto, Soriana tiene 21,9% al 2021 mientras que Cencosud S.A. tiene 29,2%. En margen neto, Soriana tiene 2,8% al 2021 y Cencosud S.A. tiene 4,2%. El ROE de Cencosud S.A. es un poco más alto, siendo de 11,6% al 2021 y el de Soriana de 6,3%. Por último, la rotación de inventarios de Soriana es de 4,3x y la de Cencosud S.A. es de 7,7x.

A continuación, se presenta una cuadro con la información resumida de Soriana S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nomenclatura	SORIANA
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de valores de México
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Empresa con presencia solo en México. Compite en los negocios de venta al por mayor, medio mayorista y minorista.
Clasificación de riesgo	AA+

La última empresa comparable es SMU S.A., la cual está presente en Chile y Perú. Estos dos países representan un 61% de los ingresos de Cencosud S.A. Compite directamente con Cencosud S.A. en el negocio de supermercados, siendo este negocio el más relevante para Cencosud S.A. Al revisar los principales márgenes de esta compañía notamos que tiene márgenes parecidos a Cencosud S.A. Por ejemplo al ver el margen bruto, SMU tiene 29,2% al 2021 mientras que Cencosud S.A. tiene los mismos 29,2%. En margen neto, SMU tiene 2,8% al 2021 y Cencosud S.A. tiene 4,2%. El ROE de Cencosud S.A. es un poco más alto, siendo de 11,6% al 2021 y el de SMU de 9,5%. Por último, la rotación de inventarios de SMU es de 8,3x y la de Cencosud S.A. es de 7,7x.

En el siguiente cuadro podemos ver la información resumida de SMU S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemoónico	SMU
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de comercio de Santiago
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Empresa con presencia en Chile y Perú. Compite en el retail, específicamente en la venta mayorista y minorista.
Clasificación de riesgo	A-

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1. Deuda financiera

En el cuadro 4 se muestra la deuda financiera de Cencosud S.A. para los años 2017-2020 y para el primer semestre del 2021 (30 de junio 2021).

Cuadro 4. Deuda financiera Cencosud S.A.

En miles de UF	2017	2018	2019	2020	2021
Deuda financiera corriente	16.286	11.080	4.544	3.028	2.825
Obligaciones con bancos	9.235	8.654	2.277	481	295
Obligaciones con público	6.954	2.380	2.267	2.547	2.530
Otros pasivos financieros - Leasing	98	46	-	-	-
Deuda financiera no corriente	99.654	112.831	109.032	81.046	80.452
Obligaciones con bancos	5.946	14.342	308	-	1
Obligaciones con público	93.060	97.885	108.724	81.046	80.451
Otros pasivos financieros - Leasing	647	604	-	-	-
Total deuda financiera	115.940	123.911	113.576	84.073	83.276

Fuente: elaboración propia

Desde diciembre del 2017 a diciembre del 2019 la deuda financiera total se vio reducida en 2,04%. Explicada por una disminución de un 72% de la deuda financiera corriente. Por otro lado, la deuda financiera total disminuyó un 26,68% de diciembre del 2019 a junio del 2021. Esto se explica porque la deuda financiera corriente cayó en un 37,84% para este período y la deuda financiera no corriente se vio reducida en un 26,21%. En particular para la deuda financiera corriente, la cuenta que más disminuyó fue “Obligaciones con bancos”, las cuales corresponden a créditos tomados con bancos e instituciones financieras. En contraposición, para la deuda financiera no corriente, la cuenta que más disminuyó fue “Obligaciones con el público”. Estas corresponden a bonos colocados en mercados de valores públicos o entre el público en general.

3.2. Patrimonio económico

En el cuadro 5 podemos ver el número total de acciones y el precio respectivo para el fin de los años 2017-2020 y junio 2021, obteniendo el patrimonio económico.

Cuadro 5. Patrimonio económico Cencosud S.A.

En miles de UF	2017	2018	2019	2020	2021
Número de acciones	2.863.129.447	2.863.129.447	2.863.129.447	2.863.129.447	2.863.129.447
Precio de la acción	\$ 1.692	\$ 1.186	\$ 942	\$ 1.242	\$ 1.461
Total patrimonio económico	180.734	123.228	95.301	122.309	140.806

Fuente: Elaboración propia

Desde diciembre del 2017 a junio del 2021, el patrimonio económico se ha visto disminuido en un 22% aproximadamente. Dado que el número de acciones se ha mantenido constante durante estos años, la disminución del patrimonio económico se debe exclusivamente a la disminución del precio de la acción. Teniendo su precio más bajo el año 2019 causado por el estallido social, vivido en octubre de 2019 en Chile, en el cual la industria del retail fue una de las más afectadas.

3.3. Valor económico de la empresa

En el cuadro 6 tenemos el valor económico de Cencosud S.A. para el fin de los años 2017-2020 y al primer semestre de 2021.

Cuadro 6. Valor económico Cencosud S.A.

En miles de UF	2017	2018	2019	2020	2021
Valor deuda financiera (B)	115.940	123.911	113.576	84.073	83.276
Patrimonio económico (P)	180.734	123.228	95.301	122.309	140.806
Valor económico de la empresa (V)	296.675	247.139	208.877	206.383	224.082

Fuente: Elaboración propia

Debido a que la deuda financiera y el patrimonio económico han caído desde el término del 2017, el valor económico de la empresa ha disminuido un 24,5%.

3.4. Estructura de capital objetivo

En el cuadro 7 se muestra la estructura de capital para el término de los años 2017-2020 y a junio 2021. Además, se calcula la estructura de capital objetivo para los próximos años.

Cuadro 7. Estructura de capital Cencosud S.A.

En %	2017	2018	2019	2020	2021	E.C. Histórica	E.C. Histórica	E.C. Objetivo
						Promedio 2017-2021	Promedio 2019-2021	Promedio proyectada
B/V	0,3908	0,5014	0,5437	0,4074	0,3716	0,4430	0,4409	0,3899
P/V	0,6092	0,4986	0,4563	0,5926	0,6284	0,5570	0,5591	0,6101
B/P	0,6415	1,0055	1,1918	0,6874	0,5914	0,8235	0,8235	0,6401

Fuente: Elaboración propia

La estructura de capital objetivo que se escogió fue la estructura de capital promedio entre el 2017, 2020 y 2021. En estos años B/P se mantuvo entre 0,59 y 0,69. Por otro lado, en los años 2018 y 2019 este ratio escaló por sobre 1. Este aumento de B/P entre los años 2018 y 2019 se debe a la fuerte caída de las ganancias de Cencosud S.A. (disminución de 56% con respecto al 2017), principalmente a la devaluación del real y el peso argentino; y el impacto del estallido social en Chile (país que representa un 50% de los ingresos totales). Por lo que, para no cambiar la estructura de capital objetivo de Cencosud S.A. por hechos externos que afectaron a esta en los años 2018 y 2019, no se tomaron en cuenta para el futuro estos dos años y sólo se usaron los años 2017, 2020 y 2021.

Por lo tanto, la estructura de capital objetivo futura es de 0,64.

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1. Costo de la deuda

En primer lugar, se escogió el bono UNICA-A emitido en dólares con una tasa cupón (K_b) de 4,658%. Para poder obtener la tasa de la deuda en UF se debe calcular mediante la paridad descubierta de tasas de interés. La cual dice:

$$\frac{1 + \pi_{esperada\ chile}}{1 + \pi_{esperada\ USA}} = \frac{1 + \text{interes CLP}}{1 + \text{interes USD}}$$

Dado que no existen forwards a 10 años o más, utilizamos la relación entre la variación de la inflación esperada de largo plazo. La inflación esperada anual de Chile es de 3,5% (debido al desajuste por la pandemia) y la de USA es de 2%. Con esta información podemos calcular la tasa de interés en pesos chilenos.

$$\frac{1,035}{1,02} = \frac{1 + \text{interes CLP}}{1 + 4,658\%}$$

$$\text{Interes CLP} = 6,19\%$$

Luego, para obtener la tasa de interés en UF, debemos aplicar la ecuación de Fisher. Para ella necesitamos la inflación esperada para los próximos diez años. El objetivo inflacionario de largo plazo del Banco Central de Chile es de 3% anual.

La ecuación de Fisher dice lo siguiente:

$$(1 + i) = (1 + \text{tasa en UF})(1 + \text{inflación})$$

Si reemplazamos los valores obtenidos para calcular el costo de la deuda, nos queda lo siguiente:

$$\text{Tasa en UF} = -1 + \frac{1 + i}{1 + \text{inflación}}$$

$$\text{Tasa en UF} = -1 + \frac{1 + 6,19\%}{1 + 3\%}$$

Tasa en UF = 3,10%

$$K_b = 3,10\%$$

4.2. Beta de la deuda

Para calcular el beta de la deuda, debemos utilizar la siguiente fórmula:

$$K_b = R_f + \beta_b * PRM$$

El premio por riesgo de mercado de Chile corresponde al promedio de la estimación por Default spread y CDS de Damodaran ajustando el PRM de USA a 5,5% (Duff and Phelps). La tasa libre de riesgo para Chile a 20 años es 1,22%, obtenida del promedio de datos mensuales para 6 meses terminando en Junio 2021.

Siendo PRM = 6,2%, Rf = 1,22% obtenemos que:

$$\beta_b = 0,303$$

Este beta representa el riesgo del bonista o del tenedor de la deuda.

4.3. Estimación del beta patrimonial

El beta patrimonial con deuda histórico se estimó por medio de una regresión con el IGPA. Se calcularon los retornos semanales para los últimos dos años de la empresa Cencosud S.A. y del IGPA. Luego, se corrió la regresión (Anexo 2) y se obtuvo lo siguiente:

$$\beta_p = 1,22$$

A este resultado se le aplicó un ajuste de Bloomberg el cual es:

$$\beta_{bloomberg} = 1,22 * \left(\frac{2}{3}\right) + \left(\frac{1}{3}\right)$$

Aplicando este ajuste queda el siguiente beta:

$$\beta_p = 1,15$$

Al comparar el beta estimado para el año 2021 con los del año 2020 y 2019, se puede determinar que la relación de Cencosud S.A. con el mercado es consistente a lo largo de los años. Se pueden ver los betas en el siguiente cuadro. (Eikon Thomson Reuters, 2021)

Cuadro 8. Estimación betas patrimoniales histórico Cencosud S.A.

