



VALORACIÓN CENCOSUD S.A.

MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (FDC)

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Johann Vega Sandoval

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín

Santiago, Junio 2015

Agradecimientos:

A mi familia fuente de apoyo constante e incondicional en toda mi vida, y por las constantes motivaciones que me ayudaron en este difícil y a su vez feliz gran paso en mi carrera profesional, como es la consecución de este magíster.

Tabla de contenido

RESUMEN EJECUTIVO.....	4
METODOLOGÍA.....	5
1 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	6
1.1 DESCRIPCIÓN DE CENCOSUD S.A.	6
1.1.1 <i>Filiales</i>	7
1.1.2 <i>Principales Accionistas</i>	9
1.2 DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA Y REGULACIÓN	10
1.1.3 <i>Empresa comparable</i>	12
2 TASA DE COSTO DE CAPITAL “K₀”.....	14
2.1 DESCRIPCIÓN DE FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	14
2.2 ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	14
2.3 DEUDA FINANCIERA	16
2.4 PATRIMONIO ECONÓMICO.....	17
2.5 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	17
2.6 COSTO PATRIMONIAL DE CENCOSUD S.A.....	18
2.7 COSTO DE CAPITAL DE CENCOSUD S.A	22
3 VALORACIÓN POR FLUJO DE CAJAS DESCONTADOS.....	24
3.1 ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	24
3.2 COSTOS DE OPERACIÓN.....	26
3.3 ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES	29
3.4 ANÁLISIS DE ACTIVOS	31
3.5 PROYECCIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	35
3.5.1 <i>Ingresos</i>	35
3.5.2 <i>Costos de Operación</i>	36
3.5.3 <i>Resultado No Operacional</i>	37
3.5.4 <i>Ganancia Antes de Impuesto</i>	38
3.5.5 <i>Estado de Resultados Proyectado</i>	39
3.5.6 <i>Flujo de Caja Libre</i>	40
3.5.7 <i>Inversión en Capital de Trabajo</i>	41
3.5.8 <i>Flujo de Caja Libre</i>	41
3.6 VALORACIÓN ECONÓMICA DE CENCOSUD S.A Y PRECIO DE ACCIÓN	43
CONCLUSIÓN	45
BIBLIOGRAFÍA.....	46
ANEXOS.....	47

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo del presente estudio es realizar la valoración económica de la empresa Cencosud S.A., al 30 de septiembre de 2014, mediante el método de flujos de caja descontados.

Cencosud S.A., es una de las principales compañías en el mercado del retail latinoamericano, con casa matriz en Chile y operaciones en Argentina, Brasil, Perú, Colombia, además de una oficina comercial en Shanghai, su actividad principal es el retail, sus negocios se centran en: hipermercados y supermercados, tiendas de mejoramiento del hogar y construcción, centros comerciales, multitiendas París y Johnson y una cartera de retail financiero, que son realizados a través de sus filiales.

Para la valoración de la empresa se consideró la información financiera pública correspondiente al periodo entre el 31 de diciembre de 2010 al 30 de septiembre del 2014, las cuales fueron utilizadas como inputs para la estimación y cálculo de los flujos de cajas futuros para un periodo de cinco años, y que son descontados a una tasa de costo de capital " K_0 " para traerlos a su valor presente para posteriormente obtener el valor económico de la empresa.

Finalmente, con el método de flujos de caja descontados se obtuvo para la empresa Cencosud S.A. un precio estimado por acción de \$1.282 al 30 de septiembre de 2014.

METODOLOGÍA

Los métodos de valoración son frecuentemente utilizados en los negocios, por cuanto nos permiten estimar el valor de una determinada empresa. Existen diversas metodologías, entre ellas las más conocidos son: Flujos de caja descontados, valor presente ajustado, modelo de descuento de dividendos, múltiplos o comparables y opciones reales. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos y dependen de los supuestos utilizados por cada analista.

El método de flujos de caja descontados "FCD", es una de las metodologías más utilizadas dentro la valoración de empresas, ésta considera el valor presente de las proyecciones de los flujos de caja libre en un horizonte de tiempo, descontados a una tasa de costo de capital " K_0 ". Adicionalmente, los flujos generados deben ser considerados más allá del horizonte de evaluación, siendo esto comúnmente llamado "Valor Terminal".

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. 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 "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés).

1 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

1.1 Descripción de Cencosud S.A.

En el presente apartado, tiene como objetivo dar a conocer las principales características de la empresa en análisis tales como: industria a la que pertenece, filiales, regulación en los distintos mercados, negocios en los que se encuentra, etc.

Cencosud S.A., es una de las principales compañías en el mercado del retail latinoamericano, con casa matriz en Chile y operaciones en Argentina, Brasil, Perú, Colombia, además de una oficina comercial en Shanghai, su actividad principal es el retail, sus negocios se centran en: hipermercados y supermercados, tiendas de mejoramiento del hogar y construcción, centros comerciales, multitiendas París y Johnson y una cartera de retail financiero, que son realizados a través de sus filiales.

FICHA DE LA EMPRESA	
Razón Social	CENCOSUD S.A.
Rut	93.834.000-5 CENCOSUD (Bolsa de Santiago)
Nemotécnico	CENCOSUD (Bolsa Electrónica de Chile) CNCO (NYSE)
Industria	Retail

Tabla 1. Ficha de la Empresa

Al 31 de diciembre de 2013 opera 922 supermercados en Chile (Jumbo, Santa Isabel), Argentina (Jumbo, Vea and Disco), Brasil (Gbarbosa, Bretas, Perini, Prezunic), Perú (Wong, Metro) y Colombia (Jumbo, Metro). En tiendas por departamento, la tienda Paris opera en Perú y Chile mientras que Johnson solo en este último país. En mejoramiento de hogar, la tienda Easy del grupo opera en Argentina, Chile, Colombia. En Centros comerciales el grupo posee 17 centros comerciales en Argentina, 10 en Chile, 3 en Perú y uno adicional con participación mayoritaria.

1.1.1 Filiales

El detalle de las filiales de Cencosud S.A. al 30 de septiembre de 2014 se presentan a continuación:

➤ Chile

- ❖ Cencosud S.A.
- ❖ Banco París
- ❖ Círculo más S.A.
- ❖ Costanera center S.A.
- ❖ Easy S.A.
- ❖ Inmobiliaria Santa Isabel S.A.
- ❖ Jumbo administradora S.A.
- ❖ Santa Isabel administradora S.A.
- ❖ Sociedad comercial de tiendas S.A.
- ❖ Viajes París S.A.
- ❖ Megajohnson's S.A.
- ❖ Administradora TMO S.A.
- ❖ Administradora del centro comercial Alto las Condes Limitada
- ❖ Administradora y comercial Puente Alto Limitada
- ❖ Administradora de servicios París Limitada
- ❖ Cencosud Internacional Limitada
- ❖ Comercial food and fantasy Limitada
- ❖ Eurofashion Limitada
- ❖ Inmobiliaria Bilbao Limitada
- ❖ Logística y distribución París Limitada
- ❖ Mercado mayorista P y P Limitada
- ❖ París administradora Limitada
- ❖ Cencosud corredores de seguros y servicios limitada
- ❖ Cencosud Corredores de Seguros y servicios Limitada
- ❖ Banparis Corredores de Seguros Limitada

- ❖ Sociedad Com. Vest. FES Limitada
- ❖ Meldar Capacitación Limitada
- ❖ Cencosud Retail Administradora Ltda.
- ❖ Comercializadora Costanera Center S.A.

➤ **Argentina**

- ❖ Cencosud Argentina S.A.
- ❖ Cencosud Internacional Argentina S.A.
- ❖ Jumbo Argentina S.A.
- ❖ Agrojumbo S.A
- ❖ Agropecuaria Anjullon S.A
- ❖ Blaisten S.A.
- ❖ Carnes Huinca S.A.
- ❖ Cavas y Viñas El Acequión S.A
- ❖ Cencosud S.A. (Argentina)
- ❖ Pacuy S.A.
- ❖ Supermercados Davi S.A.
- ❖ Unicenter S.A.

➤ **Brasil**

- ❖ Gbarbosa Holding S.A.
- ❖ Perini Comercial de Alimentos Limitada
- ❖ Mercantil Rodrigues Comercial Ltda.

➤ **Perú**

- ❖ Almacenes Metro S.A.
- ❖ Cencosud Perú S.A.
- ❖ Cinco Robles SAC.
- ❖ E. Wong S.A.
- ❖ Cencosud Retail Perú S.A. (antes Hipermercados Metro S.A.)
- ❖ ISMB Supermercados S.A.

- ❖ Las Hadas Inversionistas S.A.
- ❖ Loyalty Perú SAC
- ❖ Teledistribución S.A.
- ❖ Tres Palmeras S.A.
- ❖ Travel International Perú S.A.C.
- ❖ Banco Cencosud.

