



VALORACIÓN CENCOSUD S.A.
MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (FDC)

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

Alumno: Gonzalo Vargas
Profesor Guía: Mauricio Jara

Santiago, Octubre 2016

DEDICATORIA

A nuestra familia que en el transcurso de este trabajo ha visto nacer a nuestra hija, fuente de felicidad, plenitud y motivación para seguir adelante.

TABLA DE CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	3
1. METODOLOGÍA	5
1.1. Principales Métodos de Valoración.....	5
1.3. Método de Flujos de Caja Descontados	5
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	8
2.1. Descripción de Cencosud S.A.	8
2.1.1. Filiales de Cencosud S.A.	10
2.1.2. Principales accionistas de Cencosud S.A.	12
2.2. Descripción de la Industria.....	13
2.2.1. Empresas Comparables	13
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	16
3.1. Financiamiento de la Empresa	16
3.2. Estructura de Capital de la Empresa.....	21
3.2.1. Deuda Financiera de la Empresa.....	21
3.2.2. Patrimonio Económico de la empresa.....	21
3.2.3. Estructura de Capital Objetivo	21
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	22
4.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa	22
4.2. Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....	23
5. ANÁLISIS Y PROYECCIÓN DE EERR	25
5.1. Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	25
5.1.1. Análisis de Crecimiento	25
5.1.2. Análisis de Costos de Operación.....	30
5.1.3. Análisis de Cuentas no operacionales	32
5.1.4. Análisis de Activos.....	34
5.2. Proyección de EERR.....	37
5.2.1. Proyección de Ingresos de Operación	37
5.2.2. Proyección de Costos de Operación.....	38
5.2.3. Proyección Resultado No Operacional.....	39
5.2.4. Proyección de Ganancia Antes de Impuestos.....	41
5.2.5. Estado de Resultado Proyectado	42
6. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO	43
6.1. Depreciación y Amortización.....	43
6.2. Inversión de Reposición y Nuevas Inversiones.....	43
6.3. Inversión en capital de trabajo	44
6.4. Activos Prescindibles	44
6.5. Flujo de Caja Libre.....	45
6.6. Valoración Económica del precio de la acción de Cencosud.....	45
ANEXOS	49
BIBLIOGRAFÍA	48
CONCLUSIÓN	46

RESUMEN EJECUTIVO

Este trabajo tiene por objetivo llevar a cabo la valoración económica de Cencosud S.A. mediante Flujos de Caja Descontados con la información disponible al 30 de junio de 2015.

Cencosud S.A. es una de las principales compañías en el mercado retail latinoamericano con presencia en Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia, además de una oficina comercial en Shanghai. Sus operaciones se extienden a través de una estrategia multi-formato y multi-marca en diferentes líneas de negocios, tales como supermercados, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros.

En una primera parte de este documento se realiza una descripción de la empresa y sus principales competidores, detallando sus filiales y principales accionistas. A continuación se detalla su estructura de financiamiento junto con su estructura de capital cuantificando el costo de capital de la compañía. Posteriormente, se realiza el análisis y proyección de Estados de Resultados para finalmente realizar la valoración de la compañía mediante Flujos de Caja Descontados y por Múltiplos.

A través de ambos métodos se obtuvo el precio por acción de la empresa Cencosud S.A., el cual se comparó con el precio cotizado en la Bolsa de Comercio de Santiago al 30 de junio de 2015 entregando las conclusiones de los valores obtenidos y las diferencias respecto del valor de mercado.

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en el método de flujos de caja descontados, cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

1.2. Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo 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.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al 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 Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte

¹Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

²Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.³

En un 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, éste 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, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

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.

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

³ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en 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.

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).

Al aplicar 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.

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.

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1. Descripción de Cencosud S.A.

A continuación se presenta la ficha de descripción de Cencosud S.A.

	<i>Observaciones</i>
Razón Social	CENCOSUD S.A.
Rut	93.834.000 - 5
Nemotécnico	CENCOSUD
Industria	Retail
Regulación	<p>Chile: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) Securities and Exchange Commission (SEC) Secretaría Regional Ministerial de Salud (SEREMI Salud) Servicio Agrícola y Ganadero (SAG) Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC) Fiscalía Nacional Económica (FNE) Unidad de Análisis Financiero (UAF)</p> <p>Argentina: Secretaría de Comercio Interior Servicio Nacional de Sanidad y Calidad Agroalimentaria Administración Nacional de Medicamentos, Alimentos y Tecnología Médica (ANMAT) Comisión Antimonopolio Argentina Banco Central de la República Argentina Unidad de Información Financiera</p> <p>Brasil: Sistema Nacional de Vigilancia Sanitaria Consejo Administrativo de Defensa Económica (CADE) Agencia Nacional Brasileira de Supervisión de la Salud (ANVISA) Comisión de Valores Mobiliarios (CVM)</p> <p>Perú: Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (INDECOPI). Dirección General de Salud (DIGESA) Dirección General de Medicamentos, Insumos y Drogas (DIGEMID) Organismo Nacional de Sanidad Pesquera (SANIPES) Servicio Nacional de Sanidad Agraria (SENASA) Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) Instituto Nacional de Defensa Civil (INDECI) Unidad de Inteligencia Financiera del Perú (UIF)</p>
Regulación	<p>Colombia: Superintendencia de Industria y Comercio Instituto Nacional de Medicamentos y Alimentos (INVIMA)</p>

	<p>Superintendencia Financiera de Colombia Superintendencia de Sociedades y la Unidad de Información y Análisis Financiero (UIAF) Superintendencia de Sociedades</p>
Tipo de Operación	<p>La compañía es uno de los conglomerados más grandes de América Latina con operaciones en Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia a través de diferentes líneas de negocios y una estrategia multiformato. De esta forma, la compañía cuenta con supermercados, tiendas de mejoramiento del hogar, tiendas por departamentos, centros comerciales y servicios financieros.</p>

2.1.1. Filiales de Cencosud S.A.

Filiales	<ol style="list-style-type: none">1. CENCOSUD (SHANGHAI) TRADING CO., LTD. El único objeto de la sociedad corresponde al trading.2. CENCOSUD ARGENTINA S.P.A. La sociedad tiene por objeto: a) Efectuar inversiones de carácter pasivo en bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporales; b) Tomar interés o participar como socio o accionista en empresas o sociedades; c) Percibir e invertir los frutos de las inversiones; d) Participar en todo tipo de proyectos de inversión, sociedades, comunidades o asociaciones; y e) Celebrar cualquier acto o contrato y desarrollar cualquier actividad rentística relacionada directa o indirectamente con los objetivos anteriores.3. OPERADORA DE PROCESOS S.A. La sociedad tiene por objeto exclusivo la operación de tarjetas de crédito, complementando con lo siguiente: a) Proporcionar los canales electrónicos para la operación con las tarjetas, b) Prestar servicios relacionados con las transacciones por internet; c) Proveer servicios de prevención de fraudes; y d) Realizar operaciones vinculadas con la generación de tarjetas físicas.4. SERVICIOS INTEGRALES S.A. La sociedad tiene por objeto la realización de cobranza, recaudaciones, verificación de domicilios, gestión y administración de carteras de clientes, asesorías financieras, publicitarias y servicios administrativos.5. COSTANERA CENTER S.A. La sociedad tiene por objeto: a) La construcción, compra, venta y administración de bienes inmuebles; b) Efectuar en Chile o el extranjero inversiones permanentes o de renta en bienes muebles corporales o incorporales; c) Efectuar inversiones para formar, participar y representar sociedades que exploten un giro similar e d) Invertir en la compra, venta, fabricación y distribución de todo tipo de bienes y productos.6. CIRCULO MAS S.A. La sociedad tiene por objeto la fidelización de clientes de empresas nacionales e internacionales a través de la prestación, suministro y desarrollo de múltiples servicios.7. CENCOSUD ADMINISTRADORA DE PROCESOS S.A. La sociedad tiene por objeto: a) La prestación de servicios de operación, mantenimiento, administración y procesamiento de datos y la administración de negocios vinculados a sistemas de tarjetas de crédito comerciales; b) Desarrollar negocios de leasing y arrendamiento; y c) La prestación de servicios en materias de publicidad, control de créditos y constitución de garantías de cualquier clase.8. COMERCIAL FOOD AND FANTASY LTDA. La sociedad tiene por objeto la explotación comercial de juegos y actividades de entretención, otorgando servicios de comida, bebidas y en general de restaurant.9. CENCOSUD RETAIL S.A. La sociedad tiene por objeto: a) La explotación de establecimientos comerciales de autoservicios, supermercados, distribuidoras y grandes tiendas; b) Realizar la compra, venta o comercialización de bienes o servicios que tengan relación con la letra a) precedente; c) La compra y venta de
-----------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	<p>mercaderías de toda clase, las inversiones mobiliarias e inmobiliarias y el financiamiento de empresas relacionadas con la sociedad y d) Explotar y administrar farmacias, droguerías, almacenes farmacéuticos o establecimientos con giro similar, incluyendo la compra, venta y distribución de productos farmacéuticos, y la adquisición y comercialización de equipos y maquinarias destinado al funcionamiento de farmacias.</p> <p>10. MERCADO MAYORISTA P Y P LTDA. La sociedad tiene por objeto la compra, venta, envase y distribución en general de toda clase de bienes inmuebles, la inversión en valores mobiliarios y todo otro negocio o actividades que los socios acuerden.</p> <p>11. CENCOSUD SHOPPING CENTERS S.A. La sociedad tiene por objeto: a) La compra, venta, arrendamiento, loteo, construcción y administración por cuenta propia o ajena de inversiones inmobiliarias; b) Efectuar en Chile o el extranjero inversiones permanentes o de renta de bienes muebles, corporales o incorporeales; c) Invertir para formar, integrar, participar y representar sociedades o empresas, nacionales o extranjeras, que exploten un giro similar; d) Invertir en la compra, venta, fabricación, importación, exportación, distribución, comercialización de todo tipo de bienes y productos y e) Explotar y administrar estacionamientos en inmuebles propios o de terceros.</p> <p>12. EASY S.A. La sociedad tiene por objeto la explotación y administración de la actividad del comercio en general, y especialmente de la compra, venta, consignación, distribución, importación, exportación, representación, comisión, envase, fraccionamiento y comercialización de bienes corporales muebles.</p> <p>13. CENCOSUD INTERNACIONAL LTDA.La sociedad tiene por objeto: a) Efectuar exclusivamente en el extranjero inversiones permanentes o de renta en toda clase de bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporeales; b) Constituir y participar en todo tipo de sociedades constituidas exclusivamente en el extranjero; c) Celebrar todo tipo de actos o contratos civiles o mercantiles y d) Efectuar en Chile inversiones en documentos, instrumentos financieros u otras inversiones de corto plazo.</p> <p>14. CENCOSUD ADMINISTRADORA DE TARJETAS S.A. La sociedad tiene por objeto:a) Otorgar servicios financieros a terceros tales como dar dineros en préstamos, financiar a personas la compra de toda clase de bienes o la contratación de servicios y administrar toda clase de sistemas de tarjetas de crédito; b) Realizar operaciones de factoring; c) Desarrollar el negocio de leasing; d) Invertir en bienes raíces, efectos de comercio, acciones, bonos debentures, derechos en cualquier tipo de sociedades y en cualquier otro título de inversión; e) Gestionar la cobranza a terceros; f) Prestar servicios y asesorías profesionales en materias de evaluación de riesgos, control de créditos y constitución de garantías y g) Asesorías profesional en materias de gestión comercial.</p> <p>15. BANCO PARIS S.A.El Banco tiene por objeto ejecutar todos los negocios, actos y contratos que la Ley General de Bancos permita o autorice efectuar a las empresas bancarias.</p>
--	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