Betas	
2021	1,150446794
2020	1,152041364
2019	1,209565407

Fuente: Eikon Thomson reuters

4.4. Beta patrimonial sin deuda

Para obtener el beta patrimonial sin deuda, se des apalanca con la estructura de capital (B/P) de los años 2019, 2020 y 2021 ya que esos fueron los años en que se realizó la regresión. Para des apalancar se utilizó la siguiente formula:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[1 + (1 - T_c) * \frac{B}{P} \right] - \beta_b * (1 - T_c) * \frac{B}{P}$$

La tasa impositiva es de 27% y la estructura de capital promedio desde el 2019 al 2021 fue de 0,8235. El beta patrimonial sin deuda es de:

$$1,15 = \beta_p^{s/d} * [1 + (1 - 0,27) * 0,8235] - 0,303 * (1 - 0,27) * 0,8235$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,832$$

Este beta representa el riesgo del negocio o el riesgo operacional. Además, es el riesgo que corre el accionista.

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Para obtener el beta patrimonial con deuda, con la estructura de capital objetivo de Cencosud se utiliza la misma fórmula que usamos anteriormente.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[1 + (1 - T_c) * \frac{B}{P} \right] - \beta_b * (1 - T_c) * \frac{B}{P}$$

Reemplazamos el beta sin deuda que calculamos anteriormente, la tasa impositiva de 27%, el beta de la deuda que se calculó más arriba y la estructura de capital objetivo que es 0,6401. Obteniendo lo siguiente:

$$\beta_p^{c/d} = 0,832 * [1 + (1 - 0,27) * 0,64] - 0,303 * (1 - 0,27) * 0,64$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,07$$

4.6. Costo patrimonial

El costo patrimonial se calculó mediante la siguiente fórmula:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM$$

Reemplazamos los valores que ya los tenemos y obtenemos el siguiente retorno exigido por los accionistas:

$$K_p = 0,0122 + 1,07 * 0,062$$

$$K_p = 7,91\%$$

4.7 Costo de capital

Para calcular el costo de capital, lo realizamos mediante el WACC. Esta fórmula se compone de la siguiente manera.

$$K_0 = WACC = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - T_c) * \frac{B}{V}$$

Siendo K_p y K_b los valores calculados anteriormente, la tasa impositiva de 27% y P/V , B/V la estructura de capital objetivo calculada para el futuro. El k_0 obtenido para descontar los flujos futuros es:

$$K_0 = WACC = 0,0791 * 0,6101 + 0,031 * (1 - 0,27) * 0,389$$

$$K_0 = 5,71\%$$

5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

Para analizar los ingresos de Cencosud S.A. para los años 2018, 2019 y 2020 se realizó un cuadro en la que se detallan los ingresos de la empresa por país y por negocio. En el cuadro 9 y 10 se muestran los ingresos de Cencosud S.A. al término del 2020 por rubro y país. Si se quiere ver detalladamente la importancia por país y rubro desde el 2018 al 2020 ir al anexo 5.

Cuadro 9. Relevancia por país Cencosud S.A.

País	% al 2020
Chile	50,22%
Argentina	17,51%
Colombia	8,34%
Perú	11,00%
Brasil	12,94%

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 10. Relevancia por negocio Cencosud S.A.

Negocio	% al 2020
Supermercados	75,45%
Centros comerciales	1,07%
Mejoramiento del hogar	12,87%
Tiendas por departamento	9,49%
Servicios financieros	1,08%
Otros	0,03%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede ver en los cuadros y anexo 5, notamos que Chile representa un 50,22% de los ingresos de Cencosud en el año 2020. Siendo el negocio de supermercados el más importante, aportando con un 65,88% de los ingresos de Chile para el mismo año. Esto quiere decir que el negocio de supermercados en Chile entrega el 33,68% de los ingresos totales de Cencosud S.A. El segundo y tercer negocio más relevante en temas de ingresos para Chile son tiendas por departamento y mejoramiento del hogar, con un

18,29% y 14,37% de los ingresos de Chile respectivamente. En segundo lugar, Argentina aporta un 17,51% de los ingresos de la firma para el año 2020, siendo el negocio de supermercados el más relevante en este país, seguido por mejoramiento del hogar. En tercer lugar está Brasil que aporta un 12,94% de los ingresos a Cencosud S.A., siendo el negocio de los supermercados el más relevante en este país con un 99,85% de los ingresos.

El negocio de supermercados es significativamente el más relevante para Cencosud S.A. ya que representa el 75,45% de los ingresos de la empresa. Luego, mejoramiento del hogar representa un 12,87% de los ingresos. Las tiendas por departamento aportan con un 9,49% de los ingresos de la firma. Después, servicios financieros entregan un 1,08% de los ingresos de Cencosud S.A. Los centros comerciales representan un 1,07% de los ingresos. En último lugar, otros negocios aportan con el 0,03% de los ingresos para el año 2020.

Para evaluar el crecimiento de la empresa, realizamos un cuadro en que nos muestra cuánto crecieron los ingresos para el año 2019 y 2020 con respecto al 2018. Para cada país y negocio en el que participa Cencosud S.A.

Cuadro 11. Crecimiento de los ingresos Cencosud S.A.

Países y rubros donde opera	Ingresos 2018 (en M UF)	Ingresos 2019 (en M UF)	Ingresos 2020 (en M UF)
Chile	100,00%	97,01%	105,30%
Supermercados	100,00%	98,68%	113,35%
Centros comerciales	100,00%	98,13%	44,35%
Mejoramiento del hogar	100,00%	100,94%	128,78%
Tiendas por departamento	100,00%	90,54%	81,88%
Otros	100,00%	110,96%	30,68%
Argentina	100,00%	83,26%	82,26%
Supermercados	100,00%	83,70%	89,92%
Centros comerciales	100,00%	69,96%	23,49%
Mejoramiento del hogar	100,00%	83,39%	79,90%
Servicios financieros	100,00%	84,56%	57,37%
Otros	100,00%	91,74%	61,65%
Colombia	100,00%	99,60%	97,63%
Supermercados	100,00%	98,48%	96,95%
Centros comerciales	100,00%	96,18%	72,22%
Mejoramiento del hogar	100,00%	103,34%	101,83%
Servicios financieros	100,00%	197,15%	159,76%
Otros	100,00%	74,07%	66,18%
Perú	100,00%	98,37%	103,99%
Supermercados	100,00%	104,49%	123,47%
Centros comerciales	100,00%	110,22%	63,52%
Tiendas por departamento	100,00%	107,98%	30,86%
Servicios financieros	100,00%	17,91%	0,00%
Otros	100,00%	831,07%	752,43%
Brasil	100,00%	98,69%	90,84%
Supermercados	100,00%	98,64%	90,92%
Servicios financieros	100,00%	118,01%	58,02%
Total	100,00%	94,74%	97,72%

Fuente: Elaboración propia

Para el año 2019, los ingresos de los 5 países en que participa Cencosud S.A. vieron reducidos sus ingresos en hasta un 18% para el caso de Argentina. Teniendo una reducción total del 6%. En el año 2020, la empresa logró recuperar terreno para algunos países como Chile y Perú. Sin embargo, en Argentina, Brasil y Colombia sus ingresos siguieron a la baja. En total, los ingresos del año 2020 representan un 97,72% de los ingresos del año 2018.

5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

En el siguiente cuadro podemos ver los costos de venta por área de negocio desde el año 2017 hasta junio del 2021.

Cuadro 12. Costo de venta por negocio Cencosud S.A.

Negocio en M UF	Costo de ventas 2017	Costo de ventas 2018	Costo de ventas 2019	Costo de ventas 2020	Costo de ventas 2021
Supermercados	208.668	188.893	183.246	194.456	92.610
Centros comerciales	1.240	1.007	728	1.051	445
Mejoramiento del hogar	33.540	28.884	26.724	28.950	15.674
Tiendas por departamento	31.421	30.550	28.492	25.306	13.081
Servicios financieros	3.465	3.881	2.280	1.259	380
Total	278.334	253.160	241.470	251.022	122.190

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 13. Costo de venta como % de los ingresos por negocio Cencosud S.A.

Negocio en M UF	2017	2018	2019	2020	2021
Supermercados	70,88%	71,55%	72,01%	76,17%	70,91%
Centros comerciales	29,71%	26,89%	20,19%	29,05%	24,04%
Mejoramiento del hogar	66,77%	64,12%	61,55%	66,46%	70,34%
Tiendas por departamento	84,81%	91,95%	88,97%	78,77%	79,59%
Servicios financieros	81,94%	102,35%	62,39%	34,33%	20,25%
Total	71,35%	72,37%	71,62%	74,21%	70,61%

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 14. Costo de las ventas como % del costo por negocio Cencosud S.A.

Negocio en M UF	% al 2017	% al 2018	% al 2019	% al 2020	% al 2021
Supermercados	74,97%	74,60%	75,89%	78,25%	75,79%
Centros comerciales	0,45%	0,40%	0,30%	0,42%	0,36%
Mejoramiento del hogar	12,05%	11,41%	11,07%	11,65%	12,83%
Tiendas por departamento	11,29%	12,06%	11,80%	10,18%	10,71%
Servicios financieros	1,25%	1,53%	0,94%	-0,51%	0,31%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia

Como podemos ver, el negocio de supermercados es el que más aporta a los costos. En promedio supermercados representa al 75,75% de los costos de venta de Cencosud S.A. Por otro lado, los costos de venta totales se vieron reducidos en casi un 10% entre 2017 y 2020. Sin embargo, al 2020 el porcentaje de los costos sobre los ingresos aumentó un 3% aproximadamente.

En el cuadro 15 podemos ver la importancia de cada cuenta de los gastos de administración y ventas.

Cuadro 15. Relevancia de los GAV para cada año Cencosud S.A.