➤ **Colombia**

- ❖ Cencosud Colombia S.A

1.1.2 Principales Accionistas

12 Mayores Accionistas		
Accionistas	N° de Acciones	% de Participación
Inversiones Quinchamali Limitada	573.754.802	20,3%
Inversiones Latadia Limitada	550.823.211	19,5%
Inversiones Tano Limitada	457.879.800	16,2%
Banco Santander - JP Morgan	181.803.036	6,4%
Banco de Chile por cuenta de terceros	143.559.326	5,1%
Banco Itau por cuenta de inversionistas	118.920.601	4,2%
Paulmann Kemna Horst	70.336.573	2,5%
Fondo de Pensiones Provida C	56.826.301	2,0%
Fondo de Pensiones Habitat C	51.169.985	1,8%
Fondo de Pensiones Habitat B	39.430.660	1,4%
Fondo de Pensiones Capital C	36.676.393	1,3%
Fondo de Pensiones Provida B	36.054.975	1,3%

Tabla 2. Principales Accionistas

1.2 Descripción de la Industria y Regulación

Durante los últimos 15 años, la industria de retail y consumo ha experimentado grandes cambios y avances; una metamorfosis atribuida a diversos factores como el crecimiento de la economía, el aumento en el consumo, los avances de la tecnología, entre otros. El entorno actual en el que se desarrollan estas industrias es altamente dinámico, lo que ha propiciado una gran cantidad de fusiones y adquisiciones con el fin de fortalecer sus estrategias de mercado.

En Chile la industria de retail ha tenido un fuerte crecimiento, las ventas aumentaron en 2007 un 5%. El crecimiento acumulado en estos últimos años distingue a Chile por liderar las ventas de retail per cápita en América Latina, pero situándose lejos de aquellas naciones desarrolladas, lo que se presenta como uno de los desafíos en la industria. Este crecimiento también ha incentivado la apertura en la bolsa y la internacionalización, la incursión en países de la región ha sido exitosa, destacándose la presencia en Argentina, Perú, México y Colombia.

El informe "Retailing 2015: New Frontiers" muestra que el escenario mundial en el año 2015 será muy diferente del actual, pocos formatos de retail continuarán con el rápido crecimiento experimentado hasta ahora y prácticamente todos crecerán a una tasa mucho menor. El retail se convertirá en una industria que se concentrará en ofrecer productos a consumidores selectivos, en vez de productos masivos, habrá mayor desarrollo tecnológico, aumentará el gasto en servicios por sobre el gasto en productos, el formato de mall masivo perderá terreno debido a que los consumidores buscarán centros comerciales que los identifiquen. Todos estos cambios requerirán de especialistas en diferentes disciplinas, que diseñen estrategias adecuadas para enfrentar los retos de una economía globalizada y cada vez más competitiva.

En Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú, Cencosud S.A. está sujeto a toda la gama de normas y supervisión gubernamentales: Leyes laborales, las leyes de seguridad social, las leyes de seguridad pública, las leyes sobre protección del

consumidor y las leyes medioambientales, las leyes de valores y las leyes antimonopolio.

➤ **Chile**

- ❖ Ley de protección al consumidor
- ❖ Secretaría regional ministerial de salud
- ❖ Servicio agrícola y ganadero (SAG)
- ❖ Fiscalía nacional económica chilena
- ❖ Superintendencia de banco e instituciones financieras
- ❖ Superintendencia de valores y seguros
- ❖ Dirección de obras municipales.

➤ **Argentina**

- ❖ Ley de protección al consumidor
- ❖ Servicio nacional de sanidad y calidad agroalimentaria
- ❖ Administración nacional de medicamentos, alimentos y tecnología médica (ANMAT)
- ❖ Secretaría de Comercio Interior y Banco Central de Argentina
- ❖ Comisión Antimonopolio

➤ **Brasil**

- ❖ Autoridades Antimonopolio Brasileiras
- ❖ Agencia Nacional Brasileira de Supervisión de la Salud (ANVISA)

➤ **Peru**

- ❖ El Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (INDECOPI)
- ❖ Ministerio de Agricultura
- ❖ Municipalidades Locales

➤ **Colombia**

- ❖ Superintendencia de Industria y Comercio
- ❖ Superintendencia de Industria y Comercio y la Superintendencia de Sociedades de Colombia
- ❖ Organismos Locales y Nacionales
- ❖ Dirección General de Salud
- ❖ Municipalidad Local
- ❖ Dirección Regional de Medicamentos, Insumos y Drogas
- ❖ Superintendencia Financiera de Colombia
- ❖ Legislación Ambiental
- ❖ Superintendencia Nacional de Salud

1.1.3 Empresa comparable

Walmart Chile es filial de Wal-Mart Stores Inc., la cadena supermercadista y de retail más grande del mundo. Fundada en 1969, es de origen estadounidense y tiene su sede en la ciudad de Bentonville, Arkansas, Estados Unidos.

Walmart Chile es uno de los principales actores en la industria de las ventas al por menor o "retail" en Chile. Su principal actividad es la venta de alimentos y mercaderías en general en supermercados, la que desarrolla a través de sus formatos Líder, Express de LIDER, Lider.cl, Ekono, SuperBodega Cuenta y Central Mayorista.

Adicionalmente, Walmart Chile ha incursionado en el negocios financiero a través de Walmart Chile Servicios Financieros (Líder MasterCard) y desarrolla proyectos inmobiliarias comerciales a través de su filial Walmart Chile Inmobiliaria (Espacio Urbano), lo que le permite ofrecer propuestas de valor integrales a sus clientes en los distintos segmentos a que atiende.

El capital de la compañía se encuentra representado por 6.520 millones de acciones íntegramente suscritas y pagadas, todas de una misma serie única y sin valor nominal.

Nombre de la Empresa	Walmart Chile S.A.
Ticker o Nemotécnico	WMTCL
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores Electrónica de Chile

2 TASA DE COSTO DE CAPITAL “K₀”.

2.1 Descripción de Financiamiento de la Empresa

Los bonos vigentes a septiembre del 2014 de Cencosud S.A se detallan en el apartado anexos.

2.2 Estructura de Capital de la Empresa

En este apartado se muestra la metodología utilizada para estimar la estructura de capital objetivo de Cencosud S.A, para lo anterior se utilizó la información disponible y proporcionada por la empresa en estudio al 30 de Septiembre del 2014. A Continuación se muestran los Estados Financieros en IFRS expresados en UF.

ACTIVOS	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes al efectivo	4.805.548	6.516.707	10.386.885	7.379.996	5.161.820
Otros activos financieros corrientes	2.355.121	9.969.888	2.978.458	2.131.069	988.935
Otros activos no financieros corrientes	1.079.181	550.713	457.628	498.793	584.623
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corriente	36.281.655	41.773.175	46.255.251	48.714.457	27.581.366
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	-	3.699	14.140	18.580	-
Inventarios corrientes	26.445.022	34.567.573	39.771.254	44.909.055	49.573.083
Activos por impuestos corrientes, corrientes	1.061.553	312.776	1.366.295	979.806	2.766.604
Total activos corrientes distintos de los activos no corrientes para su c	72.028.080	93.694.531	101.229.911	104.631.756	86.656.431
Activos no corrientes para su disposición clasificados como mantenim	-	-	-	-	31.286.054
Activos corrientes totales	72.028.080	93.694.531	101.229.911	104.631.756	117.942.484
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros activos financieros no corrientes	161.790	2.110.500	1.791.755	3.971.491	10.911.566
Otros activos no financieros no corrientes	1.236.741	1.574.665	1.672.585	1.644.520	1.497.078
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrie	2.877.072	8.735.128	6.217.873	6.697.841	1.467.427
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	1.601.148	1.744.408	1.846.510	2.146.464	2.002.874
Activos intangibles distintos de la plusvalía	20.713.630	23.660.781	24.262.373	24.567.728	17.054.629
Plusvalía	47.247.142	45.521.625	75.514.085	72.894.154	76.480.897
Propiedades, planta y equipo	80.362.762	100.113.828	136.958.919	133.315.907	130.846.757
Propiedad de inversión	55.357.713	58.856.515	64.288.355	67.409.662	66.804.315
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	-	-	210.845	2.309.135	2.439.835
Activos por impuestos diferidos	5.658.503	7.388.962	11.739.622	13.005.172	15.515.873
Total de activos no corrientes	215.216.502	249.706.411	324.502.922	327.962.076	325.021.250
Activos Bancarios	-	-	-	-	-
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	7.751.932	-	-	-	-
Otros activos	1.225.864	-	-	-	-
Total activos servicios bancarios	8.977.796	-	-	-	-
TOTAL ACTIVOS	296.222.378	343.400.942	425.732.834	432.593.831	442.963.734