2.1.2. Principales accionistas de Cencosud S.A.

12 Mayores Accionistas	<ol style="list-style-type: none">1. Inversiones Quinchamali Limitada (20,28%)2. Inversiones Latadia Limitada (19,47%)3. Inversiones Tano Limitada (16,19%)4. Banco de Chile por Cuenta de Terceros (5,77%)5. Banco Itaú por Cuenta de Inversionistas (4,61%)6. PaulmannKemna Horst (2,49%)7. Fondo de Pensiones Habitat C (2,10%)8. Fondo de Pensiones Provida C (2,01%)9. Banco Santander – JP Morgan (1,77%)10. Fondo de Pensiones Habitat B (1,47%)11. Fondo de Pensiones Capital C (1,34%)12. Fondo de Pensiones Cuprum C (1,29%)
-----------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

2.2. Descripción de la Industria

2.2.1. Empresas Comparables

Dada la naturaleza del negocio de Cencosud, se identificaron dos empresas comparables en el mercado local y una empresa en el mercado internacional:

Nombre de la Empresa	S.A.C.I. Falabella
Ticker o Nemotécnico	FALABELLA
Clase de Acción	Única clase
Derechos de cada Clase	Acciones Comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa Electrónica de Chile Bolsa de Valores de Valparaíso en Chile
Descripción de la Empresa (profile)	Falabella es una de las compañías líderes en Retail de Latino América, con presencia de sus tiendas en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil y próximamente en Uruguay. Actualmente se desarrolla en 5 áreas de negocio: Tiendas por departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Servicios financieros e Inmobiliaria.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail
Negocios en que se encuentra	El EBITDA consolidado de S.A.C.I Falabella al 1Q 2015 corresponde a un total de MM\$ 243.653 equivalente a un 12,5% del total de ingresos. Éste se desglosa en: - MM\$ 209.697 Negocio no Bancario - MM\$ 33.956 Negocio Bancario Lo que implica que el negocio no bancario aporta un 86,1% del total del EBITDA y el negocio bancario un 13,9%.

Nombre de la Empresa	RIPLEY CORP S.A.
Ticker o Nemotécnico	RIPLEY
Clase de Acción	Única clase
Derechos de cada Clase	Acciones Comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores de Valparaíso Bolsa Electrónica de Chile.
Descripción de la Empresa (profile)	Ripley Corp es hoy una de las mayores compañías del sector retail de Chile, Perú, y Colombia. El principal negocio de Ripley es la venta minorista a través de los distintos formatos de tienda por departamento, acompañado por un negocio financiero a través del crédito por medio de la Tarjeta Ripley y el Banco Ripley, además participa en la propiedad de centros comerciales en Chile y Perú siendo parte del negocio Inmobiliario.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail
Negocios en que se encuentra	El EBITDA consolidado de Ripley Corp al 1Q 2015 corresponde a un total de MM\$ 12.065 equivalente a un 3,45% del total de ingresos. Los ingresos totales se desglosan en: - MM\$ 249.811 Negocio Retail - MM\$ 98.543 Negocio Bancario - MM\$ 1.342 Negocio Inmobiliario

Nombre de la Empresa	Almacenes Éxito
Ticker o Nemotécnico	ÉXITO
Clase de Acción	Única Clase
Derechos de cada Clase	Acciones Comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Valores de Colombia
Descripción de la Empresa (profile)	Grupo Éxito es una compañía líder en retail en Colombia y Uruguay con una estrategia multiformato y multimarca para el comercio minorista, además del negocio financiero a través de las tarjetas de crédito y estaciones de gasolina.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail
Negocios en que se encuentra	El EBITDA consolidado de Grupo Éxito al 1Q 2015 corresponde a un total de MM COP \$ 148.058 equivalente a un 4,79% del total de ingresos.

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1. Financiamiento de la Empresa

Cencosud tiene como fuente de financiamiento 5 bonos vigentes en la Superintendencia de Valores y Seguros que se encuentran detallados a continuación:

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie E
Nemotécnico	BCENC-E
Fecha de Emisión	07-05-2008
Valor Nominal (VN o D)	UF 2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	07-05-2018
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,5%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Tabla de Pagos	Ver Anexos
Periodo de Gracia	19 periodos de gracia hasta el 07-05-2018
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	Feller Rate: AA Humphreys: AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_p)	3,98% (Bolsa de Comercio de Santiago)
Precio de venta el día de la emisión.	UF 1.922.581,08
Valor de Mercado	Valor de mercado del bono el día de emisión: 96,12% (bajo la par) Valor de mercado más reciente transado: 104,17% (sobre la par)

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie F
Nemotécnico	BCENC-F
Fecha de Emisión	07-05-2008
Valor Nominal (VN o D)	UF 4.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	07-05-2028
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	4%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	40
Tabla de Pagos	Ver Anexos
Periodo de Gracia	39 periodos de gracia hasta el 07-05-2028
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	Feller Rate: AA Humphreys: AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,22% (Bolsa de Comercio de Santiago)
Precio de venta el día de la emisión.	UF 4.368.169,02
Valor de Mercado	Valor de mercado del bono el día de emisión: 97,06% (bajo la par) Valor de mercado más reciente transado: 106,8% (sobre la par)

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie J
Nemotécnico	BCENC-J
Fecha de Emisión	15-01-2009
Valor Nominal (VN o D)	UF 3.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-10-2029
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_a)	5,7%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Tabla de Pagos	Ver Anexos
Periodo de Gracia	20 periodos de gracia hasta el 15-04-2019
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	Feller Rate: AA Humphreys: AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5,70% (Bolsa de Comercio de Santiago)
Precio de venta el día de la emisión.	UF 3.005.325,70
Valor de Mercado	Valor de mercado del bono el día de emisión: 99,98% (bajo la par) Valor de mercado más reciente transado: 118,98% (sobre la par)

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie N
Nemotécnico	BCENC-N
Fecha de Emisión	28-05-2009
Valor Nominal (VN o D)	UF 4.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	28-05-2030
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_a)	4,7%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Tabla de Pagos	Ver Anexos
Periodo de Gracia	30 periodos de gracia hasta el 28-11-2024
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	Feller Rate: AA Humphreys: AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,95% (Bolsa de Comercio de Santiago)
Precio de venta el día de la emisión.	UF 4.371.194,53
Valor de Mercado	Valor de mercado del bono el día de emisión: 97,04% (bajo la par) Valor de mercado más reciente transado: 114,13% (sobre la par)

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie O
Nemotécnico	BCENC-O
Fecha de Emisión	01-06-2011
Valor Nominal (VN o D)	\$ 54.000.000.000
Moneda	\$
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-06-2031
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	7,0%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	40
Tabla de Pagos	Ver Anexos
Periodo de Gracia	39 periodos de gracia hasta el 01-06-2031
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos y financiamiento de inversión
Clasificación de Riesgo	Feller Rate: AA Humphreys: AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	7,40% (Bolsa de Comercio de Santiago)
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 51.935.492.283
Valor de Mercado	Valor de mercado del bono el día de emisión: 95,91% (bajo la par) Valor de mercado más reciente transado: 99,86% (bajo la par)

3.2. Estructura de Capital de la Empresa

Para estimar la estructura de capital se definió la deuda financiera de la compañía como la deuda de mercado, el patrimonio económico se calculó utilizando el precio de la acción al último día hábil de cada año multiplicado por la cantidad de acciones suscritas y pagadas. Finalmente, el valor económico de los activos se obtuvo como la suma de los dos anteriores. Cabe destacar que para el año 2015, los últimos datos disponibles al cierre del informe corresponden a los estados financieros del primer semestre (30 de junio de 2015).