Gastos de administración y ventas en M UF	% Gastos				
Costo mercaderías vendidas	68,81%	69,81%	70,01%	74,89%	73,38%
Otros costos de ventas	5,46%	5,62%	5,00%	4,79%	4,26%
Gastos de personal	14,71%	14,79%	13,94%	13,38%	11,76%
Depreciaciones amortizaciones	2,41%	2,32%	3,49%	4,08%	2,75%
Costos de distribución	0,30%	0,36%	0,35%	0,74%	0,95%
Otros gastos, por función	1,80%	1,78%	1,62%	1,11%	1,17%
Limpieza	0,73%	0,71%	0,69%	0,73%	0,68%
Seguridad y vigilancia	0,63%	0,62%	0,64%	0,64%	0,57%
Manterimiento	0,81%	0,79%	0,18%	0,69%	0,69%
Honorarios profesionales	0,76%	0,80%	0,81%	0,94%	1,02%
Bolsas para clientes	0,16%	0,13%	0,06%	0,03%	0,02%
Comision Tarjetas de crédito	0,91%	0,90%	0,22%	0,98%	0,95%
Arriendos	2,00%	2,12%	0,34%	0,38%	0,39%
Consumos, gastos básicos y Otros	0,51%	0,46%	0,47%	0,28%	0,38%
Argentina Economía hiperinflacionaria		3,16%	3,68%	3,20%	1,61%
Argentina Conversión de Moneda		-4,38%	-2,83%	-4,81%	-0,59%

Fuente: Elaboración propia

Las tres cuentas más importantes del gasto de administración y ventas son: Costo mercaderías vendidas (71,38% en promedio), luego gastos de personal (13,72% en promedio) y, en tercer lugar, otros costos de ventas (5,03% en promedio).

5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

En el cuadro 16 se muestra el resultado no operacional desde diciembre 2017 a junio 2021.

Cuadro 16. Resultado no operacional Cencosud S.A.

Resultado no operacional en M UF	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos financieros	556	474	691	684	- 41
Costos financieros	- 11.089	- 8.598	- 9.965	- 9.114	- 2.397
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	745	713	533	135	215
Diferencias de cambio	3.202	- 2.910	- 1.735	- 2.645	- 526
Resultados por unidades de reajuste	- 392	- 1.670	- 3.095	- 2.517	- 1.711
Total	- 6.978	- 11.992	- 13.569	- 13.456	- 4.461

Fuente: Elaboración propia

Es importante destacar que el resultado no operacional es siempre negativo, teniendo su peor resultado el año 2019. Desde diciembre 2017 a diciembre 2020 esta cuenta ha disminuido en un 92,83% haciéndose más negativa. En el anexo 5 podemos ver qué porcentaje es cada cuenta del resultado no operacional de los ingresos. En promedio, el resultado no operacional representa un 3,16% de los ingresos.

En el siguiente cuadro, podemos ver al detalle cada cuenta del resultado no operacional.

Cuadro 17. Detalle resultado no operacional Cencosud S.A.

Resultado financiero en M UF	2017	2018	2019	2020	2021
Otros ingresos financieros por inversión	556	474	1.096	1.157	181
Argentina Economía hiperinflacionaria y Conversión de Moneda			- 405	- 472	- 222
Ingresos financieros	556	474	691	684	- 41
Gastos per préstamos bancarios y otros	- 3.567	- 3.710	- 3.756	- 3.465	- 698
Gastos por bonos	- 6.579	- 4.885	- 4.934	- 4.254	- 1.722
Interés contrato de Arriendo IFRS16			- 1.345	- 1.651	- 701
Gastos (Ingreso) por valoración derivados financieros	- 944	- 645	- 859	- 1.010	- 119
Argentina Economía hiperinflacionaria y Conversión de Moneda		643	929	1.267	843
Gastos financieros	- 11.089	- 8.598	- 9.965	- 9.114	- 2.397
Resultados por unidades de reajuste deuda Chile	- 391	- 557	- 802	- 981	- 802
Resultados por unidades de reajuste Brasil	- 16	- 15	- 13	- 10	- 7
Argentina Economía hiperinflacionaria y Conversión de Moneda	16	- 1.098	- 2.279	- 1.525	- 902
Resultados por unidades de reajuste bonos Chile	- 392	- 1.670	- 3.095	- 2.517	- 1.711
Deuda financiera bancos Argentina	19	- 4	- 74	- 517	- 10
Deuda con el público bonos y bancos Chile	3.174	- 2.925	- 1.662	- 2.529	- 495
Deuda financiera Brasil		45	26	- 7	
Deuda financiera Perú		5	5	17	- 44
Activos y deuda financiera Colombia	8	- 6	- 1	- 8	13
Argentina Economía hiperinflacionaria y Conversión de Moneda		- 24	- 28	398	9
Diferencias de cambio	3.202	- 2.910	- 1.735	- 2.645	- 526
Total	- 7.723	- 12.705	- 14.103	- 13.590	- 4.676

Fuente: Elaboración propia.

Como podemos ver, todas las cuentas son permanentes desde el año 2017 menos las cuentas de “Argentina economía hiperinflacionaria y conversión de moneda” que son permanentes desde el 2018 o 2019 y la cuenta de “Interés contrato de arriendo IFRS16”, que es permanente desde el 2019.

5.4. Análisis de márgenes de la empresa

En el cuadro 18 se pueden ver el margen bruto, margen operacional, EBITDA, EBT y margen neto desde diciembre 2017 hasta junio 2021. El cuadro 19, nos muestra en porcentaje de los ingresos cada margen. Y en el cuadro 20, se ve el comportamiento de cada uno de los márgenes con respecto al año 2017.

Cuadro 18. Márgenes Cencosud S.A.

Márgenes en MM UF	2017	2018	2019	2020	2021
Bruto	112	100	94	91	50
Operacional	31	22	25	20	14
EBITDA	39	22	27	30	20
EBT	24	10	12	7	10
Neto	16	7	5	2	6

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 19. % del margen con respecto a los ingresos

Márgenes en MM UF	2017	2018	2019	2020	2021
Bruto	28,67%	28,62%	27,97%	26,88%	28,87%
Operacional	7,89%	6,31%	7,47%	6,04%	8,35%
EBITDA	10,07%	6,31%	8,01%	8,88%	11,84%
EBT	6,11%	2,89%	3,45%	2,06%	5,78%
Neto	4,21%	1,98%	1,62%	0,66%	3,39%

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 20. Crecimiento márgenes Cencosud S.A.

Margenes en MM UF	2017	2018	2019	2020	2021
Bruto	100,00%	89,51%	84,33%	81,30%	44,67%
Operacional	100,00%	71,72%	81,84%	66,31%	46,95%
EBITDA	100,00%	56,24%	68,82%	76,48%	52,17%
EBT	100,00%	42,39%	48,85%	29,25%	41,97%
Neto	100,00%	42,10%	33,25%	13,61%	35,71%

Fuente: Elaboración propia

Al ver el cuadro 19, notamos que el margen bruto representa en promedio el 28,2% de los ingresos de Cencosud S.A. El margen operacional representa en promedio el 7,21% de los ingresos. Luego, el EBITDA representa en promedio el 9,02% de los ingresos. Las ganancias antes de impuesto representan en promedio el 4,06% y el margen neto representa en promedio el 2,37% de los ingresos.

Al analizar el cuadro 20, podemos concluir que con los años los márgenes de Cencosud S.A. se han visto reducidos con respecto al año 2017. El margen bruto disminuyó casi un 20% desde el 2017 hasta el 2020. El margen neto se ha visto reducido casi en un 90% desde el año 2017 al 2020.

Por otro lado, se puede extraer de la memoria del año 2020 que de los ingresos de Cencosud S.A. un 50% de estos proviene de Chile, un 18% de Argentina, un 13% de Brasil, un 11% de Perú y un 11% de Colombia. Al evaluar el EBITDA por país, nos percatamos que un 60% proviene de Chile, un 16% de Argentina, un 10% de Perú, un 9% de Brasil y un 5% de Colombia.

5.5. Análisis de los activos de la empresa

5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

En el cuadro 21 tenemos todos los activos de Cencosud S.A. con sus montos respectivos en miles de UF. Además, especifica si la cuenta es operacional o no operacional.

Cuadro 21. Tipos de activos Cencosud S.A.

Tipo de activos (En M UF)	Al 30 Jun 2021	Operacional	No operacional
ACTIVOS CORRIENTES	93.871		
<i>Efectivo y equivalentes al efectivo</i>	23.062	x	
<i>Otros activos financieros corrientes</i>	17.082		x
<i>Otros activos no financieros corrientes</i>	729	x	
<i>Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes</i>	16.790	x	
<i>Cuentas por cobrar a entidades relacionadas</i>	464		x
<i>Inventarios corrientes</i>	33.690	x	
<i>Activos por impuestos corrientes</i>	2.053	x	
ACTIVOS NO CORRIENTES	265.382		
<i>Otros activos financieros no corrientes</i>	4.512		x
<i>Otros activos no financieros no corrientes</i>	683	x	
<i>Cuentas comerciales por cobrar otras cuentas por cobrar no corrientes</i>	24	x	
<i>Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación</i>	10.078		x
<i>Activos intangibles distintos de la plusvalía</i>	10.100	x	
<i>Plusvalía</i>	34.275	x	
<i>Propiedades, planta y equipo</i>	95.420	x	
<i>Propiedad de inversión</i>	97.774	x	
<i>Activos por impuestos corrientes, no corrientes</i>	2.850	x	
<i>Activos por impuestos diferidos</i>	9.665		x
Total	359.252		

Fuente: Elaboración propia

Los únicos activos que no son operacionales son “otros activos financieros corrientes y no corrientes”, “Cuentas por cobrar a entidades relacionadas” y “Activos por impuestos diferidos”. Esto se debe a que los activos financieros no tienen nada que ver con la operación de Cencosud S.A. que puede ser relacionada con supermercados, tiendas por departamento, etc.

5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

En el siguiente cuadro se muestra el cálculo del capital de trabajo operacional neto (CTON).

Cuadro 22. CTON Cencosud S.A.

En M UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	Jun-21 ¹
Activos operacionales:	86.324	73.471	99.647	72.794	73.543
<i>Efectivo y equivalentes al efectivo</i>	9.478	8.048	37.710	23.458	23.062
<i>Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes</i>	35.781	24.800	22.894	18.268	16.790
<i>Inventarios corrientes</i>	41.065	40.623	39.043	31.068	33.690
Pasivos operacionales:	72.410	69.390	70.947	71.510	67.169
<i>Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar</i>	72.410	69.390	70.947	71.510	67.169
CTON	13.914	4.081	28.699	1.285	6.374
Ingresos operacionales	390.213	349.927	337.274	338.356	173.094
RCTON (en %)	3,57%	1,17%	8,51%	0,38%	3,68%

Fuente: Elaboración propia

El CTON se puede calcular con la resta de activos operacionales corrientes menos pasivos operacionales corrientes. Esto sirve para ver si la empresa es capaz de cubrir sus pasivos operacionales con sólo los activos operacionales que tiene Cencosud S.A. Los activos operacionales se componen por las cuentas por cobrar corrientes, el inventario corriente y el efectivo. Por otro lado, los pasivos operacionales se componen por las cuentas por pagar corrientes. Quedando así un capital de trabajo operacional neto promedio para el período entre 2017 y 2021 de \$10.871.