PASIVOS	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
PASIVOS CORRIENTES					
Otros pasivos financieros corrientes	14.232.496	26.858.877	51.520.543	31.766.038	20.371.237
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	59.529.276	68.903.318	83.064.100	84.152.616	71.799.206
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	45.238	65.033	42.578	23.918	24.006
Otras provisiones corrientes	1.258.320	807.759	1.378.602	1.994.496	1.645.210
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	1.821.505	1.818.976	2.044.795	2.713.328	2.608.556
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	2.472.960	3.084.008	3.443.052	4.155.936	4.712.973
Otros pasivos no financieros corrientes	3.708.640	3.191.845	3.684.097	2.054.778	2.039.981
Total pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos d	83.068.434	104.729.816	145.177.768	126.861.109	103.201.169
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificad	-	-	-	-	9.960.101
Total pasivos corrientes	83.068.434	104.729.816	145.177.768	126.861.109	113.161.270
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros pasivos financieros no corrientes	64.634.586	83.943.835	103.222.447	95.328.956	111.831.063
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar no corrient	478.386	500.931	323.805	384.869	1.185.129
Otras provisiones no corrientes	1.337.524	3.673.514	5.289.398	3.791.720	4.347.916
Pasivo por impuestos diferidos	12.090.600	14.284.434	19.529.204	20.263.788	22.642.930
Otros pasivos no financieros no corrientes	1.409.696	3.716.171	3.098.285	2.814.038	2.950.214
Total pasivos no corrientes	79.950.792	106.118.886	131.463.140	122.583.371	142.957.253
Pasivos Bancarios (Presentación)	-	-	-	-	-
Depósitos y otras captaciones a plazo	6.790.285	-	-	-	-
Otros pasivos	995.550	-	-	-	-
Total pasivos servicios bancarios	7.785.834	-	-	-	-
TOTAL PASIVOS	170.805.061	210.848.702	276.640.908	249.444.480	256.118.523
PATRIMONIO					
Capital emitido	43.264.068	41.680.436	67.804.293	99.770.661	96.186.802
Ganancias (pérdidas) acumuladas	68.046.974	74.592.841	81.564.900	88.084.771	86.152.208
Prima de emisión	22.258.697	21.443.943	20.856.766	22.634.181	21.821.139
Otras reservas	-11.644.389	-9.107.050	-21.163.640	-27.344.564	-17.328.907
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	121.925.350	128.610.170	149.062.319	183.145.050	186.831.243
Participaciones no controladoras	3.491.967	3.942.071	29.607	4.302	13.967.711
PATRIMONIO TOTAL	125.417.317	132.552.241	149.091.926	183.149.351	186.845.211
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	296.222.378	343.400.942	425.732.834	432.593.831	442.963.734

Tabla 3. Estados Financieros de Cencosud S.A a Sept/2014

2.3 Deuda Financiera

Para la identificación de la deuda financiera de Cencosud S.A, se consideró aquellos pasivos corrientes y no corrientes que pagan intereses para el periodo en análisis:

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Pasivos Financieros Corriente	14.232.496	26.858.877	51.520.543	31.766.038	20.371.237
Obligaciones con el Público (Bonos)	1.690.084	1.102.065	1.114.767	3.215.517	1.583.385
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición casificados como mantenidos para la venta	-	-	-	-	9.960.101
Total Pasivos Financieros Corriente	12.542.412	25.756.812	50.405.776	28.550.521	28.747.953
Pasivos Financieros No Corriente	64.634.586	83.943.835	103.222.447	95.328.956	111.831.063
Obligaciones con el Público (Bonos)	32.156.795	51.263.857	72.679.212	72.034.763	76.927.212
Total Pasivos Financieros No Corriente	32.477.791	32.679.978	30.543.235	23.294.193	34.903.851
Deuda Financiera	51.946.249	58.436.789	80.949.012	51.844.714	63.651.804

Tabla 4. Deuda Financiera Registrada al 30 Sept/2014 en UF

2.4 Patrimonio Económico

UF	21.445,15	22.259,95	22.886,63	23.267,17	24.134,09
	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Acciones Suscritas	2.264.103.215	2.264.103.215	2.507.103.215	2.828.723.963	2.828.723.963
Precio de Acción	3631	2968	2561	1892	1762
Patrimonio Económico (Pesos)	8.220.730.099.240	6.719.267.411.181	6.421.583.862.360	5.353.077.227.581	4.983.645.878.013
Patrimonio Económico (UF)	383.337.496	301.854.560	280.582.325	230.069.975	206.498.189

Tabla 5. Patrimonio Económico al 30 Sept/2014

Dado que se tienen los valores de la deuda financiera y el patrimonio económico de cada año, es posible obtener la estructura de capital objetivo de Cencosud S.A.

2.5 Estructura de Capital Objetivo

Uno de los supuestos utilizados para la estimación es que la deuda financiera es igual al su valor de mercado. Luego en base a los estados financieros de Cencosud S.A se obtuvo la estructura de capital por año. A continuación se procede a definir cada una de las razones a calcular:

- ❖ Razón de endeudamiento (B/V)
- ❖ Razón patrimonio vs valor de empresa (P/V)

❖ Razón deuda vs patrimonio (B/P)

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
B/V	0,12	0,16	0,22	0,18	0,24
P/V	0,88	0,84	0,78	0,82	0,76
B/P	0,14	0,19	0,29	0,23	0,31

Tabla 6. Estructura de capital por año

Luego obtendremos la estructura de capital objetivo como el promedio simple de cada una de las razones anteriores:

	Mínimo	Máximo	Desvest	Promedio
B/V	11,90%	23,60%	4,70%	18,50%
P/V	76,40%	88,10%	4,70%	81,50%
B/P	13,60%	30,80%	7,00%	23,00%

Tabla 7. Estructura de capital objetivo de Cencosud S.A

De la Tabla 9 se destaca que la razón de endeudamiento objetivo toma un valor de 18,5%, la razón deuda valor de empresa de 81,5% mientras que la razón deuda patrimonio de 23,0%. Dichos valores serán utilizados como inputs en los análisis posteriores del presente estudio.

2.6 Costo Patrimonial de Cencosud S.A

Para estimar el costo patrimonial es necesario obtener el beta patrimonial de Cencosud S.A, para lo anterior fue necesario descargar los precios de cierre semanales de la acción de la empresa, adicionalmente se obtuvieron los precios semanales del Índice General de Precios de Acciones (IGPA) para luego calcular los retornos semanales para dichas series, los cuales se pueden obtener mediante la siguiente fórmula:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

R_t = Donde,

P_t = Retorno de la acción en el periodo t.

Precio de la acción en el periodo t.

Por otra parte, mediante el método Capital Asset Pricing Model (CAPM) tenemos:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_m + \varepsilon_{it}$$

R_{it} = Donde, Retorno de la acción de Cencosud S.A en el periodo t.

R_m = Retorno del Índice IGPA en el periodo t.

Ahora es posible calcular mediante el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) el β_i para los periodos en análisis:

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Beta de la Acción	1,762	1,518	1,404	1,287	1,335
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 8. Estimación del Beta mediante MCO

Es importante destacar, que el beta obtenido para el año 2014 incorpora información hasta Septiembre del 2014, dicho parámetro es uno de los input para estimar el costo patrimonial de Cencosud S.A.

Ahora es necesario estimar el beta de la deuda de Cencosud, S.A, para lo anterior, es necesario obtener la última YTM registrada a Septiembre de 2014, del bono de más largo plazo que tenga la empresa.

El bono más de largo plazo vigente de CENCOSUD es el que obedece a la Serie O, el cual fue emitido el 1° de Junio del 2011, a una tasa cupón del 7%, con periodicidad de pago semestral del tipo francés y con fecha de vencimiento el 1° Junio del 2031. Adicionalmente, el 30 de septiembre del 2014 su rendimiento nominal estaba en 7.36% (YTM), es decir, bajo la par, sin embargo la tasa de interés real es de 2,89% con una inflación de 4,35%. A continuación se adjuntan los pantallazos Bloomberg con detalle del instrumento:



Ilustración 1. Bono Cencosud S.A Serie O

Luego utilizando el método CAPM, es posible obtener el beta de la deuda de la empresa:

$$k_b = r_f + \beta_d \cdot PRM$$

Reemplazando los datos,

$$2,89\% = 1,910\% + \beta_d \cdot 5,930\%$$

Despejando

$$\beta_d = \frac{2,89\% - 1,910}{5,930\%}$$

$$\beta_d = 0,165$$

Con lo anterior, es posible calcular el beta patrimonial sin deuda de Cencosud S.A. Asumiendo que la empresa tiene deuda riesgosa, es posible utilizar la fórmula de Rubenstein (1973), y desapalancando con la estructura al 30 de Septiembre del 2014, tenemos:

$$\beta_p^{c/d} = \left(1 + (1 - t_c) \cdot \left(\frac{B}{P} \right)^{Sep-2014} \right) \cdot \beta_p^{S/D} - (1 - t_c) \cdot \left(\frac{B}{P} \right)^{Sep-2014} \cdot \beta_d$$

Reemplazando valores,

$$1,335 = (1 + (1 - 0,25) * 0,31) * \beta_p^{S/D} - (1 - 0,25) * 0,31 * 0,165$$

Obtenemos,

$$\beta_p^{S/D} = 1,114$$

Apalancando el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo de la empresa estimada en la Sección 2.5

$$\beta_p^{c/d} = \left(1 + (1 - t_c) \cdot \left(\frac{B}{P} \right)^{Obj} \right) \cdot \beta_p^{S/D} - (1 - t_c) \cdot \left(\frac{B}{P} \right)^{Obj} \cdot \beta_d$$