3.2.1. Deuda Financiera de la Empresa

Miles de UF	2011	2012	2013	2014	2015*
Deuda Financiera	96.132,17	154.926,27	126.863,86	126.562,83	114.218,63

*al 30 de Junio.

3.2.2. Patrimonio Económico de la empresa

Miles de UF	2011	2012	2013	2014	2015*
Patrimonio Económico	305.410,80	284.893,73	229.651,58	173.924,41	174.164,44

*al 30 de Junio.

3.2.3. Estructura de Capital Objetivo

Para el cálculo de la estructura de capital de la empresa se propone un promedio simple de los ratios financieros respectivos:

	2011	2012	2013	2014	2015*	Promedio
B/V	0,2394	0,3522	0,3558	0,4161	0,4259	0,3579
P/V	0,7606	0,6478	0,6442	0,5839	0,5741	0,6421
B/P	0,3148	0,5438	0,5524	0,7125	0,7419	0,5731

*al 30 de Junio.

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Para la estimación del beta patrimonial de la empresa se utilizaron los retornos semanales de CENCOSUD y el índice IGPA desde el 1 de Julio de 2009 al 30 de Junio de 2015. Luego mediante el modelo de mercado $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$ se realizaron los cálculos de los Betas patrimoniales por año, además en la siguiente tabla se presentan la significancia para cada uno de los valores y la presencia bursátil de la acción en la bolsa de Santiago:

	2011	2012	2013	2014	2015
Beta de la Acción	1,6525	1,4286	1,3130	1,3519	1,3464
p-value (significancia)	7,11E-16	8,59E-20	2,08E-21	1,91E-10	2,93E-08
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

4.2. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Para la estimación del costo de capital de la empresa se utilizó una tasa libre de riesgo de 1,96% (BTU-20 al 1 de Julio de 2015) y un premio por riesgo de mercado de 6,76%⁴. La tasa de impuesto considerada corresponde a un 27% consistente con la estructura de capital objetiva de la empresa para el futuro.

1. Costo de la Deuda (k_b)

Se utilizó la última tasa de mercado disponible al 30 de junio de 2015 para el bono de más largo plazo emitido por la compañía en UF, el cual corresponde a la serie N:

$$K_b = 3,23\%$$

2. Beta de la Deuda (β_b)

Mediante CAPM se determina el beta de la deuda de la compañía:

$$K_b = R_f + PRM * \beta_b$$
$$\beta_b = \left(\frac{K_b - R_f}{PRM} \right) = \left(\frac{3,23\% - 1,96\%}{6,76\%} \right) = 0,1879$$

3. Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

Mediante el modelo de regresión lineal detallado anteriormente se determina el beta de la acción utilizando los últimos 105 retornos semanales al 30 de junio de 2015:

$$\beta_p^{C/D} = 1,3464$$

4. Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Dado que la tasa de mercado de la deuda de la compañía es mayor a la tasa libre de riesgo (3,23% > 1,96%) se considera como deuda riesgosa y por lo tanto se utiliza el método de Rubinstein para desapalancar el beta patrimonial. Además se utiliza como estructura de endeudamiento un promedio simple tomando en consideración las 105 semanas de retorno que son consistentes con el periodo de cálculo del beta de la acción.

⁴ **Fuente:** premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Enero de 2015

$$\beta_P^{C/D} = \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P^{C/D}} \right] * \beta_P^{S/D} - (1 - t_c) * \frac{B}{P^{C/D}} * \beta_b$$

$$\beta_P^{S/D} = \frac{\beta_P^{C/D} + (1 - t_c) * \frac{B}{P^{C/D}} * \beta_b}{\left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P^{C/D}} \right]} = \frac{1,3464 + (1 - 22,5\%) * 58,64\% * 0,1879}{[1 + (1 - 22,5\%) * 58,64\%]} = \mathbf{0,9844}$$

5. Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Se apalanca el beta calculado anteriormente utilizando la estructura de capital objetivo obtenida en la sección anterior:

$$\beta_P^{C/D*} = \left[1 + (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P^{C/D}} \right)^* \right] * \beta_P^{S/D} - (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P^{C/D}} \right)^* * \beta_b$$

$$\beta_P^{C/D*} = [1 + (1 - 27\%) * 57,31\%] * 0,9844 - (1 - 27\%) * 57,31\% * 0,1879 = \mathbf{1,3176}$$

6. Costo Patrimonial (k_p)

Mediante CAPM se determina el costo patrimonial de la compañía:

$$K_p = R_f + PRM * \beta_P^{C/D*}$$

$$K_p = 1,96\% + 6,76\% * 1,3176 = \mathbf{10,87\%}$$

7. Costo de Capital (k_0)

Mediante el costo de capital promedio ponderado (WACC) se estima el costo de capital de la compañía:

$$K_0 = K_p * \left(\frac{P^{C/D}}{V} \right)^* + K_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V} \right)^*$$

$$K_0 = 10,87\% * 64,21\% + 3,23\% * (1 - 27\%) * 35,79\% = \mathbf{7,82\%}$$

5. ANÁLISIS Y PROYECCIÓN DE EERR

5.1. Análisis Operacional del Negocio e Industria

5.1.1. Análisis de Crecimiento

a. Tasas de crecimiento

Para analizar el crecimiento de los ingresos de la empresa se utilizará la división por segmentos que presenta Cencosud la cual se compone de 5 unidades de negocio: Supermercados, Mejoramiento del Hogar, Tiendas por Departamento, Servicios Financieros y Shopping Centers, los cuales se detallan a continuación:

- **Supermercados:** corresponden a los supermercados e hipermercados que tienen operación en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia, esta unidad representan el 75% de los ingresos consolidados de la empresa siendo la de mayor tamaño.
- **Mejoramiento del Hogar:** esta unidad de negocio está presente a través de Easy y Blaisten en Chile, Argentina y Colombia, representando el 11% de los ingresos consolidados.
- **Tiendas por Departamento:** representa el 9% de las ventas consolidadas de Cencosud, con presencia en Chile y Perú a través de Tiendas Paris y Johnson's.
- **Servicios Financieros:** consta de la operación de la tarjeta de crédito Cencosud con presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia. La unidad de negocio representa el 3% de las ventas del grupo.
- **Shopping Centers:** corresponden a los centros comerciales presentes en Argentina, Chile, Perú y Colombia, representando el 2% de las ventas consolidadas.

En las tablas a continuación se muestran los ingresos operacionales de Cencosud en UF por cada unidad de negocio para el periodo Diciembre 2011 – Junio 2015 y la variación de un año a otro. Adicionalmente se incluye el desglose por país donde está presente el holding.

Servicios Financieros

	Miles de UF						Variación Real Cencosud			
	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2014	30-06-2015	2012-2011	2013-2012	2014-2013	06/2015 06/2014
Servicios financieros	11.695,71	12.357,45	12.378,30	12.973,71	6.551,53	5.362,81	6%	0%	5%	-18%
Chile	9.663,15	9.795,05	8.875,40	8.208,66	4.367,92	2.466,05	1%	-9%	-8%	-44%
Argentina	1.431,57	1.805,45	1.919,37	2.541,80	1.125,81	1.835,17	26%	6%	32%	63%
Brasil	208,90	160,92	170,88	156,04	63,51	102,83	-23%	6%	-9%	62%
Perú	392,09	596,04	1.087,42	1.738,51	826,48	868,55	52%	82%	60%	5%
Colombia	-	-	325,23	328,71	167,81	90,21	-	-	1%	-46%

Shopping Centers

	Miles de UF						Variación Real Cencosud			
	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2014	30-06-2015	2012-2011	2013-2012	2014-2013	06/2015 06/2014
Shopping Centers	5.818,92	7.244,16	8.808,91	8.724,12	4.156,90	4.510,49	24%	22%	-1%	9%
Chile	2.893,19	4.075,64	4.840,86	4.902,47	2.347,06	2.461,72	41%	19%	1%	5%
Argentina	2.676,11	2.866,30	2.972,88	2.703,88	1.276,73	1.510,89	7%	4%	-9%	18%
Brasil	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Perú	249,62	302,22	624,42	708,09	329,72	349,76	21%	107%	13%	6%
Colombia	-	-	370,75	409,68	203,39	188,11	-	-	11%	-8%

Consolidado Por País

País	Miles de UF						Variación Real Cencosud			
	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2014	30-06-2015	2012-2011	2013-2012	2014-2013	06/2015 06/2014
Chile	130.976,35	150.548,53	160.595,99	149.851,40	72.193,31	76.313,85	15%	7%	-7%	6%
Argentina	97.066,91	107.172,95	109.702,25	104.812,26	49.556,40	58.114,96	10%	2%	-4%	17%
Brasil	69.617,93	91.726,59	85.968,93	87.477,32	44.105,11	35.373,05	32%	-6%	2%	-20%
Perú	28.393,40	31.778,41	33.239,44	36.309,17	17.417,51	17.645,53	12%	5%	9%	1%
Colombia	1.766,40	6.975,47	41.754,51	43.504,69	21.434,81	18.123,81	295%	499%	4%	-15%

b. Tasas de crecimiento reales de la industria

Las tasas de crecimiento reales de la industria para las diversas unidades de negocio de Cencosud por país para los años 2011 a Junio de 2015 son las siguientes:

	Variación Real Industria			
	2012-2011	2013-2012	2014-2013	06/2015 06/2014
Supermercados				
Chile	7%	5%	3%	3%
Argentina	26%	27%	37%	28%
Brasil	9%	2%	1%	-2%
Perú	-	-	-	-
Colombia	6%	5%	7%	5%
Mejoramiento del hogar				
Chile	6%	0%	2%	4%
Argentina	22%	33%	18%	27%
Brasil	-	-	-	-
Perú	-	-	-	-
Colombia	8%	6%	13%	19%
Tiendas por departamento				
Chile	16%	17%	9%	10%
Argentina	-	-	-	-
Brasil	-	-	-	-
Perú	-	-	-	-
Colombia	-	-	-	-
Servicios financieros	12%	8%	23%	-13%
Shopping Centers				
Chile	10%	9%	4%	5%
Argentina	23%	29%	33%	32%
Brasil	-	-	-	-
Perú	-	-	-	-
Colombia	4%	5%	8%	6%

Para el caso de Chile se uso como fuente el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), para Argentina el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), para Brasil el Instituto Brasileiro de Estadística y Geografía (IBGE) y para Colombia el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). Para el caso de Perú no se consideraron los datos de la industria porque no existen fuentes oficiales para las diversas unidades de negocio.

c. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2015 al 2019

La industria del retail ha debido enfrentar durante los últimos trimestres un ciclo económico con bajo crecimiento no sólo en Chile sino también en todos los países de Sudamérica y particularmente en Brasil. En Chile, el Índice de confianza empresarial para el sector comercio se ubica bajo el umbral neutral con 46,9 puntos, inferior al nivel de un año atrás presentando signos de pesimismo.