El RCTON es el CTON sobre los ingresos operacionales lo que nos entrega un porcentaje. Esto nos demuestra que el CTON es positivo para todos los años siendo relativamente constante entorno al 3%. Excepto para el año 2019 en el que el efectivo aumentó muchísimo y con esto los activos operacionales, llegando a tener un RCTON de 8,5%. El RCTON vuelve a niveles normales a junio del 2021 con 3,7%.

5.5.3. Inversiones

En el cuadro 23 tenemos la información acerca de las inversiones de Cencosud S.A. desde diciembre 2017 a junio 2021.

Cuadro 23. Inversiones Cencosud S.A.

En M UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Compras de propiedad, planta y equipos	7.157	6.358	5.404	1.712	1.612
Compras de activos intangibles	1.659	950	583	362	219
Total inversiones	8.816	7.308	5.987	2.074	1.831
Ingresos operacionales	390.213	349.927	337.274	338.356	173.094
<i>% inversiones sobre los ingresos</i>	<i>2,26%</i>	<i>2,09%</i>	<i>1,78%</i>	<i>0,61%</i>	<i>1,06%</i>
Depreciación y amortización	9.033	7.784	11.224	12.852	4.324
<i>% dep. y amor. sobre inversiones</i>	<i>102,45%</i>	<i>106,53%</i>	<i>187,47%</i>	<i>619,68%</i>	<i>236,13%</i>

Fuente: Elaboración propia

Desde el 2017 al 2020 el total de inversiones ha disminuido un 76,47% causado por la disminución en las compras de propiedad, planta y equipo. Además, las compras en activos intangibles se han visto reducidas. El porcentaje de inversiones sobre los ingresos operacionales se ha visto disminuido principalmente por la disminución de inversiones realizadas por Cencosud S.A. El porcentaje de depreciación y amortización sobre inversiones, aumentó notoriamente (llegando a un 619,68%) en 2020 debido a una gran caída de las inversiones y a un aumento de la depreciación y amortización. Esto significa que Cencosud S.A. invierte sólo en reposición y está disminuyendo sus activos fijos, no invierte en propiedades, planta y equipo ni en activos intangibles, sólo un poco menos para mantener su uso (inversión en reposición).

5.6. Análisis de crecimiento de la industria

En la imagen 2, podemos ver las proyecciones de la industria del retail para Chile. (Euromonitor, 2021)



Siendo los negocios pertenecientes a la industria del retail (supermercados, mejoramiento del hogar y tiendas por departamento) los que más aportan a los resultados de Cencosud S.A., también utilizamos las proyecciones para Chile, ya que nuestro país representa el 58% del EBITDA y el 50% de los ingresos del 2020. Podemos

ver en la imagen 2, que se proyecta un crecimiento constante de las ventas para esta industria durante los próximos 5 años.

Desde el año 2017 al 2020 Cencosud S.A. tenía ingresos en promedio de 10.000.000 millones, lo cual representaba entre un 25% y un 30% de las ventas del retail en Chile.

En la imagen 3, podemos ver el rendimiento de las ventas del retail año a año y proyectado al futuro.

Imagen 3. Proyección del rendimiento de las ventas

Sales Performance of Retailing in Chile

% Y-O-Y Retail Value RSP excl Sales Tax Growth 2006-2025

-4.1%



Fuente: Euromonitor

Por otro lado, los factores claves a considerar a la hora de evaluar el crecimiento de la industria del retail son tanto factores macroeconómicos como factores micro. Estos varían muchísimo. Algunos ejemplos serían, la inflación esperada, el crecimiento de la economía, el valor del dólar, la incertidumbre y las expectativas a futuro, el nivel de consumo y ahorro de las familias, las políticas públicas, etc.

Cada una de estas variables afecta en diferente medida. Además son muy volátiles por lo que son difíciles de medir.

6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

6.1. Ingresos operacionales proyectados

Para poder proyectar los ingresos operacionales de Cencosud S.A. se usaron las proyecciones de la industria que provee Euromonitor¹, ajustadas por la inflación de cada país excepto para Chile. De este portal, se utilizó la proyección para los años 2021 al 2025 para diferentes negocios de la industria del retail. El año 2026 se asume igual al 2025. En primer lugar, para el negocio de los supermercados, se proyectó en base a las estimaciones de Euromonitor para el “negocio de supermercados” para los cuatro países (Argentina, Colombia, Perú y Brasil). Luego para el negocio de centros comerciales, se utilizó la información de la industria del retail, para todos los países, excepto Chile (por separado) y Argentina. Para el negocio de mejoramiento del hogar, se proyectaron los resultados en base a las predicciones de la industria de retailers especialistas en casa y jardín para todos los países menos Argentina y Chile (por separado). Para el negocio de tiendas por departamento, se extrajo la información de la misma industria para todos los países, menos Argentina y Chile. Por último, para el negocio financiero, se calculó el crecimiento promedio de los últimos tres años y se proyectó hacia el futuro. Los ingresos provenientes de otros negocios se eliminaron ya que eran insignificantes. El caso de Argentina es distinto, ya que dada la situación socio-económica del país, las proyecciones de los negocios de centros comerciales y mejoramiento del hogar se estimaron mediante el promedio del crecimiento de los últimos tres años. En el caso de Chile, se proyectó para todos los negocios una reducción para el año 2021 de 1% y un crecimiento constante de 0,5% hasta el año 2025. El año 2026 se asume igual al 2025. Si se quiere ver el desglose por unidad de negocio y país, ver anexo 7.

En el cuadro 24 se puede observar los ingresos operacionales totales de Cencosud proyectados hasta el 2026.

1

<https://www.portal.euromonitor.com/portal/magazine/index/?PageTypeId=1&MenuCode=RT&PageId=36&ImageUrl=%2Ficons%2FIndustries%2Findustry-icons-Retailing.png&Title=Retailing>

Cuadro 24. Ingresos operacionales proyectados de Cencosud S.A.

En miles UF	S2-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Operacionales	169.112	338.014	334.884	332.482	330.326	330.326
Total	169.112	338.014	334.884	332.482	330.326	330.326

Fuente: Elaboración propia

6.2. Costos operacionales proyectados

Para estimar los costos futuros de Cencosud, se calculó el costo de cada unidad de negocio sobre los ingresos de cada unidad de negocio. Para el caso de supermercados, se sumaron los costos de esta unidad de negocios para cada país y se dividió en los ingresos generados por supermercados. Se realizó este proceso para cada unidad de negocio. Este ratio se calculó para 2018, 2019 y 2020. Para así obtener el promedio de los últimos tres años de los costos por negocio sobre ingresos. Importante que el promedio esta dividido por negocio y no país. Por lo que después, se proyectó cada costo por país y negocio en base al promedio de cada unidad de negocio. Si se quiere ver el desglose por país y unidad de negocio, ver anexo 8.

En el cuadro 25 se pueden ver los costos operacionales de Cencosud proyectados hasta el año 2026.

Cuadro 25. Costos operacionales proyectados de Cencosud S.A.

En miles UF	S2-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Operacionales	126.277	246.679	244.655	243.094	241.643	241.643
Total	126.277	246.679	244.655	243.094	241.643	241.643

Fuente: Elaboración propia

Para los gastos de administración y ventas (GAV), se calculó el porcentaje promedio para el 2018, 2019 y 2020 para cada cuenta de los GAV sobre los ingresos. Para ver el desglose de cada cuenta de los GAV y su proyección, ver anexo 9. Para la depreciación y amortización se calculó el promedio de esta cuenta sobre los ingresos de los años 2018, 2019 y 2020.

En el cuadro 26 observamos los gastos de administración y ventas, la depreciación y amortización de Cencosud proyectados hasta el año 2026.

Cuadro 26. Gastos de administración y ventas proyectados de Cencosud S.A.

En miles UF	S2-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
GAV	32.485	64.930	64.328	63.867	63.453	63.453
Depreciación y amortización	5.271	10.535	10.438	10.363	10.296	10.296
Total	37.756	75.465	74.766	74.230	73.749	73.749

Fuente: Elaboración propia

6.3. Resultado no operacional proyectado

Para calcular el resultado no operacional para el futuro, se calculó el promedio para los años 2018, 2019 y 2020 para el porcentaje de cada cuenta sobre los ingresos. Luego, el promedio se multiplicó por el ingreso proyectado para cada año. De esta forma, se estimó cada cuenta que compone el resultado no operacional para el futuro. Para ver el desglose del resultado no operacional y su proyección, ver anexo 10.

En el cuadro 27 encontramos el resultado no operacional de Cencosud proyectado hasta el año 2026.

Cuadro 27. Resultado no operacional proyectado de Cencosud S.A.

En miles UF	S2-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
R. no operacional	6.441	12.875	12.756	12.664	12.582	12.582
Total	6.441	12.875	12.756	12.664	12.582	12.582

Fuente: Elaboración propia

Para calcular el resultado financiero de la empresa, se obtuvo el ratio promedio de los años 2018, 2019 y 2020, de cada cuenta (resultado financiero) sobre los ingresos de la empresa. Para proyectarlos a futuro, se pondera el ratio promedio por el ingreso estimado de cada año.

En el cuadro 28 se puede ver el resultado financiero de Cencosud proyectado hasta el año 2026.

Cuadro 28. Resultado financiero proyectado de Cencosud S.A.

Resultado financiero en M UF	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos financieros	306	612	606	602	598	598
Gastos financieros	- 4.569	- 9.132	- 9.048	- 8.983	- 8.924	- 8.924
Resultados por unidades de reajuste bonos Chile	- 1.206	- 2.410	- 2.387	- 2.370	- 2.355	- 2.355
Diferencias de cambio	- 1.199	- 2.397	- 2.375	- 2.358	- 2.343	- 2.343
Total	- 6.668	- 13.327	- 13.204	- 13.109	- 13.024	- 13.024

Fuente: Elaboración propia

6.4. Impuesto corporativo proyectado

Para calcular el resultado antes de impuesto, se debe tener los ingresos operacionales menos los costos operacionales. Con eso se obtiene el margen bruto. Luego, se restan los gastos de administración y ventas para obtener el EBITDA. Después, se resta la depreciación y amortización, obteniendo el EBIT. Por último, se suma el resultado no operacional quedando así el resultado antes de impuesto (EBT). Para calcular el impuesto, se asumió que el impuesto es del 27% (caso base de Chile) para los próximos cinco años. El segundo semestre del 2021 la empresa tiene pérdidas de 1.362 mil UF. En el año 2022, en el cual tiene ganancias, se restan las pérdidas del año anterior al impuesto a pagar (las pérdidas funcionan como crédito fiscal).