Reemplazando valores,

$$\beta_p^{C/D} = (1 + (1-0,25) * 0,23) * 1,114 - (1- 0,25) * 0,23 * 0,165$$

Obtenemos:

$$\beta_p^{C/D} = 1,278$$

Finalmente obtenemos el Costo Patrimonial (k_p) de Cencosud S.A

$$k_p = r_f + \beta_p^{C/D} \cdot PRM$$

Reemplazando valores,

$$k_p = 1,91\% + 1,278 * 5,93\%$$

Obtenemos,

$$k_p = 9,489\%$$

2.7 Costo de Capital de Cencosud S.A

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) es posible estimar el Costo de Capital:

$$k_0 = k_p \cdot \left(\frac{P}{V}\right)^{Obj} + k_b \cdot (1-t_c) \cdot \left(\frac{B}{V}\right)^{Obj}$$

Reemplazando valores

$$\kappa_0 = 9,489\% * 0,82 + 2,89\% * (1 - 0,25) * 0,18$$

Obtenemos:

$$\kappa_0 = 8,171\%$$

3 VALORACIÓN POR FLUJO DE CAJAS DESCONTADOS

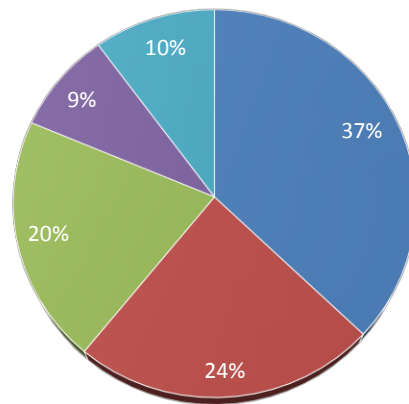
3.1 Análisis Operacional Del Negocio E Industria

Dado que Cencosud S.A tiene presencia en Latinoamérica, el análisis se ha hecho a nivel país. A continuación se muestran las tasas de crecimiento de los ingresos, es decir, las respectivas variaciones porcentuales a nivel país:

Ingresos por País					
Chile	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Total Chile	134.575.184	142.454.588	160.022.161	169.780.124	120.833.601
Crecimiento		5,9%	12,3%	6,1%	-28,8%
Argentina					
Total Argentina	88.003.488	98.649.233	108.759.962	111.825.031	77.037.253
Crecimiento		12,1%	10,2%	2,8%	-31,1%
Brasil					
Total Brasil	39.574.309	69.933.715	91.703.322	86.296.743	66.626.005
Crecimiento		76,7%	31,1%	-5,9%	-22,8%
Perú					
Total Perú	26.227.515	28.829.580	32.309.562	34.389.399	27.827.028
Crecimiento		9,9%	12,1%	6,4%	-19,1%
Colombia					
Total Colombia	1.542.960	1.769.097	6.961.488	42.156.395	32.865.668
Crecimiento		14,7%	293,5%	505,6%	-22,0%
TOTAL INGRESOS	289.923.456	341.636.212	399.756.495	444.447.692	318.759.937

Tabla 9. Crecimiento Real de las Ventas por País

A continuación se muestra la representatividad que tiene cada país respecto al total de ingresos al 30 de Septiembre del 2014



■ Chile ■ Argentina ■ Brasil ■ Perú ■ Colombia

Fuente: Elaboración Propia de Memoria/2014 Cencosud S.A.

Ilustración 2. Ingresos por País

La tasas de crecimientos del Retail es una componente explicativa del crecimiento del Consumo para el caso de Chile, dado lo anterior, a continuación se muestran el PIB Real de Chile y las tasas de crecimiento del Sector Consumo para la ventana temporal comprendida entre 2010 y 2014¹:

Tasa de Crecimiento Real - Chile	2010	2011	2012	2013	2014*
PIB Real Chile	5,8%	5,8%	5,4%	4,1%	1,8%
Tasa de Crecimiento Consumo	16,6%	12,8%	8,4%	7,2%	-3,1%

(Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal))

Tabla 10. Crecimiento Real de Chile

Calculando el coeficiente de correlación de Pearson para estas series, se obtiene un valor del 94,7%, lo que confirma que el PIB de Chile está altamente correlacionado con el Consumo Privado.

A continuación se muestra el PIB y la tasa de Crecimiento del Consumo para los países en donde operan las filiales de Cencosud S.A:

(Fuente: consensuseconomics.com)

¹ Estimación

Tasas de Crecimiento	2010	2011	2012	2013	2014 ¹
PIB Real Uruguay	8,4%	7,3%	3,7%	4,4%	3,5%
PIB Real Argentina	9,2%	8,6%	0,9%	2,9%	-0,2%
Tasa de Crecimiento Consumo Argentina	7,2%	10,5%	4,5%	4,7%	1,1%
PIB Real Brasil	7,5%	2,7%	1,0%	2,5%	0,2%
Tasa de Crecimiento Consumo Brasil	6,9%	4,1%	3,2%	2,6%	2,3%
PIB Real Perú	8,5%	6,5%	6,0%	5,8%	2,8%
Tasa de Crecimiento Consumo Perú	8,7%	6,0%	6,1%	5,4%	5,7%
PIB Real Colombia	4,0%	6,6%	4,0%	4,7%	4,8%
Tasa de Crecimiento Consumo Colombia	5,1%	5,5%	4,7%	4,7%	3,9%

Tabla 11. Tasas de Crecimiento del PIB y Consumo por país.

Dadas las condiciones actuales de la economía en LATAM y recordando el explosivo crecimiento de la región para los años 2010 y 2011, se ha decidido tomar como referencia el promedio de los años 2012 a 2014 como tasa de crecimiento por país. Lo anterior nos da como resultado la siguiente tabla:

Tasas de Crecimiento - Proyección	2014 ¹	2015e	2016e	2017e	2018e
Tasa de Crecimiento Consumo Chile	-3,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
PIB Real Uruguay	3,5%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Tasa de Crecimiento Consumo Argentina	1,1%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Tasa de Crecimiento Consumo Brasil	2,3%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Tasa de Crecimiento Consumo Perú	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Tasa de Crecimiento Consumo Colombia	3,9%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla 12. Proyección de las Tasas de Crecimiento por país

3.2 Costos de Operación

Cencosud S.A. clasifica sus costos de operación en: costos de venta, costos de distribución, gastos de administración y otros costos por función. Los costos de ventas son los que tienen mayor representatividad en los costos de operación. A continuación se adjunta un cuadro con el total de cada uno de los costos de operación en UF para cada periodo de análisis.

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Costos de Ventas	-207.456.826	-244.156.732	-286.098.555	-316.821.882	-233.385.945
Costos de distribución	-529.842	-674.660	-884.079	-1.028.535	-775.148
Gastos de administración	-56.597.416	-68.012.524	-84.128.337	-96.883.371	-69.174.965
Otros gastos, por función	-5.679.399	-6.307.302	-6.823.799	-8.694.998	-5.212.955
Total	-270.263.484	-319.151.217	-377.934.770	-423.428.786	-308.549.014
Costos de Ventas	76,76%	76,50%	75,70%	74,82%	75,64%
Costos de distribución	0,20%	0,21%	0,23%	0,24%	0,25%
Gastos de administración	20,94%	21,31%	22,26%	22,88%	22,42%
Otros gastos, por función	2,10%	1,98%	1,81%	2,05%	1,69%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 13. Costos Operacionales Cencosud S.A

La descomposición de los costos de ventas y gastos de administración se muestran en las siguientes tablas:

Costos de Ventas	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Costo mercaderías vendidas	203.218.970	235.525.682	276.076.904	307.220.708	220.621.747
Otros costos de ventas	4.237.856	8.631.050	10.021.651	9.601.174	12.764.198
Total	207.456.826	244.156.732	286.098.555	316.821.882	233.385.945
Costo mercaderías vendidas	98%	96%	96%	97%	95%
Otros costos de ventas	2%	4%	4%	3%	5%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 14. Costo de Ventas Cencosud S.A