Actualmente las compañías del sector retail cuentan con poca holgura para transferir al consumidor la depreciación del peso chileno frente al dólar debido a un débil crecimiento económico esperado para 2015 y 2016, considerando que más de un tercio de la estructura de costos de tiendas por departamentos y mejoramiento del hogar está basada en dólares. Asimismo, se ha materializado una baja demanda interna y un deterioro en la calidad del empleo que terminaría por reflejarse en un mayor desempleo para el próximo año. Debido a esto, la industria ha ido reforzando sus canales de ventas online y aplicaciones móviles con el objeto de reducir costos y mejorar los márgenes operacionales. Por su parte, el mercado de bancos relacionados a tiendas comerciales ha experimentado cambios estructurales, donde Banco Ripley absorbió a la compañía de tarjetas del grupo y Scotiabank Chile, mediante una alianza estratégica, absorbió la unidad de tarjetas no bancarias de Cencosud y el portafolio de colocaciones de Banco Paris, cuya licencia bancaria se encuentra en venta.

Para 2015 se espera que el crecimiento de ventas comparables se mantenga plano en la medida que el consumidor enfrente con cautela la incertidumbre económica y una menor disponibilidad de crédito. Por otra parte, tanto las proyecciones de crecimiento del Producto Interno Bruto para Chile realizadas el Banco Central de Chile⁵ como las proyecciones elaboradas por el Fondo Monetario Internacional⁶ para los otros países donde Cencosud opera han sido corregidas a la baja. A continuación se presenta una tabla con las proyecciones de crecimiento económico desde 2015 hasta 2018, las cuales tienen una alta correlación:

CRECIMIENTO PIB LATAM					
País	2015	2016	2017	2018	2019
Argentina	-0,31%	0,12%	0,26%	0,35%	0,40%
Brazil	-1,03%	0,98%	2,25%	2,31%	2,43%
Chile	2,71%	3,34%	3,60%	3,70%	3,80%
Colombia	3,40%	3,70%	4,00%	4,20%	4,29%
Peru	3,81%	4,98%	5,50%	4,82%	4,49%

⁵ Informe de Política Monetaria (Junio 2015)

⁶ Informe de Perspectivas de la Economía Mundial (Abril de 2015)

5.1.2. Análisis de Costos de Operación

a. Costos de operación

Los costos de operación del Holding Cencosud se desglosan en Costos de Venta, Costos de distribución, Gastos de Administración y Otros Gastos, los cuales se detallan a continuación:

- **Costos de venta**

Los costos de venta de Cencosud incluyen el costo de adquisición de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. Estos costos incluyen principalmente los costos de adquisición netos de descuentos obtenidos, los gastos e impuestos de internación no recuperables, los seguros y el transporte de los productos hasta los centros de distribución.

El costo de ventas incluye además los cargos por pérdidas de la cartera de préstamos por cobrar relacionados con el segmento Servicios Financieros.

- **Costos de distribución**

Los costos de distribución comprenden todos aquellos gastos necesarios para entregar los productos a los clientes.

- **Gastos de administración**

Los gastos de administración comprenden las remuneraciones y compensaciones del personal, las depreciaciones de propiedades, plantas y equipos, las amortizaciones de activos no corrientes y otros gastos generales y de administración.

- **Otros gastos, por función**

Otros gastos por función comprenden principalmente gastos de publicidad que la compañía realiza en la promoción de productos y de sus marcas.

b. Detalle de Costos de operación

En la tabla que se presenta a continuación se desglosa el detalle de los costos de operación de la empresa para el periodo Diciembre 2011 – Junio 2015 en UF. Adicionalmente se incluye la depreciación y amortización de intangibles del ejercicio.

	Miles de UF					
	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2014	30-06-2015
Gastos por Naturaleza	317.344,02	378.693,92	422.658,75	418.652,98	203.747,88	202.841,67
Costos de Venta	243.556,52	286.673,24	316.245,72	317.324,14	154.505,18	150.707,34
Costos de Distribución	673,63	885,86	1.026,66	1.082,30	504,99	535,85
Gastos de Administración	66.816,21	84.297,32	96.707,18	92.853,20	45.288,96	48.301,52
Otros gastos, por función	6.297,66	6.837,51	8.679,19	7.393,35	3.448,75	3.296,96
Depreciaciones y Amortizaciones	5.390,43	6.192,90	8.109,88	8.122,88	4.058,19	4.240,90

5.1.3. Análisis de Cuentas no operacionales

A continuación se presenta una breve descripción de las cuentas no operacionales en el Estado de Resultados:

- **Ingresos Financieros:** corresponden a los ingresos percibidos por las tarjetas comerciales del grupo y se reconocen en forma devengada en función del plazo pactado con los clientes.
- **Costos Financieros:** se dividen en costos generales y específicos que son atribuibles a la adquisición, construcción o producción de un activo a lo que necesariamente le lleva tiempo estar listos para el uso que se pretende, los cuales son sumados al costo de dichos activos hasta que estos están listos para su uso o venta.
- **Diferencias de cambios:** surgen de la conversión de una inversión neta en entidades extranjeras, y de préstamos y otros instrumentos en moneda extranjera designados como cobertura de esas inversiones.
- **Resultados por unidades de reajuste:** se generan producto del cambio en la valorización de activos y pasivos denominados en unidades de fomento.

Al analizar la apertura de estas cuentas se identificaron aquellas de carácter recurrente para el periodo Diciembre 2011 – Junio 2015. El detalle se presenta a continuación:

	Miles de UF						Carácter
	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2014	30-06-2015	
Ingresos financieros	480,57	355,09	251,17	272,43	162,06	322,15	
Resultado por cobertura de flujos	42,53	11,71	1,07	0,00	0,00	0,00	
Otros ingresos financieros por inversión	438,04	343,38	250,09	272,43	162,06	322,15	Recurrente
Costos financieros	-6.132,94	-9.238,84	-11.097,79	-9.021,15	-4.398,76	-4.661,59	
Gastos por préstamos bancarios	-3.088,64	-5.280,53	-5.919,28	-4.674,07	-2.071,56	-2.272,91	Recurrente
Gastos por bonos	-2.559,14	-2.671,11	-3.864,17	-4.086,03	-1.862,24	-2.303,56	Recurrente
Intereses por captaciones	0,00	-502,95	-574,42	0,00	-283,98	-48,66	
Gastos (Ingresos) por valoración derivados financieros	-485,16	-784,25	-739,91	-261,04	-180,98	-36,45	Recurrente
Resultados por unidades de reajuste	-1.403,45	-1.134,61	-899,18	-1.607,01	-921,61	-339,84	
Resultados por unidades de reajuste bonos Chile	-1.115,44	-706,06	-595,44	-1.484,51	-867,40	-262,44	Recurrente
Resultados por unidades de reajuste Brasil	-288,00	-411,16	-298,46	-277,34	-160,44	-63,99	Recurrente
Resultados por unidades de reajuste Otros	0,00	-17,39	-5,28	154,84	106,23	-13,40	
Diferencias de cambio	-443,34	-117,33	-1.489,67	-960,04	-347,35	-1.062,50	
Deuda financiera bancos Argentina	-245,21	-239,43	-206,86	-131,97	-114,93	-19,03	Recurrente
Obligación con el público EEUU, Perú y Chile	-276,28	-99,67	-1.119,87	-770,46	-239,30	-802,35	Recurrente
Deuda financiera Perú	78,50	49,09	-164,33	-63,69	0,63	-116,18	Recurrente
Activos y deuda financiera Colombia	0,00	172,68	1,40	6,09	6,25	-124,94	Recurrente
Otros efectos por diferencia de cambio	-0,35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	259,40	246,91	441,43	361,11	78,38	181,74	Recurrente

5.1.4. Análisis de Activos

a. Clasificación de activos

En la siguiente tabla se presentan los activos de la empresa, operacionales y no operacionales, a Junio de 2015.