En el cuadro 29 se puede ver el resultado antes de impuesto y el impuesto a pagar de Cencosud proyectado hasta el 2026.

Cuadro 29. Resultado antes de impuesto de Cencosud S.A.

En miles UF	S2-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Resultado antes de impuestos	- 1.362	2.995	2.707	2.494	2.352	2.352
Impuestos		- 441	- 731	- 673	- 635	- 635
Total	- 1.362	2.554	1.976	1.821	1.717	1.717

Fuente: Elaboración propia

Para poder analizar los resultados proyectados, se calculó el porcentaje que representa cada margen sobre los ingresos de cada año.

En el cuadro 30 podemos ver cada margen.

Cuadro 30. Márgenes de Cencosud S.A.

Márgenes	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Resultado bruto	25,33%	27,02%	26,94%	26,89%	26,85%	26,85%
EBITDA	6,12%	7,81%	7,73%	7,68%	7,64%	7,64%
EBIT	3,00%	4,70%	4,62%	4,56%	4,52%	4,52%
Resultado antes de impuestos	-0,81%	0,89%	0,81%	0,75%	0,71%	0,71%
Resultado neto	-0,81%	0,76%	0,59%	0,55%	0,52%	0,52%

Fuente: Elaboración propia

Se puede concluir, que los costos operacionales representan en promedio un 75% aproximado de los ingresos operacionales. Los GAV representan aproximadamente un

20% de los ingresos operacionales en promedio. La depreciación y amortización representa aproximadamente un 3% de los ingresos operacionales en promedio. El resultado no operacional representa en promedio aproximadamente un 3% de los ingresos operacionales y el impuesto representa aproximadamente un 0,2% de los ingresos operacionales en promedio.

6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

En el cuadro 31 se encuentra el estado de resultados de Cencosud S.A. proyectado hasta el año 2026. Este EERR se basa en todos los supuestos utilizados anteriormente para ir proyectando cada una de las cuentas (ingresos operacionales, costos operacionales, gastos de administración y ventas, depreciación, amortización y resultado no operacional).

Cuadro 31. Estados de resultados de Cencosud S.A.

EERR M UF	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingresos ordinarios	169.112	342.206	338.014	334.884	332.482	330.326	330.326
Costo de venta	- 126.277	- 249.391	- 246.679	- 244.655	- 243.094	- 241.643	- 241.643
Resultado bruto	42.835	92.815	91.335	90.229	89.389	88.682	88.682
Costos de distribución	- 771	- 1.561	- 1.542	- 1.527	- 1.516	- 1.507	- 1.507
Gastos de administración	- 29.297	- 59.284	- 58.558	- 58.016	- 57.599	- 57.226	- 57.226
Otros gastos por función	- 2.417	- 4.890	- 4.830	- 4.786	- 4.751	- 4.720	- 4.720
EBITDA	10.350	27.080	26.405	25.900	25.521	25.230	25.230
Depreciación y Amortización	- 5.271	- 10.666	- 10.535	- 10.438	- 10.363	- 10.296	- 10.296
EBIT	5.079	16.414	15.870	15.462	15.158	14.934	14.934
Ingresos financieros	306	619	612	606	602	598	598
Costos financieros	- 4.569	- 9.245	- 9.132	- 9.048	- 8.983	- 8.924	- 8.924
Participación en asociadas	226	458	453	448	445	442	442
Diferencias de cambio	- 1.199	- 2.427	- 2.397	- 2.375	- 2.358	- 2.343	- 2.343
Resultado por UF	- 1.206	- 2.440	- 2.410	- 2.387	- 2.370	- 2.355	- 2.355
Resultado antes de impuestos	- 1.362	3.379	2.995	2.707	2.494	2.352	2.352
Impuesto a las ganancias		- 912	- 441	- 731	- 673	- 635	- 635
Resultado neto	- 1.362	2.467	2.554	1.976	1.821	1.717	1.717

Fuente: Elaboración propia

Es interesante que la proyección para la segunda mitad del año 2021 obtendrá pérdidas. Esto se puede deber a las consecuencias del covid-19 y a que los ingresos son proyectados por año, mientras que todo lo demás está en base a los ingresos. Sin embargo, estas cuentas son un promedio de los años 2018, 2019 y 2020 por lo que eso

puede ser parte de la causa de este resultado negativo para el segundo semestre del 2021. Si observamos los resultados proyectados del 2021, Cencosud S.A. obtiene ganancias.

6.5.1 Supuestos utilizados

Los supuestos utilizados para los ingresos, como ya se mencionó fueron extraídos del portal de Euromonitor, en específico de la industria del retail. En esta industria existen proyecciones para los cinco países en que Cencosud S.A. está presente. Además, existen proyecciones del crecimiento de las ventas para diferentes negocios de esta industria, como lo son tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y supermercados. Para el caso de Argentina, se calculó el crecimiento de las ventas de cada negocio para los últimos tres años y para el caso de Chile se disminuyeron las ventas para el año 2021 en un 1% y se proyectó un crecimiento de las ventas del 0,5% anual para el futuro.

Por otro lado, para todos los costos, y otras cuentas que no son ingresos, se obtuvo el ratio de la cuenta sobre los ingresos para los años 2018, 2019, 2020 y se utilizó un promedio. En base a este promedio, se proyectaron estas cuentas respecto a los ingresos estimados para los próximos cinco años.

Importante destacar que no se consideraron las proyecciones de ventas de e-commerce para los ingresos, dado que todavía son mínimas. Por ende, son insignificantes en los ingresos operacionales.

6.6. Estado de resultados proyectado porcentual

En el cuadro 32 se puede ver el estado de resultados como porcentaje de los ingresos de cada año de Cencosud proyectado hasta el año 2026.

Cuadro 32. Estado de resultados como % de los ingresos de Cencosud S.A.

EERR/ Ingresos	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingresos ordinarios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de venta	-72,88%	-72,98%	-73,06%	-73,11%	-73,15%	-73,15%
Resultado bruto	27,12%	27,02%	26,94%	26,89%	26,85%	26,85%
Costos de distribución	-0,46%	-0,46%	-0,46%	-0,46%	-0,46%	-0,46%
Gastos de administración	-17,32%	-17,32%	-17,32%	-17,32%	-17,32%	-17,32%
Otros gastos por función	-1,43%	-1,43%	-1,43%	-1,43%	-1,43%	-1,43%
EBITDA	7,91%	7,81%	7,73%	7,68%	7,64%	7,64%
Depreciación y Amortización	-3,12%	-3,12%	-3,12%	-3,12%	-3,12%	-3,12%
EBIT	4,80%	4,70%	4,62%	4,56%	4,52%	4,52%
Ingresos financieros	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%
Costos financieros	-2,70%	-2,70%	-2,70%	-2,70%	-2,70%	-2,70%
Participación en asociadas	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Diferencias de cambio	-0,71%	-0,71%	-0,71%	-0,71%	-0,71%	-0,71%
Resultado por UF	-0,71%	-0,71%	-0,71%	-0,71%	-0,71%	-0,71%
Resultado antes de impuestos	0,99%	0,89%	0,81%	0,75%	0,71%	0,71%
Impuesto a las ganancias	-0,27%	-0,13%	-0,22%	-0,20%	-0,19%	-0,19%
Resultado neto	0,72%	0,76%	0,59%	0,55%	0,52%	0,52%

Fuente: Elaboración propia

7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

7.1. Inversión en reposición

La inversión en reposición se proyectó para los próximos cinco años como igual a la depreciación y amortización.

En el siguiente cuadro, se pueden ver los montos de inversión en reposición para Cencosud hasta el año 2026.

Cuadro 33. Inversión en reposición de Cencosud S.A.

En M UF	S2-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Depreciación y amortización	5.271	10.535	10.438	10.363	10.296	10.296
Total	5.271	10.535	10.438	10.363	10.296	10.296

Fuente: Elaboración propia

7.2. Nuevas inversiones de capital

Para las nuevas inversiones en capital, se asumieron cero debido a que la depreciación y amortización de los años 2018, 2019 y 2020 ha sido mayor que la inversión en propiedades, planta, equipo y activos intangibles. Por lo que, Cencosud S.A. está desembolsando menos de lo que se está depreciando.

El cuadro 34 muestra el CAPEX de Cencosud para cada año hasta el 2026.

Cuadro 34. CAPEX de Cencosud S.A.

En M UF	S2-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
CAPEX	-	-	-	-	-	-
Total	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia

7.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

Para calcular la inversión en capital de trabajo operativo neto, primero se obtuvo el RCTON promedio de los años 2018, 2019 y 2020. Una vez con ese dato, se ponderó por

los ingresos operacionales proyectados hasta el 2025. Obteniendo así la inversión en capital de trabajo proyectada.

En el cuadro 35, se puede ver el CTON de Cencosud S.A. proyectado para los próximos cinco años.

Cuadro 35. CTON de Cencosud S.A.

En M UF	S2-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Cambio en CTON	-	-	-	-	-	-
Total	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia

Para calcular el CTON proyectado se restan los ingresos operacionales proyectados del año siguiente menos el actual. Ejemplo, el CTON para el año 2021 se calculó de la siguiente manera:

$$RCTON \text{ promedio} * (\text{Ingresos operacionales } 22 - \text{Ingresos operacionales } 21)$$

El CTON obtenido corresponde a los recursos necesarios para mantener la actividad operacional adecuada. Cuando el CTON es negativo significa que tenemos un déficit, lo cual implica que Cencosud S.A. debe desembolsar recursos para mantener la operación.

Debido a que los ingresos operacionales disminuyen año a año, no se necesita desembolsar recursos para mantener la actividad. Esto implica que el CTON proyectado es positivo. Para valorar Cencosud S.A., se toma una postura conservadora y nunca se devuelve dinero, sólo se invierte o es cero.

Por otro lado, el déficit de capital de trabajo para el año 2021 (lo que falta para cumplir con lo proyectado, ya que la valoración se realizó al 30 de junio del 2021) se muestra más adelante en el punto 8.2.