Gastos de Administración	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Gastos de personal	33.682.711	40.580.211	50.583.134	57.629.776	43.675.685
Depreciaciones y amortizaciones	4.770.777	5.398.678	6.180.482	8.124.653	6.149.822
Consumos o gastos básicos	2.989.944	3.714.849	4.382.607	4.914.418	3.568.870
Limpieza	1.690.401	1.943.675	2.322.545	2.961.103	2.262.385
Seguridad y vigilancia	1.687.406	1.927.911	2.351.183	2.686.371	1.817.604
Mantenimiento	2.265.818	2.365.201	2.926.941	3.398.596	2.580.632
Honorarios profesionales	1.325.509	1.563.903	3.373.062	3.501.740	2.219.631
Bolsas para clientes	1.040.689	1.226.394	1.344.667	1.352.030	747.582
Comisión tarjetas de crédito	2.373.206	2.870.412	3.385.041	3.494.442	2.644.576
Arriendos	-	5.466.929	6.689.029	7.254.928	5.643.010
Otros	4.770.954	954.362	589.645	1.565.314	-
Gastos de administración de operac	-	-	-	-	-2.134.833
Total	56.597.416	68.012.524	84.128.337	96.883.371	69.174.965
Gastos de personal	60%	60%	60%	59%	63%
Depreciaciones y amortizaciones	8%	8%	7%	8%	9%
Consumos o gastos básicos	5%	5%	5%	5%	5%
Limpieza	3%	3%	3%	3%	3%
Seguridad y vigilancia	3%	3%	3%	3%	3%
Mantenimiento	4%	3%	3%	4%	4%
Honorarios profesionales	2%	2%	4%	4%	3%
Bolsas para clientes	2%	2%	2%	1%	1%
Comisión tarjetas de crédito	4%	4%	4%	4%	4%
Arriendos	0%	8%	8%	7%	8%
Otros	8%	1%	1%	2%	0%
Gastos de administración de operac	0%	0%	0%	0%	-3%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 15. Gastos de Administración Cencosud S.A

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Costos de Distribución	529.842	674.660	884.079	1.028.535	775.148
Otros gastos, por función	5.679.399	6.307.302	6.823.799	8.694.998	5.212.955
Total	6.209.241	6.981.962	7.707.878	9.723.533	5.988.103
Costos de Distribución	9%	10%	11%	11%	13%
Otros gastos, por función	91%	90%	89%	89%	87%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 16. Costos de Distribución y Gastos por Función de Cencosud S.A

Depreciaciones y Amortizaciones	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Depreciaciones	4.390.048,47	4.888.810,62	5.744.402,74	7.463.322,36	5.640.607,66
Amortizaciones	380.728,32	509.867,59	436.078,97	661.330,28	509.213,90
Total	4.770.776,80	5.398.678,21	6.180.481,70	8.124.652,63	6.149.821,56
Depreciaciones	92%	91%	93%	92%	92%
Amortizaciones	8%	9%	7%	8%	8%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 17. Depreciación y Amortización de Cencosud S.A

3.3 Análisis de Cuentas No Operacionales

A continuación se muestran las cuentas no operacionales, identificando aquellas que son de carácter recurrentes para los periodos comprendidos entre 31 de Diciembre del 2010 al 30 de Septiembre del 2014.

Cuentas No Operacionales	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30	
Ingresos financieros	786.049	493.447	354.376	251.625	219.112	
Costos financieros	-3.712.135	-6.475.115	-9.220.323	-11.118.008	-6.581.922	
Participación en las ganancias (pérdidas) de	350.351	259.594	246.420	442.230	131.047	
Diferencias de cambio	-95.481	-443.672	-117.090	-1.492.380	-1.088.615	
Resultados por unidades de reajuste	-730.077	-1.405.597	-1.132.340	-900.822	-1.092.601	
Total	-3.401.294	-7.571.343	-9.868.957	-12.817.354	-8.412.980	
Ingresos Financieros						
Resultado por cobertura de flujos	163.983,32	42.594,48	11.682,37	1.074,91	-	
Otros ingresos financieros por inversión	622.065,18	450.852,32	342.693,44	250.550,58	219.111,72	Recurrente
Total Ingresos Financieros	786.048,50	493.446,80	354.375,81	251.625,49	219.111,72	
Gastos Financieros						
Gastos por préstamos bancarios	-1.904.547,79	-3.093.367,69	-5.269.947,74	-5.930.065,28	-3.077.689,15	Recurrente
Gastos por bonos	-1.800.674,09	-2.563.057,01	-2.665.755,68	-3.871.211,37	-2.839.056,37	Recurrente
Intereses por captaciones	-	-332.784,98	-501.940,87	-575.468,61	-409.589,17	
Gastos (Ingreso) por valoración derivados fin:	-6.913,08	-485.905,09	-782.678,23	-741.262,39	-255.587,55	Recurrente
Total Gastos Financieros	-3.712.134,96	-6.475.114,77	-9.220.322,52	-11.118.007,65	-6.581.922,25	
Resultados por Unidades de Reajuste						
Resultados por unidades de reajustes bonos (-730.077,20	-1.117.152,73	-704.643,32	-596.522,05	-1.035.286,02	Recurrente
Resultados por unidades de reajuste Brasil	-	-288.444,76	-410.338,09	-299.006,02	-183.010,80	
Resultados por unidades de reajuste otros	-	-	-17.358,69	-5.294,28	125.695,77	
Total Resultados por Unidades de Reajuste	-730.077,20	-1.405.597,50	-1.132.340,10	-900.822,36	-1.092.601,05	
Diferencias de Cambio						
Deuda financiera bancos Argentina	-174.945,57	-245.582,27	-238.950,12	-207.233,41	-129.290,31	Recurrente
Deuda con el público bonos y bancos Chile	-	-276.707,14	-99.466,50	-1.121.914,23	-934.006,09	
Deuda financiera Perú	21.321,46	78.617,47	48.990,92	-164.632,40	-31.537,22	Recurrente
Activos y deuda financiera Colombia	-	-	172.335,60	1.400,13	6.218,18	
Obligación con el público bonos EEUU y Perú	14.366,88	-	-	-	-	
Opciones Call-Put UBS	-	-	-	-	-	
Otros efectos por diferencias de cambio	43.776,56	-	-	-	-	
Total Diferencias de Cambio	-95.480,66	-443.671,93	-117.090,11	-1.492.379,91	-1.088.615,44	

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 18. Cuentas No Operacionales de Cencosud S.A

3.4 Análisis de Activos

Activos Operacionales	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Activos Corrientes					
Efectivo y equivalentes al efectivo	4.805.548	6.516.707	10.386.885	7.379.996	5.161.820
Otros activos no financieros corrientes	1.079.181	550.713	457.628	498.793	584.623
Cuentas comerciales por cobrar y otras cu	36.281.655	41.773.175	46.255.251	48.714.457	27.581.366
Inventarios corrientes	26.445.022	34.567.573	39.771.254	44.909.055	49.573.083
Activos por impuestos corrientes, corriente	1.061.553	312.776	1.366.295	979.806	2.766.604
Activos corrientes totales	69.672.959	83.720.944	98.237.313	102.482.107	85.667.496
Activos No Corrientes					
Otros activos no financieros no corrientes	1.236.741	1.574.665	1.672.585	1.644.520	1.497.078
Cuentas comerciales por cobrar y otras cu	2.877.072	8.735.128	6.217.873	6.697.841	1.467.427
Activos intangibles distintos de la plusvalía	20.713.630	23.660.781	24.262.373	24.567.728	17.054.629
Propiedades, planta y equipo	80.362.762	100.113.828	136.958.919	133.315.907	130.846.757
Propiedad de inversión	55.357.713	58.856.515	64.288.355	67.409.662	66.804.315
Activos por impuestos corrientes, no corrie	-	-	210.845	2.309.135	2.439.835
Activos por impuestos diferidos	5.658.503	7.388.962	11.739.622	13.005.172	15.515.873
Total de activos no corrientes	166.206.421	200.329.878	245.350.572	248.949.966	235.625.914
Activos Bancarios					
	-	-	-	-	-
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	7.751.932	-	-	-	-
Total activos servicios bancarios	7.751.932	-	-	-	-
Total Activos Operacionales	243.631.312	284.050.823	343.587.885	351.432.072	321.293.410

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 19. Activos Operacionales de Cencosud S.A

Activos No Operacionales	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Activos Corrientes					
Otros activos financieros corrientes	2.355.121	9.969.888	2.978.458	2.131.069	988.935
Cuentas por cobrar a entidades relacionac	-	3.699	14.140	18.580	-
Activos no corrientes para su disposición c	-	-	-	-	31.286.054
Activos corrientes totales	2.355.121	9.973.587	2.992.598	2.149.649	32.274.988
Activos No Corrientes					
Otros activos financieros no corrientes	161.790	2.110.500	1.791.755	3.971.491	10.911.566
Inversiones contabilizadas utilizando el mé	1.601.148	1.744.408	1.846.510	2.146.464	2.002.874
Plusvalía	47.247.142	45.521.625	75.514.085	72.894.154	76.480.897
Total de activos no corrientes	49.010.080	49.376.533	79.152.350	79.012.110	89.395.336
Activos Bancarios					
Otros activos	1.225.864	-	-	-	-
Total activos servicios bancarios	1.225.864	-	-	-	-
Total Activos No Operacionales	52.591.066	59.350.120	82.144.948	81.161.759	121.670.325

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 20. Activos No Operacionales de Cencosud S.A

El detalle de los activos no operacionales al 30 de Septiembre del 2014 se muestran a continuación:

Otros Activos Financieros Corrientes	2014-09-30
Acciones	1.687
Cuotas de fondos mutuos	690.525
Instrumentos financieros de alta liquidez	296.723
Total	988.935
Otros Activos Financieros No Corrientes	
Derivados de cobertura	10.167.529
Inversiones financieras L/P	9.064
Cuentas por cobrar a vendedores de bretas	734.973
Total	10.911.566