	Miles de UF
	30-06-2015
Activos corrientes Operacionales	89.475,78
Efectivo y equivalentes al efectivo	11.599,29
Otros activos no financieros corrientes	828,63
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	29.316,47
Inventarios corrientes	44.805,11
Activos por impuestos corrientes, corrientes	2.926,28
Activos No corrientes Operacionales	227.415,02
Otros activos no financieros no corrientes	1.323,71
Cuentas por cobrar no corrientes	1.457,64
Activos intangibles distintos de la plusvalía	16.290,64
Propiedades, planta y equipo	117.334,83
Propiedad de inversión	67.534,35
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	467,18
Activos por impuestos diferidos	23.006,68
Activos corrientes No Operacionales	5.997,34
Otros activos financieros corrientes	4.728,51
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	1.268,83
Activos No corrientes No Operacionales	82.584,88
Otros activos financieros no corrientes	13.665,40
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	8.549,68
Plusvalía	60.369,79

b. Detalle de activos no operacionales

Los activos no operacionales que posee la empresa, para el año a Junio de 2015 se detallan a continuación:

Otros activos financieros corrientes y no corrientes

	Miles de UF
Otros Activos Financieros Corrientes y No Corrientes	30-06-2015
Otros activos financieros corrientes	4.728,51
Acciones	0,00
Cuotas de fondos mutuos	505,42
Derivados de cobertura	0,00
Instrumentos Financieros de alta liquidez	4.223,09
Otros activos financieros no corrientes	13.665,40
Derivados de cobertura	13.501,10
Inversiones financieras L/P	8,05
Cuentas por cobrar a vendedores de Bretas	156,25

Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes

	Miles de UF
	30-06-2015
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	1.268,83
Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.	84,95
CAT Administradora de tarjetas S.A.	990,43
CAT Corredores de seguros y servicios S.A.	91,72
Operadora de procesos S.A.	100,79
Servicios integrales S.A.	0,93

Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación

	Miles de UF
	30-06-2015
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	8.549,68
Loyalti Del Perú S.A.C.	34,18
Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.	2.031,80
CAT Administradora de tarjetas S.A.	6.403,84
Servicios integrales S.A.	24,94
Operadora de procesos S.A.	59,52
CAT Corredores de seguros y servicios S.A.	-4,60

Plusvalía

	Miles de UF
	30-06-2015
Plusvalía	60.369,79
Shopping Centers - Argentina	5,97
Supermercados - Chile	4.282,60
Supermercados - Brasil	15.931,18
Supermercados - Perú	10.651,91
Supermercados - Colombia	19.984,82
Retail Financiero - Colombia	2.379,14
Shopping Centers - Colombia	1.427,49
Mejoramiento del Hogar - Argentina	127,41
Mejoramiento del Hogar - Chile	49,13
Tiendas por Departamento - Chile	5.530,15

5.2. Proyección de EERR

5.2.1. Proyección de Ingresos de Operación

La proyección de ingresos de operación se basa en las tasas de crecimiento de PIB para los países en que Cencosud desarrolla sus líneas de negocio, las cuales fueron estimadas por el Fondo Monetario Internacional en su último informe de Abril de 2015. Debido a la fuerte corrección en el crecimiento económico en algunos países de Latinoamérica, especialmente Brasil y Argentina, se ha utilizado este supuesto que refleja de mejor manera el periodo de alta incertidumbre en los mercados que hace poco probable que se repita el comportamiento histórico al menos en el corto y mediano plazo.

La siguiente tabla presenta la proyección de Ingresos de Actividades Ordinarias por país para el periodo 2015 – 2019:

	Miles de UF					
	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Ingresos de Actividades Ordinarias Consolidadas	434.928,56	434.637,91	444.547,17	456.819,77	469.670,84	483.229,97
Chile	158.060,06	160.033	165.383	171.336	177.676	184.427
PIB Chile		2,71%	3,34%	3,60%	3,70%	3,80%
Argentina	107.354,06	105.496	105.621	105.897	106.268	106.693
PIB Argentina		-0,31%	0,12%	0,26%	0,35%	0,40%
Brasil	87.633,36	85.499	86.340	88.283	90.319	92.515
PIB Brasil		-1,03%	0,98%	2,25%	2,31%	2,43%
Perú	38.047,68	38.934	40.872	43.119	45.199	47.230
PIB Perú		3,81%	4,98%	5,50%	4,82%	4,49%
Colombia	43.833,40	44.676	46.331	48.185	50.209	52.365
PIB Colombia		3,40%	3,70%	4,00%	4,20%	4,29%

5.2.2. Proyección de Costos de Operación

En la siguiente tabla se muestran los costos de operación expresados como porcentaje sobre los ingresos consolidados desde Diciembre de 2011 a Junio de 2015. Con estos datos se calculó el promedio de los periodos analizados para utilizarlo como supuesto de trabajo en la proyección de los costos de operación.

Porcentaje promedio de costos sobre ingresos totales

	Porcentaje					Promedio
	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015	
Ingresos Consolidados	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de Venta	71,74%	71,57%	71,28%	72,96%	71,45%	71,80%
Costos de Distribución	0,20%	0,22%	0,23%	0,25%	0,25%	0,23%
Gastos de Administración	19,68%	21,04%	21,80%	21,35%	22,90%	21,35%
Otros gastos, por función	1,85%	1,71%	1,96%	1,70%	1,56%	1,76%

Por lo tanto, sobre el total de ingresos operacionales consolidados, los costos de venta representarán un 71,80%, los Gastos de Administración un 21,35%, Otros Gastos un 1,76% y los Costos de Distribución un 0,23%. La siguiente tabla detalla la proyección de cada uno de estos costos para el periodo 2015 – 2019 en miles de UF.

Detalle de Proyeccion de Costos de Operación

	Miles de UF					
	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Gastos por Naturaleza	418.652,98	413.516,97	422.944,69	434.620,91	446.847,49	459.747,72
Costos de Venta	317.324,14	312.067,03	319.181,80	327.993,45	337.220,42	346.955,79
Promedio % sobre Ingresos		71,80%	71,80%	71,80%	71,80%	71,80%
Costos de Distribución	1.082,30	1.003,03	1.025,89	1.054,21	1.083,87	1.115,16
Promedio % sobre Ingresos		0,23%	0,23%	0,23%	0,23%	0,23%
Gastos de Administración	92.853,20	92.813,66	94.929,71	97.550,43	100.294,68	103.190,13
Promedio % sobre Ingresos		21,35%	21,35%	21,35%	21,35%	21,35%
Otros gastos, por función	7.393,35	7.633,26	7.807,28	8.022,82	8.248,52	8.486,64
Promedio % sobre Ingresos		1,76%	1,76%	1,76%	1,76%	1,76%

5.2.3. Proyección Resultado No Operacional

A continuación se presentan las cuentas no operacionales que fueron clasificadas como de carácter recurrente en la sección 5.1.3 y su correspondiente proyección, la cual está basada utilizando como supuesto conservador el porcentaje promedio que representan sobre el total de ingresos para todos los años analizados. Para el resto de las cuentas no operacionales de carácter no recurrente se proyectaron constantes a partir del ejercicio 2015.

Porcentaje promedio sobre ingresos operacionales totales de cuentas no operacionales de carácter recurrente

	Porcentaje					
	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015	Promedio
Otros ingresos financieros por inversión	0,13%	0,09%	0,06%	0,06%	0,07%	0,08%
Gastos por préstamos bancarios	-0,91%	-1,32%	-1,33%	-1,07%	-0,94%	-1,12%
Gastos por bonos	-0,75%	-0,67%	-0,87%	-0,94%	-0,85%	-0,82%
Gastos (Ingresos) por valoración derivados financieros	-0,14%	-0,20%	-0,17%	-0,06%	-0,08%	-0,13%
Resultados por unidades de reajuste bonos Chile	-0,33%	-0,18%	-0,13%	-0,34%	-0,40%	-0,28%
Resultados por unidades de reajuste Brasil	-0,08%	-0,10%	-0,07%	-0,06%	-0,07%	-0,08%
Deuda financiera bancos Argentina	-0,07%	-0,06%	-0,05%	-0,03%	-0,05%	-0,05%
Obligación con el público EEUU, Perú y Chile	-0,08%	-0,02%	-0,25%	-0,18%	-0,11%	-0,13%
Deuda financiera Perú	0,02%	0,01%	-0,04%	-0,01%	0,00%	0,00%
Activos y deuda financiera Colombia	0,00%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,08%	0,06%	0,10%	0,08%	0,04%	0,07%

A partir de los supuestos presentados anteriormente se proyectaron las cuentas no operacionales de la compañía para el periodo 2015 – 2019, las cuales se muestran en la siguiente tabla.

Proyección de cuentas no operacionales

	Miles de UF					
	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Ingresos financieros	272,43	354,35	362,43	372,43	382,91	393,97
Resultado por cobertura de flujos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros ingresos financieros por inversión	272,43	354,35	362,43	372,43	382,91	393,97
Costos financieros	-9.021,15	-8.961,67	-9.165,99	-9.419,03	-9.684,01	-9.963,58
Gastos por préstamos bancarios	-4.674,07	-4.851,70	-4.962,32	-5.099,31	-5.242,76	-5.394,12
Gastos por bonos	-4.086,03	-3.546,68	-3.627,54	-3.727,69	-3.832,55	-3.943,20
Intereses por captaciones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gastos (Ingresos) por valoración derivados financieros	-261,04	-563,29	-576,13	-592,03	-608,69	-626,26
Resultados por unidades de reajuste	-1.607,01	-1.383,75	-1.418,78	-1.462,16	-1.507,59	-1.555,52
Resultados por unidades de reajuste bonos Chile	-1.484,51	-1.195,93	-1.223,19	-1.256,96	-1.292,32	-1.329,63
Resultados por unidades de reajuste Brasil	-277,34	-340,46	-348,22	-357,83	-367,90	-378,52
Resultados por unidades de reajuste Otros	154,84	152,64	152,64	152,64	152,64	152,64
Diferencias de cambio	-960,04	-760,30	-777,63	-799,10	-821,58	-845,30
Deuda financiera bancos Argentina	-131,97	-227,19	-232,37	-238,79	-245,51	-252,59
Obligación con el público EEUU, Perú y Chile	-770,46	-560,62	-573,40	-589,23	-605,81	-623,30
Deuda financiera Perú	-63,69	-13,93	-14,25	-14,64	-15,05	-15,49
Activos y deuda financiera Colombia	6,09	41,44	42,39	43,56	44,78	46,08
Otros efectos por diferencia de cambio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	361,11	309,73	316,79	325,53	334,69	344,35

5.2.4. Proyección de Ganancia Antes de Impuestos

Tomando en consideración todas las cuentas proyectadas en los puntos anteriores se realiza el cálculo de la Ganancia antes de impuestos.