7.4. Flujos de caja libre proyectados

Una vez realizados todos los ajustes después del flujo de caja bruto, se llega al flujo de caja libre. En el cuadro 36, se puede ver en mayor detalle cada cuenta desde el resultado neto hasta llegar al flujo de caja libre, proyectado para Cencosud hasta el año 2026.

Cuadro 36. Flujo de caja libre de Cencosud S.A.

En M UF	S2-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Resultado neto	- 1.362	2.554	1.976	1.821	1.717	1.717
Depreciación y amortización	- 5.271	- 10.535	- 10.438	- 10.363	- 10.296	- 10.296
Ingresos financieros	223	446	442	439	436	436
Costos financieros	- 3.335	- 6.666	- 6.605	- 6.557	- 6.515	- 6.515
Participación en las ganancias (pér)	165	330	327	325	323	323
Diferencias de cambio	- 1.199	- 2.397	- 2.375	- 2.358	- 2.343	- 2.343
Resultado por UF	- 1.206	- 2.410	- 2.387	- 2.370	- 2.355	- 2.355
Flujo de caja Bruto	9.260	23.786	23.011	22.705	22.466	22.466
Inversión de reposición	- 5.271	- 10.535	- 10.438	- 10.363	- 10.296	- 10.296
CAPEX						
Inversión (liberación) de CTON						
Flujos de caja libre	3.989	13.251	12.573	12.342	12.170	12.170

Fuente: Elaboración propia

7.5. Valor terminal

Para obtener el valor terminal de Cencosud, se asumió que el flujo de caja bruto era el mismo desde 2027 en adelante. Se utilizó el mismo supuesto para inversión en reposición. Sin embargo, la inversión en CTON se asume cero.

En el cuadro 37, se puede ver de manera más simple el valor terminal de Cencosud S.A.

Cuadro 37. Valor terminal de Cencosud S.A.

En M UF	
Flujo de caja Bruto	\$ 22.466
Inversión de reposición	-\$ 10.296
CAPEX	\$ -
Inversión (liberación) de CTON	\$ -
Flujos de caja libre	\$ 12.170
Valor terminal	\$ 213.127

Fuente: Elaboración propia

8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Para calcular el valor presente de los flujos de caja libre de Cencosud S.A. se descontó el flujo de caja libre de cada período proyectado con la tasa del costo de capital (k_0 o WACC obtenido anteriormente). Luego, al tener el flujo de caja libre de cada período traído al 30 de junio del 2021, hay que sumarlos y así se obtiene el flujo de caja libre proyectado a valor presente. Este valor es de 212.658 mil UF.

Como se puede ver en el cuadro 38, se proyectan los flujos de caja libres a valor presente, con el valor terminal, para Cencosud hasta el año 2026.

Cuadro 38. Valor presente del FCL de Cencosud S.A.

En M UF	S2-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Flujos de cajas libre	3.989	13.251	12.573	12.342	12.170	12.170
Valor terminal						213.127
Valor presente FCL	3.880	12.192	10.944	10.162	9.479	166.002

Fuente: Elaboración propia

8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Para calcular el déficit de capital de trabajo operativo neto, se utilizó el RCTON promedio de Cencosud. Luego se obtuvo el CTON proyectado para todo el 2021 por lo que se tuvo que deducir de lo que ya había tenido. De esta forma, se obtuvo el capital de trabajo operativo neto solo para el segundo semestre del 2021.

En el cuadro 39 se puede ver el déficit de capital de trabajo operativo neto de Cencosud S.A.

Cuadro 39. Déficit CTON de Cencosud S.A.

En M UF	jun-21
Ingresos operacionales	342.206
RCTON promedio	3,35%
CTON proyectado	11.470
CTON real	6.374
Deficit CTON	5.096

Fuente: Elaboración propia

8.3. Activos prescindibles y otros activos

Se utilizó la información del cuadro 21, para ver cuáles eran los activos prescindibles, los cuales eran activos financieros corrientes, no corrientes e inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación. Los montos de estos y la suma total de los activos prescindibles se pueden ver en el siguiente cuadro.

Cuadro 40. Activos prescindibles de Cencosud S.A.

En M UF	jun-21
Otros activos financieros corrientes	\$ 17.082
Otros activos financieros no corrientes	\$ 4.512
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	\$ 10.078
Activos mantenidos para la venta	\$ 31.672

Fuente: Elaboración propia

8.4. Valorización económica de la empresa

Utilizando el método de flujos de caja descontados, se realizó una valoración económica del precio de la acción de Cencosud S.A. Esta fue realizada al 30 de junio del 2021.

En el cuadro 41 se puede ver en mayor detalle la valoración económica de Cencosud.

Cuadro 41. Valoración económica de Cencosud S.A.

Al 30 de junio de 2021	
Valor presente FCL (en M UF)	\$ 212.658
Exceso (déficit) CTON (en M UF)	-\$ 5.096
Activos prescindibles u otros activos (en M UF)	\$ 31.672
Valor total de activos (en M UF)	\$ 239.235
Deuda financiera (en M UF)	-\$ 83.276
Patrimonio económico (en M UF)	\$ 155.958
Número de acciones	2.863.129.447
Precio acción proyectado (en UF)	\$ 0,054
Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)	\$ 1.618,33
Precio acción real en CLP	\$ 1.461,10
Diferencia de precios (en %)	10,76%

Fuente: Elaboración propia

El precio de la acción estimado al 30 de junio de 2021, en pesos chilenos para Cencosud S.A. basado en las proyecciones realizadas a lo largo de este trabajo, es de \$1.618,33 pesos. El precio de cierre de la acción el día 30 de junio del 2021 fue de \$1.461,10. Esto da una diferencia de \$157,23 pesos, equivalente a una subvaloración por parte del mercado, con magnitud de 10,76%.

Esta diferencia en el valor estimado y el valor observado en el mercado se debe, en un porcentaje alto, al castigo que le dan los accionistas de la compañía a la presencia de Horst Paulmann en el directorio y como presidente de este. Los accionistas castigan el precio debido a la edad y salud del empresario. Lo que genera incertidumbre en el rumbo de la compañía. Por otro lado, el precio de la acción está castigado debido a la inestabilidad política generada por una crisis socio-económica sin precedentes en el país. Todo el tema de las elecciones presidenciales que se acercan (diciembre 2021) y la convención constitucional, la cuál tiene una izquierda refundacional muy representada en esta. En último lugar, los efectos de la pandemia, las expectativas de la recuperación del empleo y crecimiento están afectando el mercado bursátil y en especial a Cencosud S.A. que obtiene un porcentaje significativo de sus ingresos por el retail y, sin duda esta industria ha sido una de las más afectadas.

En la imagen 4 se puede apreciar la evolución del precio de la acción durante un año para Cencosud S.A.



Fuente: *investors.cencosud*

8.5. Análisis de sensibilidad

Para realizar el análisis de sensibilidad de Cencosud S.A. se consideraron dos variables críticas a la hora de calcular el precio de la acción. La primera variable en cuestión es el flujo de caja libre ya que esto se puede ver afectado por muchas razones. La más directamente relevante sería un cambio en los ingresos de la compañía, pero también se puede ver afectado por un cambio en cualquier cuenta del estado de resultados (costos, GAV, impuestos, etc.). El flujo de caja libre es súper relevante a la hora de calcular el precio de la acción, ya que son estos flujos los que se descuentan para poder llegar a un valor. En otras palabras, si el flujo de caja libre varía entre más o menos 2% esto impacta directamente el valor de la acción. La segunda variable en cuestión es la tasa de descuento (k_0 o WACC). Esta se puede ver afectada por muchas razones, como por ejemplo la tasa libre de riesgo, la inflación, incertidumbre, crecimiento, deuda, etc. A nivel global, esta variable está muy volátil dado el contexto global. En otras palabras, si la tasa de descuento varía entre más o menos 0,5% el precio de la acción de Cencosud S.A. también se ve afectado.

En el cuadro 42 se puede ver el precio estimado de Cencosud S.A. ante un cambio en el flujo de caja libre y de un cambio en la tasa de descuento.

Cuadro 42. Valoración económica de Cencosud S.A.

FCL/WACC	-0,5%	0%	0,5%
-2%	\$ 1.721	\$ 1.568	\$ 1.439
-1%	\$ 1.745	\$ 1.590	\$ 1.460
0%	\$ 1.769	\$ 1.618	\$ 1.481
1%	\$ 1.792	\$ 1.634	\$ 1.502
2%	\$ 1.816	\$ 1.656	\$ 1.522

Fuente: Elaboración propia

Del cuadro 42 es posible concluir que si disminuimos el flujo de caja libre en un 2% (efecto negativo en el valor de la acción) y aumentamos el WACC en un 0,5% (efecto negativo en el precio), es posible llegar el precio real en que se trazo el 30 de junio. A medida que aumentamos el flujo de caja libre y vamos disminuyendo la tasa de descuento, el valor de la acción estimada va subiendo hasta llegar a \$1.816 pesos. Este

precio se da cuando aumentamos el flujo de caja libre en un 2% y disminuimos la tasa de descuento en un 0,5%.

Si sólo aumentamos el flujo de caja libre en 2% y mantenemos constante la tasa de descuento, el precio de la acción asciende a \$1.656 pesos. Por el contrario, si mantenemos constante el flujo de caja libre y disminuimos la tasa de descuento, el valor de la acción llega a \$1.769 pesos. Esto indica que un aumento de 2% en el flujo de caja libre tiene un impacto menor que una disminución del 0,5% de la tasa de descuento. Por el otro lado, si disminuimos el flujo de caja libre en 2% y mantenemos constante la tasa de descuento, el precio de la acción desciende a \$1.568, por debajo del valor estimado de \$1.618 pesos. Ahora, si se mantiene constante el flujo de caja libre y se aumenta la tasa de descuento en un 0,5%, el precio de la acción llega a \$1.481 pesos lo que es menor al precio estimado. Esto implica que un aumento porcentual en la tasa de descuento tiene un impacto mayor en el precio estimado que una disminución porcentual del flujo de caja libre.

9. Conclusiones

A lo largo de este informe, en el cual se realizó una valoración de la empresa Cencosud S.A. al 30 de junio de 2021 mediante el método de flujo de caja descontado. Se hizo un análisis profundo de la empresa y la industria. Cencosud S.A. opera en cinco países, los cuales son Chile, Argentina, Colombia, Perú y Brasil. La empresa compete en cinco rubros. Supermercados, tiendas por departamento, centros comerciales, mejoramiento del hogar y negocios financieros. El enfoque de Cencosud S.A. se puede resumir dentro del rubro del retail.