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 21. Activos Financieros de Cencosud S.A

Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	País de Origen	Moneda Funcional	% Participación	2014-09-30
Loyalti del Perú S.A.C	Perú	Nuevos sol peruano	43%	44.900
Cames Huinca S.A.	Argentina	Pesos argentino	50%	-24.893
Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.	Chile	Pesos chilenos	33%	1.982.866
Total				2.002.874

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 22. Inversiones No Operacionales de Cencosud S.A

Plusvalía	País	2013-12-31	Incremento (disminución)	2014-09-30
Constructora Reineta	Argentina	7.329	-1.089	6.239
Blaisten S.A.	Argentina	156.716	-23.293	133.424
E Wong S.A.	Perú	119.723	7.833	127.556
Metro Inmobiliaria S.A.	Perú	65.582	4.291	69.873
Mercantil Pizarro	Perú	128.012	8.376	136.387
Supermercados El Centro	Perú	164.237	10.746	174.983
Inmobiliaria Los Alamos S.A.C	Perú	9.433	617	10.050
GSW S.A.	Perú	10.180.614	666.101	10.846.716
Gbarbosa Holding LLC	Brasil	6.396.914	356.310	6.753.223
Mercantil Rodriguez Comercial Ltda	Brasil	322.430	17.938	340.368
Super Familia Comercial de Alimentos Lt	Brasil	418.351	23.275	441.626
Perini Comercial de Alimentos Ltda	Brasil	242.571	13.495	256.066
Imaos Bretas Filhos e Cía Ltda	Brasil	10.007.960	556.786	10.564.746
Prezunic Comercial Ltda	Brasil	6.495.590	361.380	6.856.971
Grandes Superficies de Colombia S.A.	Colombia	27.589.571	1.964.348	29.553.919
Umbrale S.A.	Chile	62.001	-2.227	59.774
Mega Supermercado Infante Ltda	Chile	154.672	-5.556	149.116
Distribución y Administraciones Ltda	Chile	253.609	-9.110	244.499
Preaservice Ltda	Chile	34.799	-1.250	33.549
Comercializadora Foster Ltda	Chile	194.962	-7.003	187.959
Empresas Almacenes París S.A.	Chile	5.185.421	-186.265	4.999.156
Montrone Pla S.A.	Chile	1.429.202	-51.338	1.377.864
Supermercado Montecarlo S.A.	Chile	1.944.809	-69.859	1.874.950
Santa Isabel S.A.	Chile	781.317	-28.066	753.251
Easy S.A.	Chile	9.646	-347	9.300
Proterra S.A.	Chile	43.109	-1.548	41.560
Retail S.A.	Chile	495.573	-17.801	477.772
Total		72.894.154	3.586.742	76.480.897

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 23. Cuenta Plusvalía de Cencosud S.A

Plusvalía por Segmento y País	2013-12-31	2014-09-30
Shopping Centers - Argentina	7.329	6.239
Supermercados - Chile	4.598.409	4.433.229
Supermercados - Brasil	23.883.816	25.213.000
Supermercados - Perú	10.667.601	11.365.565
Supermercados - Colombia	27.589.571	29.553.919
Mejoramiento del Hogar - Argentina	156.716	133.424
Mejoramiento del Hogar - Chile	52.755	50.860
Tiendas por Departamento - Chile	5.937.957	5.724.660
Total	72.894.154	76.480.897

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 24. Cuenta Plusvalía por País de Cencosud S.A

3.5 Proyección de los Estados Financieros

3.5.1 Ingresos

Las proyecciones de los ingresos, se estimaron en base las tasas de crecimiento del consumo en los respectivos países, dichos tasas se detallan en la Tabla 12. Proyección de las Tasas de Crecimiento por país. Dado lo anterior, se tienen las siguientes estimaciones de las ventas:

Ingresos por País					
Chile	2014 Estimado	2015 Estimado	2016 Estimado	2017 Estimado	2018 Estimado
Total Chile	164.454.491	171.239.318	178.304.063	185.660.276	193.319.980
Crecimiento Estimado	-3,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Argentina					
Total Argentina	113.055.106	116.936.665	120.951.490	125.104.158	129.399.401
Crecimiento Estimado	1,1%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Brasil					
Total Brasil	88.281.569	90.665.171	93.113.131	95.627.185	98.209.119
Crecimiento Estimado	2,3%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Perú					
Total Perú	36.349.595	38.421.522	40.611.549	42.926.407	45.373.212
Crecimiento Estimado	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Colombia					
Total Colombia	43.800.494	45.742.316	47.770.225	49.888.039	52.099.742
Crecimiento Estimado	3,9%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
TOTAL INGRESOS	445.941.255	463.004.991	480.750.458	499.206.064	518.401.454

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla 25. Proyección de Ingresos

3.5.2 Costos de Operación

A continuación se muestra el análisis vertical de EERR, específicamente la parte operacional:

ESTADO DE RESULTADOS	Análisis Vertical				
	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-09-30
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo de ventas	71,8%	71,5%	71,6%	71,3%	73,2%
Ganancia bruta	28,2%	28,5%	28,4%	28,7%	26,8%
Costos de distribución	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Gastos de administración	19,6%	19,9%	21,0%	21,8%	21,7%
Otros gastos, por función	2,0%	1,8%	1,7%	2,0%	1,6%

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla 26. Análisis Vertical Operacional

Los supuestos utilizados en la proyección son:

Costos de Venta: Se destaca que los costos de venta en todo el periodo analizado, representan en promedio el 72% de los ingresos operacionales.

Costos de Distribución: Los costos de distribución representan en promedio un 0.2% de los ingresos operacionales.

Gastos de Administración: Este ítem, representa en promedio el 20.8% de los ingresos operacionales.

Otros Gastos: La representatividad de este ítem respecto a los ingresos operacionales, se mantiene en torno al 1,8% en el periodo analizado.

Dados los supuestos anteriores la proyección de los Costos de Operación son los que se muestran a continuación:

ESTADO DE RESULTADOS	IV TRIM 2014	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de actividades ordinarias	127.048.081	445.941.255	463.004.991	480.750.458	499.206.064	518.401.454
Costo de ventas	-91.474.618	-321.077.703	-333.363.594	-346.140.330	-359.428.366	-373.249.047
Ganancia bruta	35.573.463	124.863.551	129.641.398	134.610.128	139.777.698	145.152.407
Otros ingresos	1.270.481	4.459.413	4.630.050	4.807.505	4.992.061	5.184.015
Costos de distribución	-279.506	-981.071	-1.018.611	-1.057.651	-1.098.253	-1.140.483
Gastos de administración	-26.426.001	-92.755.781	-96.305.038	-99.996.095	-103.834.861	-107.827.502
Otros gastos, por función	-2.286.865	-8.026.943	-8.334.090	-8.653.508	-8.985.709	-9.331.226
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-	-

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla 27. Proyección de Costos Operacionales

3.5.3 Resultado No Operacional

Las cuentas del resultado no operacional, su detalle y la identificación de recurrente/no recurrente se mostraron en el apartado 3.3 Análisis de Cuentas No Operacionales. Los supuestos utilizados para la proyección, son los siguientes:

Ingresos Financieros: Estos representan el 1% de los ingresos actividades ordinarias.

Costos Financieros: Suponemos que Cencosud S.A desea mantener una estructura constante de endeudamiento en el largo plazo, dado lo anterior proyectamos constantes los costos financieros para los años 2015 a 2018.

Participación en las Ganancias, Diferencias de Cambio, Resultados por Unidades de Reajustes: Se ha utilizado un supuesto conservador, utilizando el promedio de los últimos 4 años (2010 a 2013). Luego la proyección del resultado no operacional es el siguiente:

ESTADO DE RESULTADOS	IV TRIM 2014	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos financieros	1.270.481	4.459.413	4.630.050	4.807.505	4.992.061	5.184.015
Costos financieros	-4.536.085	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008
Participación en las ganancias (pérdidas)	81.162	324.649	324.649	324.649	324.649	324.649
Diferencias de cambio	-134.289	-537.156	-537.156	-537.156	-537.156	-537.156
Resultados por unidades de reajuste	-260.552	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	4.272.288	19.645.858	20.871.034	22.145.159	23.470.271	24.848.500

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla 28. Proyección Resultado No Operacional

3.5.4 Ganancia Antes de Impuesto

La ganancia antes de impuesto proyectada, se muestra en la última línea de la siguiente tabla:

ESTADO DE RESULTADOS	IV TRIM 2014	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de actividades ordinarias	127.048.081	445.941.255	463.004.991	480.750.458	499.206.064	518.401.454
Costo de ventas	-91.474.618	-321.077.703	-333.363.594	-346.140.330	-359.428.366	-373.249.047
Ganancia bruta	35.573.463	124.863.551	129.641.398	134.610.128	139.777.698	145.152.407
Otros ingresos	1.270.481	4.459.413	4.630.050	4.807.505	4.992.061	5.184.015
Costos de distribución	-279.506	-981.071	-1.018.611	-1.057.651	-1.098.253	-1.140.483
Gastos de administración	-26.426.001	-92.755.781	-96.305.038	-99.996.095	-103.834.861	-107.827.502
Otros gastos, por función	-2.286.865	-8.026.943	-8.334.090	-8.653.508	-8.985.709	-9.331.226
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-	-
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	7.851.571	27.559.170	28.613.708	29.710.378	30.850.935	32.037.210
Ingresos financieros	1.270.481	4.459.413	4.630.050	4.807.505	4.992.061	5.184.015
Costos financieros	-4.536.085	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008
Participación en las ganancias (pérdidas)	81.162	324.649	324.649	324.649	324.649	324.649
Diferencias de cambio	-134.289	-537.156	-537.156	-537.156	-537.156	-537.156
Resultados por unidades de reajuste	-260.552	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	4.272.288	19.645.858	20.871.034	22.145.159	23.470.271	24.848.500

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla 29. Ganancia Bruta Proyectada

3.5.5 Estado de Resultados Proyectado

Finalmente, asumiendo un pago de impuesto del 25%:

ESTADO DE RESULTADOS	IV TRIM 2014	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de actividades ordinarias	127.048.081	445.941.255	463.004.991	480.750.458	499.206.064	518.401.454
Costo de ventas	-91.474.618	-321.077.703	-333.363.594	-346.140.330	-359.428.366	-373.249.047
Ganancia bruta	35.573.463	124.863.551	129.641.398	134.610.128	139.777.698	145.152.407
Otros ingresos	1.270.481	4.459.413	4.630.050	4.807.505	4.992.061	5.184.015
Costos de distribución	-279.506	-981.071	-1.018.611	-1.057.651	-1.098.253	-1.140.483
Gastos de administración	-26.426.001	-92.755.781	-96.305.038	-99.996.095	-103.834.861	-107.827.502
Otros gastos, por función	-2.286.865	-8.026.943	-8.334.090	-8.653.508	-8.985.709	-9.331.226
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-	-
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	7.851.571	27.559.170	28.613.708	29.710.378	30.850.935	32.037.210
Ingresos financieros	1.270.481	4.459.413	4.630.050	4.807.505	4.992.061	5.184.015
Costos financieros	-4.536.085	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008
Participación en las ganancias (pérdidas)	81.162	324.649	324.649	324.649	324.649	324.649
Diferencias de cambio	-134.289	-537.156	-537.156	-537.156	-537.156	-537.156
Resultados por unidades de reajuste	-260.552	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	4.272.288	19.645.858	20.871.034	22.145.159	23.470.271	24.848.500
Gasto por impuestos a las ganancias	1.068.072	4.911.465	5.217.759	5.536.290	5.867.568	6.212.125
Ganancia (pérdida)	3.204.216	14.734.394	15.653.276	16.608.869	17.602.704	18.636.375

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla 30. Estado de Resultados proyectado

3.5.6 Flujo de Caja Libre

Los supuestos utilizados para la proyección de las respectivas cuentas son:

Depreciación: El detalle para este rubro para los periodos comprendidos entre enero de 2010 y septiembre de 2014 es el que se muestra a continuación:

Depreciación & Amortización UF	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos por Actividades Ordinarias	289.923.456	341.636.212	399.756.495	444.447.692	318.759.937
Depreciación	4.390.048	4.888.811	5.744.403	7.463.322	5.640.608
Amortización	380.728	509.868	436.079	661.330	509.214

(Fuente: Estados de Situación Financiera Cencosud S.A)

Tabla 31. Depreciación y Amortización Histórica

Se destaca que la depreciación representa en promedio un 1,6% de los ingresos, mientras que la amortización representa un 0,1%. Luego proyectamos en base los porcentajes mencionados.

Inversión de Reposición: Para los periodos comprendidos entre el 2014 y 2017, se han proyectado asumiendo que esta representa un 50% de la depreciación, sin embargo para el 2018 en adelante se asume que no se invertirá en nuevos activos, es decir, representan el 100% de la depreciación.

3.5.7 Inversión en Capital de Trabajo

Para efectos de determinar el flujo de caja libre se procedió a estimar el requerimiento de capital de trabajo operativo neto, se obtuvo el indicador RCTON promedio de 1,20%. Al 30 de Septiembre del 2014 tiene un capital de trabajo operativo neto "CTON" de 2.837.564 UF, el cual se encuentra por debajo de su valor promedio por consiguiente se consideró un incremento de 1.004.065 UF.

	2014-09-30	(IV Trim) 2014	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31
CTON	2.837.564					
Ventas	318.893.174	127.048.081	445.941.255	463.004.991	480.750.458	499.206.064
RCTON	0,89%					
RCTON (Promedio)	1,20%					
Capital de Trabajo	-1.004.065	-526.452	-3.841.629	-205.563	-213.775	-222.330

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla 32. Capital de Trabajo

3.5.8 Flujo de Caja Libre

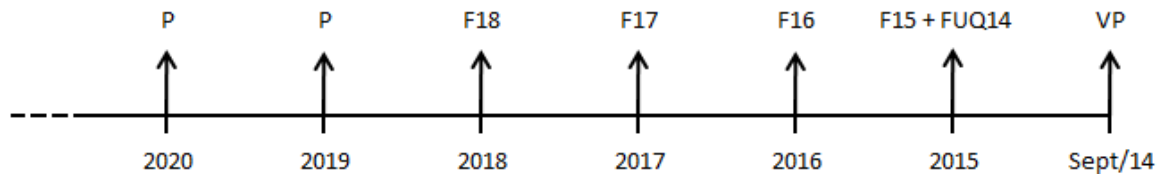
Con los supuestos anteriores, el flujo de caja libre proyectado se muestra a continuación:

ESTADO DE RESULTADOS	IV TRIM 2014	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos de actividades ordinarias	127.048.081	445.941.255	463.004.991	480.750.458	499.206.064	518.401.454	518.401.454
Costo de ventas	-91.474.618	-321.077.703	-333.363.594	-346.140.330	-359.428.366	-373.249.047	-373.249.047
Ganancia bruta	35.573.463	124.863.551	129.641.398	134.610.128	139.777.698	145.152.407	145.152.407
Otros ingresos	1.270.481	4.459.413	4.630.050	4.807.505	4.992.061	5.184.015	5.184.015
Costos de distribución	-279.506	-981.071	-1.018.611	-1.057.651	-1.098.253	-1.140.483	-1.140.483
Gastos de administración	-26.426.001	-92.755.781	-96.305.038	-99.996.095	-103.834.861	-107.827.502	-107.827.502
Otros gastos, por función	-2.286.865	-8.026.943	-8.334.090	-8.653.508	-8.985.709	-9.331.226	-9.331.226
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-	-	-
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	7.851.571	27.559.170	28.613.708	29.710.378	30.850.935	32.037.210	32.037.210
Ingresos financieros	1.270.481	4.459.413	4.630.050	4.807.505	4.992.061	5.184.015	5.184.015
Costos financieros	-4.536.085	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008	-11.118.008
Participación en las ganancias (pérdidas)	81.162	324.649	324.649	324.649	324.649	324.649	324.649
Diferencias de cambio	-134.289	-537.156	-537.156	-537.156	-537.156	-537.156	-537.156
Resultados por unidades de reajuste	-260.552	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209	-1.042.209
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	4.272.288	19.645.858	20.871.034	22.145.159	23.470.271	24.848.500	24.848.500
Gasto por impuestos a las ganancias	1.068.072	4.911.465	5.217.759	5.536.290	5.867.568	6.212.125	6.212.125
Ganancia (pérdida)	3.204.216	14.734.394	15.653.276	16.608.869	17.602.704	18.636.375	18.636.375
Depreciación	873.381	6.513.989	6.763.243	7.022.456	7.292.043	7.572.435	7.572.435
Amortización	169.738	509.214	509.214	509.214	509.214	509.214	509.214
Costos Financieros	4.536.085	11.118.008	11.118.008	11.118.008	11.118.008	11.118.008	11.118.008
Diferencias de cambio	134.289	537.156	537.156	537.156	537.156	537.156	537.156
Resultados por unidades de reajuste	260.552	1.042.209	1.042.209	1.042.209	1.042.209	1.042.209	1.042.209
Inversión de Reposición	-436.690	-3.256.994	-3.381.622	-3.511.228	-3.646.021	-7.572.435	-7.572.435
Nuevas Inversiones	-	-	-	-	-	-	-
Capital de Trabajo	-526.452	-3.841.629	-205.563	-213.775	-222.330	-	-
Flujo de Caja Libre	5.010.903	12.621.952	16.382.645	16.504.039	16.630.278	13.206.586	13.206.586
Valor Terminal						161.627.542	
Flujo de caja libre + Valor Terminal	5.010.903	12.621.952	16.382.645	16.504.039	16.630.278	174.834.129	

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla 33. Proyección Flujo de Caja Libre de Cencosud S.A

Los supuestos utilizados en la proyección del flujo de caja se han especificado en cada una de las secciones anteriores, sin embargo parece importante detallar gráficamente la lógica bajo la cual se han llevado los flujos al 30 septiembre del 2014:



Matemáticamente VP se puede calcular mediante siguiente expresión analítica:

$$VP = \frac{\frac{P}{k_0} + F18}{(1+k_0)^4} + \frac{F17}{(1+k_0)^3} + \frac{F16}{(1+k_0)^2} + \frac{F15}{(1+k_0)} + \frac{FUQ14}{1+k_0^*}$$

Donde:

P = Perpetuidad a partir del año 2019.