Estado de Resultados	Miles de UF					
	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Ingresos de actividades ordinarias	434.928,56	434.637,91	444.547,17	456.819,77	469.670,84	483.229,97
Costo de ventas	317.324,14	312.067,03	319.181,80	327.993,45	337.220,42	346.955,79
Ganancia bruta	117.604,43	122.570,89	125.365,37	128.826,32	132.450,41	136.274,18
Otros ingresos	4.646,82	4.498,73	4.601,30	4.728,32	4.861,34	5.001,68
Costos de distribución	1.082,30	1.003,03	1.025,89	1.054,21	1.083,87	1.115,16
Gastos de administración	92.853,20	92.813,66	94.929,71	97.550,43	100.294,68	103.190,13
Otros gastos, por función	7.393,35	7.633,26	7.807,28	8.022,82	8.248,52	8.486,64
Otras ganancias (pérdidas)	1.405,95	656,85	671,83	690,38	709,80	730,29
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	22.328,35	26.276,53	26.875,60	27.617,56	28.394,48	29.214,22
Ingresos financieros	272,43	354,35	362,43	372,43	382,91	393,97
Costos financieros	9.021,15	8.961,67	9.165,99	9.419,03	9.684,01	9.963,58
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	361,11	309,73	316,79	325,53	334,69	344,35
Diferencias de cambio	-960,04	-760,30	-777,63	-799,10	-821,58	-845,30
Resultados por unidades de reajuste	-1.607,01	-1.383,75	-1.418,78	-1.462,16	-1.507,59	-1.555,52
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	11.373,70	15.834,88	16.192,42	16.635,23	17.098,91	17.588,14

Impuestos a las ganancias

A continuación se presenta la proyección del gasto por impuestos a las ganancias acorde a la tasa de impuesto que corresponde aplicar en cada uno de los años estimados.

	Miles de UF					
	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Gasto por impuestos a las ganancias	4.080,31	3.562,85	3.886,18	4.241,98	4.616,71	4.748,80
% Impuesto		22,5%	24,0%	25,5%	27,0%	27,0%

Ganancia o Pérdida.

Luego de las cuentas proyectadas en los puntos anteriores se obtiene la ganancia proyectada para el periodo 2015 – 2019.

	Miles de UF					
Estado de Resultados	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Ganancia (pérdida)	7.293,39	12.272,03	12.306,24	12.393,24	12.482,20	12.839,34

5.2.5. Estado de Resultado Proyectado

Finalmente se detalla el Estado de Resultados proyectado para el período 2015-2019.

	Miles de UF					
Estado de Resultados	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Ingresos de actividades ordinarias	434.928,56	434.637,91	444.547,17	456.819,77	469.670,84	483.229,97
Costo de ventas	317.324,14	312.067,03	319.181,80	327.993,45	337.220,42	346.955,79
Ganancia bruta	117.604,43	122.570,89	125.365,37	128.826,32	132.450,41	136.274,18
Otros ingresos	4.646,82	4.498,73	4.601,30	4.728,32	4.861,34	5.001,68
Costos de distribución	1.082,30	1.003,03	1.025,89	1.054,21	1.083,87	1.115,16
Gastos de administración	92.853,20	92.813,66	94.929,71	97.550,43	100.294,68	103.190,13
Otros gastos, por función	7.393,35	7.633,26	7.807,28	8.022,82	8.248,52	8.486,64
Otras ganancias (pérdidas)	1.405,95	656,85	671,83	690,38	709,80	730,29
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	22.328,35	26.276,53	26.875,60	27.617,56	28.394,48	29.214,22
Ingresos financieros	272,43	354,35	362,43	372,43	382,91	393,97
Costos financieros	9.021,15	8.961,67	9.165,99	9.419,03	9.684,01	9.963,58
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	361,11	309,73	316,79	325,53	334,69	344,35
Diferencias de cambio	-960,04	-760,30	-777,63	-799,10	-821,58	-845,30
Resultados por unidades de reajuste	-1.607,01	-1.383,75	-1.418,78	-1.462,16	-1.507,59	-1.555,52
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	11.373,70	15.834,88	16.192,42	16.635,23	17.098,91	17.588,14
Gasto por impuestos a las ganancias	4.080,31	3.562,85	3.886,18	4.241,98	4.616,71	4.748,80
Ganancia (pérdida)	7.293,39	12.272,03	12.306,24	12.393,24	12.482,20	12.839,34

6. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO

A continuación se proyecta el Flujo de Caja Bruto y Libre anual para los años 2015 al 2019, en UF de Junio de 2015.

6.1. Depreciación y Amortización

En la siguiente tabla se muestra el detalle de depreciación y amortización como porcentaje sobre los ingresos por ventas para el periodo entre enero de 2011 y junio de 2015. De esta manera, en promedio las depreciaciones representan un 1,61% y las amortizaciones un 0,16% de los ingresos, estos valores se utilizaron para proyectar ambas cuentas desde el año 2015 en adelante.

	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015	Promedio
Depreciaciones y Amortizaciones	1,59%	1,55%	1,83%	1,87%	2,01%	1,77%
Depreciaciones	1,45%	1,44%	1,68%	1,71%	1,76%	1,61%
Amortizaciones	0,14%	0,11%	0,15%	0,16%	0,25%	0,16%

6.2. Inversión de Reposición y Nuevas Inversiones

Para estimar la Inversión de Reposición y Nuevas Inversiones se utilizó el actual plan de inversiones para el período 2015-2018 presentados por la empresa el 30 de enero de 2015, el cual contempla crecimiento orgánico, mantención de tiendas, remodelaciones y mejoras tecnológicas.

Para la Inversión en Reposición se consideraron los montos destinados a mantención de tiendas y remodelaciones. Para Nuevas Inversiones se consideró el crecimiento orgánico que la empresa espera realizar antes de 2019. A continuación se presenta el detalle en USD y luego en CLP.

Plan de Inversiones 2015 - 2018					
Item	%	2015	2016	2017	2018
Crecimiento Orgánico	41%	223.450.000	246.000.000	262.810.000	268.140.000
Mantención Tiendas	18%	98.100.000	108.000.000	115.380.000	117.720.000
Remodelaciones	21%	114.450.000	126.000.000	134.610.000	137.340.000
Mejoras tecnológicas y Logística	20%	109.000.000	120.000.000	128.200.000	130.800.000
Total USD	100%	545.000.000	600.000.000	641.000.000	654.000.000

Item	%	2015	2016	2017	2018
Crecimiento Orgánico	41%	139.986.956.000	154.114.080.000	164.645.208.800	167.984.347.200
Mantención Tiendas	18%	61.457.688.000	67.659.840.000	72.283.262.400	73.749.225.600
Remodelaciones	21%	71.700.636.000	78.936.480.000	84.330.472.800	86.040.763.200
Mejoras tecnológicas y Logística	20%	68.286.320.000	75.177.600.000	80.314.736.000	81.943.584.000
Tipo de Cambio USDCLP (30-01-2015)		626,48	626,48	626,48	626,48
Total CLP	100%	341.431.600.000	375.888.000.000	401.573.680.000	409.717.920.000

Inversión de Reposición		133.158.324.000	146.596.320.000	156.613.735.200	159.789.988.800	
Depreciación		174.533.416.261	178.512.582.107	183.440.774.515	188.601.254.823	Promedio
Inversión de Reposición (% Depreciación)		76,29%	82,12%	85,38%	84,72%	82,13%

6.3. Inversión en Capital de Trabajo

En la siguiente tabla se presenta el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) tomando en cuenta aquellos activos y pasivos que no devengan intereses. Adicionalmente se calcula el porcentaje y días de ventas de éste sobre los ingresos por ventas (RCTON) para cada uno de los periodos comprendidos entre enero de 2011 y junio de 2015.

Item	2011	2012	2013	2014	1S2015	Promedio
Activo Corriente Neto	82.197,27	100.389,97	102.947,02	87.011,35	90.449,37	
Efectivo y equivalentes al efectivo	5.866,36	10.407,75	7.366,58	8.887,44	11.599,29	
Otros activos financieros corrientes	2.025,87	2.984,44	2.127,19	1.940,10	4.728,51	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	39.790,31	46.422,86	48.625,87	31.736,45	29.316,47	
Inventarios corrientes	34.514,73	40.574,92	44.827,39	44.447,36	44.805,11	
Pasivo Corriente Neto	69.358,31	83.289,56	83.999,58	80.524,55	70.449,59	
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	69.358,31	83.289,56	83.999,58	80.524,55	70.449,59	
CTON	12.838,95	17.100,41	18.947,44	6.486,80	19.999,78	
Ventas	339.516,70	400.559,40	443.639,43	434.928,56	434.603,91	
RCTON (% ventas)	3,78%	4,27%	4,27%	1,49%	4,60%	3,68%
RCTON (días ventas)	13,80	15,58	15,59	5,44	16,80	13,44

Como se puede apreciar, el RCTON promedio es más bien constante, a excepción del año 2014, alcanzando 13,44 días de venta. A junio de 2015 los días de venta son bastantes cercanos a los niveles mostrados en años anteriores por lo que no presenta ni exceso ni déficit en capital de trabajo.