Luego, se procedió a definir la estructura de capital actual de la compañía para poder definir una estructura de capital objetivo a futuro. Para definir la estructura de capital objetivo futura, se utilizó la estructura de capital de los años 2017, 2020 y 2021 debido a que en 2018 y 2019 se escapó de los niveles normales por variables exógenas, que respondían más a factores externos de la economía y sociedad. Quedando la estructura de capital objetivo proyectada en 0,64.

En el punto 5, se obtuvo el costo de capital (k_0 o WACC), para el cual se utilizó el premio por riesgo de mercado de Chile correspondiente al promedio de la estimación por Default spread y CDS de Damodaran ajustando el PRM de USA a 5,5% (Duff and Phelps) siendo el PRM de 6,2%. La tasa libre de riesgo para Chile a 20 años es de 1,22%, obtenida del promedio de datos mensuales para 6 meses terminando en junio 2021. Con esto el costo de capital promedio ponderado fue de 5,71%.

Con toda esta información, se procedió a analizar los negocios en profundidad para poder tener proyecciones futuras creíbles y lo más reales posibles. En primer lugar, se proyectaron los ingresos operacionales de Cencosud S.A. con tasas de crecimiento obtenidas de Euromonitor. Luego, para la mayoría de las siguientes cuentas, se pronosticaron en base al ratio promedio de esta cuenta sobre los ingresos operacionales. Manteniendo así una proporción razonable. Para obtener el estado de resultados proyectado, se completó cada una de las cuentas en base a lo proyectado. Obteniendo pérdidas para el segundo semestre del 2021 e ingresos para los próximos años.

Porcentualmente, Cencosud S.A. tiene un resultado neto aproximado de un 0,7% de los ingresos operacionales.

Luego, con el estado de resultados proyectado, se procedió a proyectar el flujo de caja libre para poder valorar a la compañía. Al revertir todas las cuentas futuras estimadas, se obtuvo que Cencosud S.A. tiene un flujo de caja libre de UF M 3.989 para el segundo semestre del 2021 y sobre las UF M 12.000 para los próximos años. Con un valor terminal de UF M 213.127. Con toda esta información, procedimos a estimar el precio de la acción de Cencosud S.A. llegando a un valor del patrimonio económico de UF M 155.958 lo cual nos da un valor estimado del precio de la acción al 30 de junio del 2021 de \$1.618,33 pesos.

Al cierre del mercado el 30 de junio del 2021, la acción de Cencosud S.A. transó a \$1.461,10. Esto significa que existe una diferencia de un 10,76% entre el precio estimado por método de flujo de caja descontado y el precio de mercado. El mercado está castigando a Cencosud S.A. debido a la presencia de Horst Paulmann y otros factores tales como la pandemia, la guerra en Ucrania, etc.

Si es que no existiera este castigo por parte del mercado, la estrategia correcta sería comprar la acción. Esperar que llegue al valor fundamental y luego vender. Obteniendo así una rentabilidad de 10%.

Anexos

1)

Anexo 1. Bonos Cencosud S.A.

Serie	Nominal	Unidad	Tasa efectiva	Plazo final	Intereses	Amortización
BJUMB-B1	\$ 243.002,0000	UF	6,9%	01-09-26	SEMESTRALES	SEMESTRALES
BJUMB-B2	\$ 1.215.012,0000	UF	6,9%	01-09-26	SEMESTRALES	SEMESTRALES
BCENC-F	\$ 4.500.000,0000	UF	4,3%	07-05-28	SEMESTRALES	AL FINAL
BCENC-J	\$ 2.863.637,0000	UF	5,7%	15-10-29	SEMESTRALES	SEMESTRALES
BCENC-N	\$ 4.500.000,0000	UF	5,0%	38-05-2030	SEMESTRALES	SEMESTRALES
BCENC-P	\$ 52.000.000,0000	CHS	5,4%	07-11-22	SEMESTRALES	SEMESTRALES
BCENC-R	\$ 5.000.000,0000	UF	3,4%	07-11-41	SEMESTRALES	AL FINAL
UNICA-A	\$ 524.346.000,0000	USD	5,3%	12-02-25	SEMESTRALES	AL FINAL
UNICA-A	\$ 350.000.000,0000	USD	6,7%	12-02-45	SEMESTRALES	AL FINAL
UNICA-A	\$ 974.789.000,0000	USD	4,9%	17-07-27	SEMESTRALES	AL FINAL
BCSSA-A	\$ 7.000.000,0000	UF	1,9%	25-04-29	SEMESTRALES	AL FINAL
BCSSA-B	\$ 3.000.000,0000	UF	2,3%	30-04-44	SEMESTRALES	AL FINAL
BCSSA-C	\$ 3.000.000,0000	UF	0,6%	01-02-29	SEMESTRALES	AL FINAL
BCSSA-E	\$ 6.000.000,0000	UF	1,1%	01-03-45	SEMESTRALES	AL FINAL

Fuente: Estados financieros de Cencosud S.A.

2)

Anexo 2. Regresión Cencosud S.A. vs IGPA 2021

Resumen	2021							
Estadísticas de la regresión								
Coefficiente de correlación múltiple	0,770747115							
Coefficiente de determinación R^2	0,594051115							
R^2 ajustado	0,590071224							
Error típico	0,041458022							
Observaciones	104							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>			
Regresión	1	0,256548689	0,256548689	149,2631609	1,09369E-21			
Residuos	102	0,175314298	0,001718768					
Total	103	0,431862987						
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,004426639	0,004065995	1,08869767	0,278852861	-0,003638242	0,01249152	-0,003638242	0,01249152
Variable X 1	1,225670191	0,10032226	12,21733035	1,09369E-21	1,026681464	1,424658918	1,026681464	1,424658918

3)

Anexo 3. Regresión Cencosud S.A. vs IGPA 2020

Resumen	2020							
Estadísticas de la regresión								
Coefficiente de correlación múltiple	0,730959588							
Coefficiente de determinación R^2	0,534301919							
R^2 ajustado	0,529736252							
Error típico	0,042473361							
Observaciones	104							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>			
Regresión	1	0,211113362	0,211113362	117,0260261	1,26602E-18			
Residuos	102	0,184006615	0,001803986					
Total	103	0,395119977						
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,004022303	0,004168178	0,96500259	0,336825888	-0,004245259	0,012289864	-0,004245259	0,012289864
Variable X 1	1,228062045	0,113521751	10,81785682	1,26602E-18	1,002892191	1,4532319	1,002892191	1,4532319

4)

Anexo 4. Regresión Cencosud S.A. vs IGPA 2019

Resumen	2019							
Estadísticas de la regresión								
Coefficiente de correlación múltiple	0,588983121							
Coefficiente de determinación R^2	0,346901116							
R^2 ajustado	0,340434791							
Error típico	0,031209951							
Observaciones	103							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>			
Regresión	1	0,052255778	0,052255778	53,64733215	5,99E-11			
Residuos	101	0,098380168	0,000974061					
Total	102	0,150635946						
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,002750854	0,003092517	-0,889519491	0,375837749	-0,008885576	0,003383868	-0,008885576	0,003383868
Variable X 1	1,31434811	0,179447057	7,324433913	5,99E-11	0,95837342	1,670322801	0,95837342	1,670322801

5)

Anexo 5. Importancia por país y rubro Cencosud S.A.

Países y rubros donde opera	% al 2020	% al 2019	% al 2018
Chile	50,217%	47,719%	46,602%
Supermercados	65,88%	62,26%	61,20%
Centros comerciales	1,41%	3,39%	3,35%
Mejoramiento del hogar	14,37%	12,23%	11,75%
Tiendas por departamento	18,29%	21,95%	23,52%
Servicios financieros	0,00%	0,00%	0,00%
Otros	0,04%	0,17%	0,15%
Argentina	17,511%	18,280%	20,800%
Supermercados	65,20%	59,97%	59,65%
Centros comerciales	0,90%	2,65%	3,15%
Mejoramiento del hogar	28,19%	29,07%	29,03%
Tiendas por departamento	0,00%	0,00%	0,00%
Servicios financieros	5,58%	8,13%	8,01%
Otros	0,12%	0,18%	0,16%
Colombia	8,336%	8,771%	8,343%
Perú	10,997%	10,730%	10,334%
Brasil	12,940%	14,500%	13,920%
Supermercados	99,85%	99,72%	99,77%
Centros comerciales	0,00%	0,00%	0,00%
Mejoramiento del hogar	0,00%	0,00%	0,00%
Tiendas por departamento	0,00%	0,00%	0,00%
Servicios financieros	0,15%	0,28%	0,23%
Otros	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Elaboración propia

6)

Anexo 6. Resultado no operacional sobre ingresos

Resultado no operacional/ Ingresos	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos financieros	0,14%	0,14%	0,21%	0,20%	0,02%
Costos financieros	2,84%	2,46%	2,95%	2,69%	1,39%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,19%	0,20%	0,16%	0,04%	0,12%
Diferencias de cambio	0,82%	0,83%	0,51%	0,78%	0,30%
Resultados por unidades de reajuste	0,10%	0,48%	0,92%	0,74%	0,99%
Total	1,79%	3,43%	4,02%	3,98%	2,58%

7)