F18, F17, F16, F15 = Flujo de caja libre a finales del año 2018, 2017, 2016, 2015

FUQ14 = Flujo del último trimestre del 2014.

k_0 = Tasa de costo de capital anual, calculado en la tarea 2.

k_0^* = Tasa de costo de capital trimestral, $k_0^* = (1+k_0)^{\frac{3}{12}} - 1$

3.6 Valoración Económica de Cencosud S.A y Precio de Acción

La valoración económica de Cencosud S.A en base al método flujo de caja descontado se muestra en el siguiente cuadro:

Valoración Económica	En UF	En \$
Valor de la empresa	171.693.019	
Exceso de capital de trabajo	-1.004.065	
Activos Prescindibles	43.185.311	
Valor Total de Activos	213.874.264	
Deuda a Septiembre 2014	63.651.804	
Patrimonio Económico	150.222.460	
Nº de acciones	2.828.723.963	
Precio de la acción	0,053106087	1.282

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla 334. Valoración Económica de Cencosud S.A y Precio de Acción

CONCLUSIÓN

La valoración de la empresa CENCOSUD S.A. al 30 de septiembre de 2014 fue realizada mediante el método de flujo de cajas descontados, el cual nos proporcionó un valor de patrimonio económico de 150.222.460 UF, el cual dividido para el número de acciones nos dió un precio de acción de 0,05310 UF y convertido a peso de \$1.282, lo que dió una diferencia de \$480 con respecto al precio de mercado de \$1.762, para la misma fecha, esta diferencia se da principalmente por los supuestos utilizados en la presente valoración.

Como se indicó anteriormente, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos y dependen de los supuestos utilizados por cada analista.

BIBLIOGRAFÍA

- ❖ “Finanzas Corporativas Teoría y Práctica”, Carlos Maquieira V., Editorial Andrés Bello, Tercera Edición, abril 2014.
- ❖ Métodos de Valoración de Empresas, Pablo Fernández, IESE. Universidad de Navarra, julio 2014.
- ❖ “Memoria Anual 2010”, Cencosud S.A., diciembre 2010.
- ❖ “Memoria Anual 2011”, Cencosud S.A., diciembre 2011.
- ❖ “Memoria Anual 2012”, Cencosud S.A., diciembre 2012.
- ❖ “Memoria Anual 2013”, Cencosud S.A., diciembre 2013.
- ❖ “Estados Financieros Cencosud S.A.”, Septiembre 2014.
- ❖ www.svs.cl
- ❖ www.bolsadesantiago.com
- ❖ www.bcentral.cl
- ❖ www.bloomberg.com (Cotización precio del acción).
- ❖ www.imf.org
- ❖ www.bancomundial.org
- ❖ www.ripley.cl
- ❖ www.falabella.cl
- ❖ www.consensuseconomics.com/
- ❖ www.cepal.org/en

ANEXOS

A continuación se detalla el listado de bonos emitidos por Cencosud S.A al 30 de Septiembre del 2014:

	<i>Observaciones</i>
Bono	BCENC - A
Nemotécnico	BCENC - A
Fecha de Emisión	15-03-2006
Valor Nominal (VN o D)	4.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-03-2027
Tipo de Bono	Frances
Tasa Cupón (k_d)	4.30%
Periodicidad	SEMESTRAL
Número de pagos (N)	42
Tabla de Pagos	
Periodo de Gracia	20
Motivo de la Emisión	Pagar/Refinanciar Deuda
Clasificación de Riesgo	AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	Transó bajo la Par a 4.25% el dia 15-03-2006
Precio de venta el día de la emisión.	99.96%
Valor de Mercado	

	Observaciones
Bono	BCENC - C
Nemotécnico	BCENC - C
Fecha de Emisión	01-07-2006
Valor Nominal (VN o D)	4.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-07-2027
Tipo de Bono	Frances
Tasa Cupón (k_d)	4.10%
Periodicidad	SEMESTRAL
Número de pagos (N)	42
Tabla de Pagos	
Periodo de Gracia	29
Motivo de la Emisión	Pagar/Refinanciar Deuda
Clasificación de Riesgo	AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	El día 01-07-2006 cotizó a 4.0967
Precio de venta el día de la emisión.	100,21%
Valor de Mercado	

	Observaciones
Bono	BCENC - D
Nemotécnico	BCENC - D
Fecha de Emisión	01-07-2007
Valor Nominal (VN o D)	1.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-07-2027
Tipo de Bono	Frances
Tasa Cupón (k_d)	4.00%
Periodicidad	SEMESTRAL
Número de pagos (N)	42
Tabla de Pagos	
Periodo de Gracia	29
Motivo de la Emisión	Financiamiento de Proyecto
Clasificación de Riesgo	AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	El día 01-07-2006 cotizó a 3.95
Precio de venta el día de la emisión.	100,59%
Valor de Mercado	

	Observaciones
Bono	BCENC - E
Nemotécnico	BCENC - E
Fecha de Emisión	07-05-2008
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	07-05-2018
Tipo de Bono	Único al final
Tasa Cupón (k_d)	3.50%
Periodicidad	
Número de pagos (N)	20
Tabla de Pagos	
Periodo de Gracia	19
Motivo de la Emisión	Financiamiento de Proyecto
Clasificación de Riesgo	AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	El día 07-05-2008 cotizó a 3.15%, bajo la par
Precio de venta el día de la emisión.	99.26%
Valor de Mercado	

	Observaciones
Bono	BCENC - F
Nemotécnico	BCENC - F
Fecha de Emisión	07-05-2008
Valor Nominal (VN o D)	4.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	07-05-2018
Tipo de Bono	Único al final
Tasa Cupón (k_d)	4.00%
Periodicidad	
Número de pagos (N)	40
Tabla de Pagos	
Periodo de Gracia	39
Motivo de la Emisión	Pagar/Financiar Deuda
Clasificación de Riesgo	AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	El día 07-05-2008 cotizó a 3.9971%, sobre la par
Precio de venta el día de la emisión.	101.98%
Valor de Mercado	

	<i>Observaciones</i>
Bono	BCENC - J
Nemotécnico	BCENC - J
Fecha de Emisión	15-01-2009
Valor Nominal (VN o D)	3,000,000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-10-2029
Tipo de Bono	SEMESTRAL
Tasa Cupón (k_d)	5.70%
Periodicidad	
Número de pagos (N)	42
Tabla de Pagos	
Periodo de Gracia	20
Motivo de la Emisión	Pagar/Financiar Deuda
Clasificación de Riesgo	AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	El día 15-01-2009 cotizó a 5.6979%, sobre la par
Precio de venta el día de la emisión.	100.31%
Valor de Mercado	

	<i>Observaciones</i>
Bono	BCENC - L
Nemotécnico	BCENC - L
Fecha de Emisión	28-05-2009
Valor Nominal (VN o D)	1,000,000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	NACIONAL
Fecha de Vencimiento	28-05-2015
Tipo de Bono	SEMESTRAL
Tasa Cupón (k_d)	4.10%
Periodicidad	SEMESTRAL
Número de pagos (N)	12
Tabla de Pagos	
Periodo de Gracia	8
Motivo de la Emisión	Pagar/Refinanciar Deuda
Clasificación de Riesgo	AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	El día 28-05-2009 se emitió a una tasa de 4.096%
Precio de venta el día de la emisión.	Sobre la par, 101,45%
Valor de Mercado	

	Observaciones
Bono	BCENC - N
Nemotécnico	BCENC - N
Fecha de Emisión	28-05-2009
Valor Nominal (VN o D)	4,500,000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	NACIONAL
Fecha de Vencimiento	28-05-2030
Tipo de Bono	SEMESTRAL
Tasa Cupón (k_d)	4.70%
Periodicidad	SEMESTRAL
Número de pagos (N)	42
Tabla de Pagos	
Periodo de Gracia	12
Motivo de la Emisión	SEMESTRAL
Clasificación de Riesgo	AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	El día 28-05-2009 cotizó a 4.6961%
Precio de venta el día de la emisión.	
Valor de Mercado	

	Observaciones
Bono	BCENC - O
Nemotécnico	BCENC - O
Fecha de Emisión	01-06-2011
Valor Nominal (VN o D)	54,000,000
Moneda	Ch\$
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-06-2031
Tipo de Bono	Único al final
Tasa Cupón (k_d)	7.00%
Periodicidad	
Número de pagos (N)	40
Tabla de Pagos	
Periodo de Gracia	
Motivo de la Emisión	39
Clasificación de Riesgo	AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	El día 01-06-2006 se transó a 6.9% sobre la par
Precio de venta el día de la emisión.	101.45%
Valor de Mercado	