6.4. Activos Prescindibles

A continuación se presenta el detalle de los Activos Prescindibles al 30 de junio de 2015.

Activos no corrientes	83.413,51
Otros activos financieros no corrientes	13.665,40
Otros activos no financieros corrientes	828,63
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	-
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	8.549,68
Plusvalía	60.369,79

6.5. Flujo de Caja Libre

Con el detalle y los supuestos entregados anteriormente se presenta el flujo de caja bruto y libre anual, incluyendo el primer año de proyección implícita (año 2020).

	Miles de UF						
	2S2015	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020 - 00
Ganancia (pérdida)	9.665,98	12.272,03	12.306,24	12.393,24	12.482,20	12.839,34	12.839,34
Ajustes							
Depreciación	3.266,16	6.986,10	7.145,37	7.342,64	7.549,20	7.767,14	7.767,14
Amortización	177,29	698,25	714,17	733,88	754,53	776,31	776,31
Costos financieros	3.332,56	6.945,30	6.966,15	7.017,18	7.069,32	7.273,41	7.273,41
Diferencias de cambio	302,20	- 760,30	- 777,63	- 799,10	- 821,58	- 845,30	- 845,30
Resultados por unidades de reajuste	- 1.043,91	- 1.383,75	- 1.418,78	- 1.462,16	- 1.507,59	- 1.555,52	- 1.555,52
Flujo de Caja Bruto	17.183,70	29.045,73	29.328,34	29.748,21	30.184,42	31.057,02	31.057,02
Inversión de Reposición	2.664,98	5.329,97	5.867,85	6.268,82	6.395,96	6.379,04	7.767,14
Nuevas Inversiones	2.801,65	5.603,30	6.168,77	6.590,30	6.723,96	-	-
Inversión Capital de Trabajo	187,84	364,96	452,00	473,30	499,38	-	-
Flujo de Caja Libre	11.529,23	17.747,51	16.839,73	16.415,78	16.565,13	24.677,98	23.289,88
Valor Terminal						297.756,95	
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	11.529,23	17.747,51	16.839,73	16.415,78	16.565,13	322.434,94	

6.6. Valoración Económica del precio de la acción de Cencosud

Para estimar el valor económico de los activos se calculó el valor presente a junio de 2015 de los flujos de caja libre proyectados hasta el año 2019. Asimismo se incluyó el valor terminal sin crecimiento desde el año 2020 en delante de la siguiente forma:

$$V(t) = \frac{FCL_{t+1}}{K_0} = \frac{UF 23.289,88}{7,82\%} = UF 297.756,95$$

La tasa a la cual se descontaron estos flujos es de 7,82% la cual se calculó anteriormente y corresponde a la tasa de costo capital de la compañía (K_0).

Valor Económico del Patrimonio	UF	Pesos
Valor de Activos Operacionales	135.897,05	
Exceso de Capital de Trabajo	-	
Activos Prescindibles	83.413,51	
Valor de Activos Totales	219.310,5599	
Deuda Financiera	114.218,63	
Patrimonio Económico	105.091,93	
N° de Acciones Totales	2.828.723.963	
Valor de la Acción	0,0372	928

De esta manera, el valor económico de Cencosud al 30 de junio de 2015 es de 928 pesos por acción.

CONCLUSIÓN

El análisis de la situación financiera de la compañía para los últimos 5 años permite entregar las siguientes observaciones:

- Altos niveles de deuda financiera para financiar fuerte plan de inversiones en Latinoamérica que la han llevado a arriesgar la calidad de grado de inversión por parte de las clasificadoras de riesgos y a emitir deuda en dólares en el extranjero producto de un mayor spread exigido en el mercado chileno.
- Mayores ingresos por crecimiento inorgánico en Brasil, Colombia y Perú durante los últimos años.
- Menores ganancias no operacionales por mayores costos financieros, efectos por mayor inflación y un tipo de cambio desfavorable.
- Menores ingresos registrados durante los últimos 12 meses, afectados principalmente por una baja considerable en las ventas de supermercados en Brasil, que han llevado a disminuir los niveles de inventario y reducir los costos de administración.

Para la proyección de los flujos de caja existen distintos factores y supuestos que han determinado la valoración de Cencosud S.A., algunos de los cuales son distintos a los considerados por los analistas en el mercado. Si bien la venta del 51% de la división de servicios de retail financiero a Scotiabank oficializada el 1 de mayo de 2015 ya se encuentra incorporada en la valoración de la compañía, existen algunos hitos importantes que están por concretarse y que aún no se tienen detalles respecto del tiempo y/o los montos involucrados:

- El 30 de enero de 2015 mediante hecho esencial la compañía dio a conocer su plan de inversiones para los próximos 4 años por un monto entre US\$2.400 y US\$3.000 millones, el cual podría ser sub-ejecutado en base al actual escenario macroeconómico con el objeto de mejorar su carga financiera y mantener el grado de inversión. Asimismo, se dio a conocer la evaluación de la apertura a la bolsa de su negocio de centros comerciales mediante un proceso de spin-off, lo cual impulsó al alza el precio de la acción y la llevó a rentar un 10,7% el mismo día de publicado el comunicado. El mercado asignó buenas perspectivas este tipo de operación porque le permitiría a la compañía aliviar el alto nivel de deuda financiera, ya que separar el negocio inmobiliario permite asignarle a esta unidad un ratio de deuda financiera sobre Ebitda de hasta un nivel de 4,5 veces, por encima del ratio permitido al negocio retail de 3 veces, lo

cual evitaría que la compañía pierda el grado de inversión asignado por las clasificadoras de riesgo.

- El 24 de abril de 2015 mediante hecho esencial la compañía informó el inicio del proceso de venta del Banco Paris a través de un Banco de Inversión.
- Respecto de las adquisiciones realizadas en Colombia y Perú la compañía heredó algunas farmacias y bencineras que han sido clasificados como activos prescindibles. De esta forma, Cencosud se encuentra en la búsqueda de potenciales compradores que permita mejorar rentabilidad y mantener el foco en los negocios principales.

Estos hechos no han sido considerados en los flujos de caja proyectados en la valoración económica, lo cual explica principalmente las diferencias obtenidas entre el valor de la acción obtenido de \$928 y el precio actual de mercado de \$1.538,20.

BIBLIOGRAFÍA

- Cencosud, 2015. www.cencosud.com/inversionistas
- Superintendencia de Valores y Seguros, 2015. www.svs.cl
- Bolsa de Comercio de Santiago, 2015. www.bolsadesantiago.com
- Bolsa Electrónica de Chile, 2015. www.bolchile.cl
- Clasificadora de Riesgo Feller Rate, 2015.
<http://www.feller-rate.cl/clasificaciones/riesgo/1/93834000-5/cencosud-sa>
- Clasificadora de Riesgo Humphreys, 2015.
<http://www.humphreys.cl/empresas/6/cencosud>
- Falabella, 2015. www.falabella.com
- Ripley Chile, 2015. www.ripley.cl
- Grupo Éxito, 2015. www.grupoexito.com.co
- Bloomberg Business, 2015. www.bloomberg.com/quote/CENCOSUD:CI
- Instituto Nacional de Estadísticas, Chile. www.ine.cl
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística, Colombia. <http://www.dane.gov.co/>
- Instituto Nacional de Estadística y Censos, Argentina. <http://www.indec.gov.ar/>
- Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística, Brasil. <http://www.ibge.gov.br/espanhol/>
- Fondo Monetario Internacional. www.imf.org

ANEXOS

1. Bono Cencosud Serie E (BCENC-E)

Tabla de Desarrollo					
Cupón	Fecha	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Insoluto
1	07-11-2008	1,7349	0	1,7349	100
2	07-05-2009	1,7349	0	1,7349	100
3	07-11-2009	1,7349	0	1,7349	100
4	07-05-2010	1,7349	0	1,7349	100
5	07-11-2010	1,7349	0	1,7349	100
6	07-05-2011	1,7349	0	1,7349	100
7	07-11-2011	1,7349	0	1,7349	100
8	07-05-2012	1,7349	0	1,7349	100
9	07-11-2012	1,7349	0	1,7349	100
10	07-05-2013	1,7349	0	1,7349	100
11	07-11-2013	1,7349	0	1,7349	100
12	07-05-2014	1,7349	0	1,7349	100
13	07-11-2014	1,7349	0	1,7349	100
14	07-05-2015	1,7349	0	1,7349	100
15	07-11-2015	1,7349	0	1,7349	100
16	07-05-2016	1,7349	0	1,7349	100
17	07-11-2016	1,7349	0	1,7349	100
18	07-05-2017	1,7349	0	1,7349	100
19	07-11-2017	1,7349	0	1,7349	100
20	07-05-2018	1,7349	100	101,7349	0