Anexo 7. Ingresos operacionales proyectados por segmento y país

Países y rubros donde opera	Ingresos 2020 (en M UF)	Ingresos 2021 (en M UF)	Ingresos 2022 (en M UF)	Ingresos 2023 (en M UF)	Ingresos 2024 (en M UF)	Ingresos 2025 (en M UF)	Ingresos 2026 (en M UF)
Chile	\$ 173.657	\$ 171.847	\$ 172.706	\$ 173.570	\$ 174.438	\$ 175.310	\$ 175.310
Supermercados	\$ 114.407	\$ 113.263	\$ 113.829	\$ 114.399	\$ 114.971	\$ 115.545	\$ 115.545
Centros comerciales	\$ 2.452	\$ 2.427	\$ 2.439	\$ 2.451	\$ 2.464	\$ 2.476	\$ 2.476
Mejoramiento del hogar	\$ 24.963	\$ 24.713	\$ 24.837	\$ 24.961	\$ 25.086	\$ 25.211	\$ 25.211
Tiendas por departamento	\$ 31.761	\$ 31.443	\$ 31.601	\$ 31.759	\$ 31.917	\$ 32.077	\$ 32.077
Servicios financieros	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros	\$ 75						
Argentina	\$ 60.555	\$ 57.040	\$ 50.226	\$ 44.283	\$ 39.090	\$ 34.544	\$ 34.544
Supermercados	\$ 39.482	\$ 39.482	\$ 35.534	\$ 31.981	\$ 28.783	\$ 25.904	\$ 25.904
Centros comerciales	\$ 545	\$ 376	\$ 259	\$ 179	\$ 123	\$ 85	\$ 85
Mejoramiento del hogar	\$ 17.072	\$ 14.341	\$ 12.046	\$ 10.119	\$ 8.500	\$ 7.140	\$ 7.140
Tiendas por departamento	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Servicios financieros	\$ 3.382	\$ 2.841	\$ 2.386	\$ 2.004	\$ 1.684	\$ 1.414	\$ 1.414
Otros	\$ 74	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Colombia	\$ 28.826	\$ 29.616	\$ 30.210	\$ 30.794	\$ 31.336	\$ 31.818	\$ 31.818
Supermercados	\$ 25.910	\$ 26.402	\$ 26.851	\$ 27.227	\$ 27.553	\$ 27.829	\$ 27.829
Centros comerciales	\$ 227	\$ 246	\$ 262	\$ 276	\$ 287	\$ 296	\$ 296
Mejoramiento del hogar	\$ 2.482	\$ 2.602	\$ 2.651	\$ 2.747	\$ 2.832	\$ 2.883	\$ 2.883
Tiendas por departamento	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Servicios financieros	\$ 300	\$ 366	\$ 446	\$ 545	\$ 664	\$ 811	\$ 811
Otros	-\$ 93	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Perú	\$ 38.029	\$ 38.702	\$ 39.299	\$ 39.718	\$ 39.944	\$ 39.697	\$ 39.697
Supermercados	\$ 36.425	\$ 36.862	\$ 37.157	\$ 37.305	\$ 37.343	\$ 36.969	\$ 36.969
Centros comerciales	\$ 476	\$ 526	\$ 570	\$ 609	\$ 643	\$ 672	\$ 672
Mejoramiento del hogar	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Tiendas por departamento	\$ 1.074	\$ 1.314	\$ 1.572	\$ 1.803	\$ 1.958	\$ 2.056	\$ 2.056
Servicios financieros	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros	\$ 55	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Brasil	\$ 44.750	\$ 45.001	\$ 45.573	\$ 46.520	\$ 47.676	\$ 48.957	\$ 48.957
Supermercados	\$ 44.684	\$ 44.952	\$ 45.536	\$ 46.492	\$ 47.655	\$ 48.941	\$ 48.941
Centros comerciales	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Mejoramiento del hogar	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Tiendas por departamento	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Servicios financieros	\$ 66	\$ 49	\$ 37	\$ 28	\$ 21	\$ 16	\$ 16
Otros	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total	\$ 345.817	\$ 342.206	\$ 338.014	\$ 334.884	\$ 332.482	\$ 330.326	\$ 330.326

8)

Anexo 8. Costos operacionales proyectados por segmento y país

Países y rubros donde opera	Costos 2021 (en M UF)	costos 2022 (en M UF)	Costos 2023 (en M UF)	Costos 2024 (en M UF)	Costos 2025 (en M UF)	Costos 2026 (en M UF)
Chile	-\$ 125.341	-\$ 125.968	-\$ 126.598	-\$ 127.231	-\$ 127.867	-\$ 127.867
Supermercados	-\$ 85.230	-\$ 85.656	-\$ 86.085	-\$ 86.515	-\$ 86.948	-\$ 86.948
Centros comerciales	-\$ 393	-\$ 395	-\$ 397	-\$ 399	-\$ 401	-\$ 401
Mejoramiento del hogar	-\$ 16.384	-\$ 16.465	-\$ 16.548	-\$ 16.631	-\$ 16.714	-\$ 16.714
Tiendas por departamento	-\$ 23.334	-\$ 23.450	-\$ 23.568	-\$ 23.686	-\$ 23.804	-\$ 23.804
Servicios financieros	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Argentina	-\$ 39.727	-\$ 35.144	-\$ 31.119	-\$ 27.580	-\$ 24.464	-\$ 24.464
Supermercados	-\$ 29.710	-\$ 26.739	-\$ 24.065	-\$ 21.659	-\$ 19.493	-\$ 19.493
Centros comerciales	-\$ 61	-\$ 42	-\$ 29	-\$ 20	-\$ 14	-\$ 14
Mejoramiento del hogar	-\$ 9.507	-\$ 7.986	-\$ 6.708	-\$ 5.635	-\$ 4.733	-\$ 4.733
Tiendas por departamento	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Servicios financieros	-\$ 449	-\$ 377	-\$ 317	-\$ 266	-\$ 224	-\$ 224
Colombia	-\$ 21.690	-\$ 22.076	-\$ 22.440	-\$ 22.763	-\$ 23.028	-\$ 23.028
Supermercados	-\$ 19.867	-\$ 20.205	-\$ 20.488	-\$ 20.734	-\$ 20.941	-\$ 20.941
Centros comerciales	-\$ 40	-\$ 42	-\$ 45	-\$ 46	-\$ 48	-\$ 48
Mejoramiento del hogar	-\$ 1.725	-\$ 1.758	-\$ 1.821	-\$ 1.877	-\$ 1.911	-\$ 1.911
Tiendas por departamento	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Servicios financieros	-\$ 58	-\$ 71	-\$ 86	-\$ 105	-\$ 128	-\$ 128
Perú	-\$ 28.799	-\$ 29.219	-\$ 29.509	-\$ 29.657	-\$ 29.454	-\$ 29.454
Supermercados	-\$ 27.738	-\$ 27.960	-\$ 28.072	-\$ 28.100	-\$ 27.819	-\$ 27.819
Centros comerciales	-\$ 85	-\$ 92	-\$ 99	-\$ 104	-\$ 109	-\$ 109
Mejoramiento del hogar	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Tiendas por departamento	-\$ 975	-\$ 1.166	-\$ 1.338	-\$ 1.453	-\$ 1.526	-\$ 1.526
Servicios financieros	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Brasil	-\$ 33.834	-\$ 34.272	-\$ 34.990	-\$ 35.863	-\$ 36.831	-\$ 36.831
Supermercados	-\$ 33.826	-\$ 34.266	-\$ 34.985	-\$ 35.860	-\$ 36.828	-\$ 36.828
Centros comerciales	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Mejoramiento del hogar	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Tiendas por departamento	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Servicios financieros	-\$ 7,82	-\$ 5,86	-\$ 4,40	-\$ 3,30	-\$ 2,47	-\$ 2,47
Total	-\$ 249.391	-\$ 246.679	-\$ 244.655	-\$ 243.094	-\$ 241.643	-\$ 241.643

9)

Anexo 9. Gastos de administración y ventas proyectados

Gastos de administración y ventas en M UF	GAV 2021 (en M UF)	GAV 2022 (en M UF)	GAV 2023 (en M UF)	GAV 2024 (en M UF)	GAV 2025 (en M UF)	GAV 2026 (en M UF)
Gastos de personal	\$ 22.517	\$ 45.007	\$ 44.590	\$ 44.270	\$ 43.983	\$ 43.983
Costos de distribución	\$ 771	\$ 1.542	\$ 1.527	\$ 1.516	\$ 1.507	\$ 1.507
Otros gastos, por función	\$ 2.417	\$ 4.830	\$ 4.786	\$ 4.751	\$ 4.720	\$ 4.720
Limpieza	\$ 1.138	\$ 2.275	\$ 2.253	\$ 2.237	\$ 2.223	\$ 2.223
Seguridad y vigilancia	\$ 1.020	\$ 2.039	\$ 2.020	\$ 2.005	\$ 1.992	\$ 1.992
Mantenimiento	\$ 890	\$ 1.778	\$ 1.761	\$ 1.749	\$ 1.738	\$ 1.738
Honorarios profesionales	\$ 1.365	\$ 2.729	\$ 2.704	\$ 2.684	\$ 2.667	\$ 2.667
Bolsas para clientes	\$ 119	\$ 238	\$ 236	\$ 234	\$ 233	\$ 233
Comision Tarjetas de crédito	\$ 1.121	\$ 2.240	\$ 2.219	\$ 2.203	\$ 2.189	\$ 2.189
Arriendos	\$ 1.524	\$ 3.046	\$ 3.018	\$ 2.996	\$ 2.977	\$ 2.977
Consumos, gastos básicos y Otros	\$ 648	\$ 1.294	\$ 1.282	\$ 1.273	\$ 1.265	\$ 1.265
Argentina Economía hiperinflacionaria	\$ 5.371	\$ 10.735	\$ 10.635	\$ 10.559	\$ 10.491	\$ 10.491
Argentina Conversión de Moneda	-\$ 6.415	-\$ 12.823	-\$ 12.704	-\$ 12.613	-\$ 12.531	-\$ 12.531
Total	\$ 32.485	\$ 64.930	\$ 64.328	\$ 63.867	\$ 63.453	\$ 63.453

10)

Anexo 10. Resultado no operacional proyectado

Resultado no operacional en M UF	S2-21	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos financieros	\$ 306	\$ 612	\$ 606	\$ 602	\$ 598	\$ 598
Costos financieros	-\$ 4.569	-\$ 9.132	-\$ 9.048	-\$ 8.983	-\$ 8.924	-\$ 8.924
Participación en las ganancias (perdidas)	\$ 226	\$ 453	\$ 448	\$ 445	\$ 442	\$ 442
Diferencias de cambio	-\$ 1.199	-\$ 2.397	-\$ 2.375	-\$ 2.358	-\$ 2.343	-\$ 2.343
Resultados por unidades de reajuste	-\$ 1.206	-\$ 2.410	-\$ 2.387	-\$ 2.370	-\$ 2.355	-\$ 2.355
Total	-\$ 6.441	-\$ 12.875	-\$ 12.756	-\$ 12.664	-\$ 12.582	-\$ 12.582

Bibliografía

Cencosud S.A. (2021). *Memoria anual integrada*. Santiago.

Cencosud S.A. (2018). *Estados financieros*. Santiago.

Cencosud SA. (2021). *Estados financieros*. Santiago.

Cencosud S.A. (2020). *Estados financieros*. Santiago.

Euromonitor. (Agosto de 2021). *Euromonitor*. Obtenido de Euromonitor:
<https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/tab>