2. Bono Cencosud Serie F (BCENC-F)

Tabla de Desarrollo					
Cupón	Fecha	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Insoluto
1	07-11-2008	1,9804	0	1,9804	100
2	07-05-2009	1,9804	0	1,9804	100
3	07-11-2009	1,9804	0	1,9804	100
4	07-05-2010	1,9804	0	1,9804	100
5	07-11-2010	1,9804	0	1,9804	100
6	07-05-2011	1,9804	0	1,9804	100
7	07-11-2011	1,9804	0	1,9804	100
8	07-05-2012	1,9804	0	1,9804	100
9	07-11-2012	1,9804	0	1,9804	100
10	07-05-2013	1,9804	0	1,9804	100
11	07-11-2013	1,9804	0	1,9804	100
12	07-05-2014	1,9804	0	1,9804	100
13	07-11-2014	1,9804	0	1,9804	100
14	07-05-2015	1,9804	0	1,9804	100
15	07-11-2015	1,9804	0	1,9804	100
16	07-05-2016	1,9804	0	1,9804	100
17	07-11-2016	1,9804	0	1,9804	100
18	07-05-2017	1,9804	0	1,9804	100
19	07-11-2017	1,9804	0	1,9804	100
20	07-05-2018	1,9804	0	1,9804	100
21	07-11-2018	1,9804	0	1,9804	100
22	07-05-2019	1,9804	0	1,9804	100
23	07-11-2019	1,9804	0	1,9804	100
24	07-05-2020	1,9804	0	1,9804	100
25	07-11-2020	1,9804	0	1,9804	100
26	07-05-2021	1,9804	0	1,9804	100
27	07-11-2021	1,9804	0	1,9804	100
28	07-05-2022	1,9804	0	1,9804	100
29	07-11-2022	1,9804	0	1,9804	100
30	07-05-2023	1,9804	0	1,9804	100
31	07-11-2023	1,9804	0	1,9804	100
32	07-05-2024	1,9804	0	1,9804	100
33	07-11-2024	1,9804	0	1,9804	100
34	07-05-2025	1,9804	0	1,9804	100
35	07-11-2025	1,9804	0	1,9804	100
36	07-05-2026	1,9804	0	1,9804	100
37	07-11-2026	1,9804	0	1,9804	100
38	07-05-2027	1,9804	0	1,9804	100
39	07-11-2027	1,9804	0	1,9804	100
40	07-05-2028	1,9804	100	101,9804	0

3. Bono Cencosud Serie J (BCENC-J)

Tabla de Desarrollo					
Cupón	Fecha	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Insoluto
1	15-04-2009	1,3955	0	1,3955	100
2	15-10-2009	2,8105	0	2,8105	100
3	15-04-2010	2,8105	0	2,8105	100
4	15-10-2010	2,8105	0	2,8105	100
5	15-04-2011	2,8105	0	2,8105	100
6	15-10-2011	2,8105	0	2,8105	100
7	15-04-2012	2,8105	0	2,8105	100
8	15-10-2012	2,8105	0	2,8105	100
9	15-04-2013	2,8105	0	2,8105	100
10	15-10-2013	2,8105	0	2,8105	100
11	15-04-2014	2,8105	0	2,8105	100
12	15-10-2014	2,8105	0	2,8105	100
13	15-04-2015	2,8105	0	2,8105	100
14	15-10-2015	2,8105	0	2,8105	100
15	15-04-2016	2,8105	0	2,8105	100
16	15-10-2016	2,8105	0	2,8105	100
17	15-04-2017	2,8105	0	2,8105	100
18	15-10-2017	2,8105	0	2,8105	100
19	15-04-2018	2,8105	0	2,8105	100
20	15-10-2018	2,8105	0	2,8105	100
21	15-04-2019	2,8105	4,54545	7,35595	95,45455
22	15-10-2019	2,68275	4,54545	7,2282	90,9091
23	15-04-2020	2,555	4,54545	7,10045	86,36365
24	15-10-2020	2,42725	4,54545	6,9727	81,8182
25	15-04-2021	2,2995	4,54545	6,84495	77,27275
26	15-10-2021	2,17175	4,54545	6,7172	72,7273
27	15-04-2022	2,044	4,54545	6,58945	68,18185
28	15-10-2022	1,91625	4,54545	6,4617	63,6364
29	15-04-2023	1,7885	4,54545	6,33395	59,09095
30	15-10-2023	1,66075	4,54545	6,2062	54,5455
31	15-04-2024	1,533	4,54545	6,07845	50,00005
32	15-10-2024	1,40525	4,54545	5,9507	45,4546
33	15-04-2025	1,2775	4,54545	5,82295	40,90915
34	15-10-2025	1,14975	4,54545	5,6952	36,3637
35	15-04-2026	1,022	4,54545	5,56745	31,81825
36	15-10-2026	0,89425	4,54545	5,4397	27,2728
37	15-04-2027	0,7665	4,54545	5,31195	22,72735
38	15-10-2027	0,63875	4,54545	5,1842	18,1819
39	15-04-2028	0,511	4,54545	5,05645	13,63645
40	15-10-2028	0,38325	4,54545	4,9287	9,091
41	15-04-2029	0,2555	4,54545	4,80095	4,54555
42	15-10-2029	0,12775	4,54555	4,6733	0

4. Bono Cencosud Serie N (BCENC-N)

Tabla de Desarrollo					
Cupón	Fecha	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Insoluto
1	28-11-2009	2,323	0	2,323	100
2	28-05-2010	2,323	0	2,323	100
3	28-11-2010	2,323	0	2,323	100
4	28-05-2011	2,323	0	2,323	100
5	28-11-2011	2,323	0	2,323	100
6	28-05-2012	2,323	0	2,323	100
7	28-11-2012	2,323	0	2,323	100
8	28-05-2013	2,323	0	2,323	100
9	28-11-2013	2,323	0	2,323	100
10	28-05-2014	2,323	0	2,323	100
11	28-11-2014	2,323	0	2,323	100
12	28-05-2015	2,323	0	2,323	100
13	28-11-2015	2,323	0	2,323	100
14	28-05-2016	2,323	0	2,323	100
15	28-11-2016	2,323	0	2,323	100
16	28-05-2017	2,323	0	2,323	100
17	28-11-2017	2,323	0	2,323	100
18	28-05-2018	2,323	0	2,323	100
19	28-11-2018	2,323	0	2,323	100
20	28-05-2019	2,323	0	2,323	100
21	28-11-2019	2,323	0	2,323	100
22	28-05-2020	2,323	0	2,323	100
23	28-11-2020	2,323	0	2,323	100
24	28-05-2021	2,323	0	2,323	100
25	28-11-2021	2,323	0	2,323	100
26	28-05-2022	2,323	0	2,323	100
27	28-11-2022	2,323	0	2,323	100
28	28-05-2023	2,323	0	2,323	100
29	28-11-2023	2,323	0	2,323	100
30	28-05-2024	2,323	0	2,323	100
31	28-11-2024	2,323	8,33333	10,65633	91,66667
32	28-05-2025	2,12942	8,33333	10,46275	83,33334
33	28-11-2025	1,93583	8,33333	10,26916	75,00001
34	28-05-2026	1,74225	8,33333	10,07558	66,66668
35	28-11-2026	1,54867	8,33333	9,882	58,33335
36	28-05-2027	1,35508	8,33333	9,68841	50,00002
37	28-11-2027	1,1615	8,33333	9,49483	41,66669
38	28-05-2028	0,96792	8,33333	9,30125	33,33336
39	28-11-2028	0,77433	8,33333	9,10766	25,00003
40	28-05-2029	0,58075	8,33333	8,91408	16,6667
41	28-11-2029	0,38717	8,33333	8,7205	8,33337
42	28-05-2030	0,19358	8,33337	8,52695	0

5. Bono Cencosud Serie O (BCENC-O)

Tabla de Desarrollo					
Cupón	Fecha	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Insoluto
1	01-12-2011	3,4408	0	3,4408	100
2	01-06-2012	3,4408	0	3,4408	100
3	01-12-2012	3,4408	0	3,4408	100
4	01-06-2013	3,4408	0	3,4408	100
5	01-12-2013	3,4408	0	3,4408	100
6	01-06-2014	3,4408	0	3,4408	100
7	01-12-2014	3,4408	0	3,4408	100
8	01-06-2015	3,4408	0	3,4408	100
9	01-12-2015	3,4408	0	3,4408	100
10	01-06-2016	3,4408	0	3,4408	100
11	01-12-2016	3,4408	0	3,4408	100
12	01-06-2017	3,4408	0	3,4408	100
13	01-12-2017	3,4408	0	3,4408	100
14	01-06-2018	3,4408	0	3,4408	100
15	01-12-2018	3,4408	0	3,4408	100
16	01-06-2019	3,4408	0	3,4408	100
17	01-12-2019	3,4408	0	3,4408	100
18	01-06-2020	3,4408	0	3,4408	100
19	01-12-2020	3,4408	0	3,4408	100
20	01-06-2021	3,4408	0	3,4408	100
21	01-12-2021	3,4408	0	3,4408	100
22	01-06-2022	3,4408	0	3,4408	100
23	01-12-2022	3,4408	0	3,4408	100
24	01-06-2023	3,4408	0	3,4408	100
25	01-12-2023	3,4408	0	3,4408	100
26	01-06-2024	3,4408	0	3,4408	100
27	01-12-2024	3,4408	0	3,4408	100
28	01-06-2025	3,4408	0	3,4408	100
29	01-12-2025	3,4408	0	3,4408	100
30	01-06-2026	3,4408	0	3,4408	100
31	01-12-2026	3,4408	0	3,4408	100
32	01-06-2027	3,4408	0	3,4408	100
33	01-12-2027	3,4408	0	3,4408	100
34	01-06-2028	3,4408	0	3,4408	100
35	01-12-2028	3,4408	0	3,4408	100
36	01-06-2029	3,4408	0	3,4408	100
37	01-12-2029	3,4408	0	3,4408	100
38	01-06-2030	3,4408	0	3,4408	100
39	01-12-2030	3,4408	0	3,4408	100
40	01-06-2031	3,4408	100	103,4408	0