



VALORACIÓN CENCOSUD S.A.

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

**Alumno: Diego Andrés Briceño Román
Profesor Guía: Mauricio Alejandro Jara Bertin**

Santiago, Abril 2017

Tabla de Contenido

1. Introducción	6
2. Metodología	7
3. Descripción de la Empresa e Industria	8
3.1 Negocios de Cencosud por País.....	8
3.2 Marcas Comerciales y licencias	10
3.3 Unidades de negocio de Cencosud	10
3.4 Principales competidores y la Industria del Retail.....	11
3.5 Marco Regulador de Cencosud	12
3.6 Principales accionistas.....	12
4. Estimación de estructura de capital de la empresa	13
4.1 Determinación de la deuda de la empresa	13
4.2 Determinación del Patrimonio de la empresa	13
5. Estimación del beta de la acción	15
6. Estimación de Costo del Capital de la Empresa	17
6.1 Costo de la Deuda	17
6.2 Beta de la deuda.....	18
6.3 Beta de la acción	18
6.4 Beta patrimonial sin deuda	18
6.5 Beta patrimonial con deuda.....	19
6.6 Costo patrimonial.....	19
6.7 Costo del Capital.....	20
7. Análisis de cuentas del Negocio e Industria.....	21
7.1 Ingresos operacionales.....	21
7.2 Costos operacionales	22
7.3 Análisis de cuentas No Operacionales	25
7.4 Análisis de activos	26
8. Proyecciones de Estados de Resultado	29
8.1 Proyección de Ingresos	29
8.2 Proyección de costos operacionales	30
8.3 Proyección de resultado no operacional.....	31
8.4 Ganancia antes de impuestos	32
8.5 Estados de Resultados Proyectados.....	33
9. Estimación del Flujo de Caja Libre.....	34

9.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles.....	34
9.2 Inversión en reposición	35
9.3 Nuevas inversiones en Activos fijos (Capex)	36
9.4 Capital de trabajo	36
9.5 Flujo de caja libre proyectado	37
10. Estimación del precio de la acción	38
10.1 Activos prescindibles de la empresa	38
10.2 Deuda Financiera.....	38
10.3 Precio de la acción.....	39
11. Conclusiones.....	40
Bibliografía	41
Anexos	42
Anexo A: Marco Regulador	42
Anexo B: Estimación de betas patrimoniales.....	50
ANEXO C: Estados Financieros de Cencosud.....	52
Anexo D: Bonos de la Empresa	56

Índice de Tablas

Tabla 1: Ficha de la Empresa	8
Tabla 2: Principales accionistas de Cencosud	12
Tabla 3: Deuda Financiera de la Empresa.....	13
Tabla 4: Patrimonio de la Empresa	13
Tabla 5: Estructura de capital de la Empresa	14
Tabla 6: Estadísticas de la Estructura de Capital de la Empresa.....	14
Tabla 7: Beta de la acción	15
Tabla 8: Crecimiento de los ingresos operacionales	21
Tabla 9: Costos operacionales.....	22
Tabla 10: Gastos operacionales por naturaleza	23
Tabla 11: Depreciaciones y Amortizaciones.....	24
Tabla 12: Análisis de cuentas no operacionales.....	25
Tabla 13: Activos Operacionales	26
Tabla 14: Activos no operacionales	26
Tabla 15: Activos financieros	27
Tabla 16: Cuentas por cobrar a entidades relacionadas.....	27
Tabla 17: Inversiones en asociadas	28
Tabla 18: Plusvalía por Segmento y país	28
Tabla 19: Proyección de ingresos.....	29
Tabla 20: Análisis vertical de costos.....	30
Tabla 21: Proyección de costos operacionales	31
Tabla 22: Ingresos y costos financieros	31
Tabla 23: Estimación de resultados no operacionales.....	32
Tabla 24: Proyección de ganancias antes de impuestos	32
Tabla 25: Evolución proyectada de tasas de impuesto por país	33
Tabla 26: Estados de Resultados proyectados.....	33
Tabla 27: Análisis de depreciaciones y amortizaciones	34
Tabla 28: Proyecciones de depreciaciones y amortizaciones.....	34
Tabla 29: Inversión en reposición 2015-2016.....	35
Tabla 30: Proyección de inversión en reposición.....	35
Tabla 31: Proyecciones de nuevas inversiones en activo fijo	36
Tabla 32: Capital de trabajo	36
Tabla 33: Proyección de la variación del capital de trabajo.....	37
Tabla 34: Flujo de caja libre proyectado.....	37
Tabla 35: Activos prescindibles de la empresa	38

Resumen Ejecutivo

En el presente trabajo se utiliza la metodología de valoración de empresas mediante el método de flujo de caja descontado para encontrar el precio de la acción de la compañía de retail Cencosud.

Para la estimación se trabajó con información pública proporcionada por la misma empresa en sus memorias anuales y publicación de estados financieros, además de utilizar supuestos para confeccionar las estimaciones de estados de resultados y proyecciones de caja de la compañía.

Una vez hechas las estimaciones y proyecciones pertinentes, se procedió a valorar los activos de la empresa, para que una vez descontada la deuda financiera, entre otros ajustes, se obtuviese el valor del Patrimonio Económico, y con ello, el precio de la acción al 31 de diciembre de 2016.

El documento se estructura de la siguiente forma. Se realiza una pequeña introducción a la empresa y metodología utilizada. Luego descripción de la empresa con sus negocios, principales accionistas, marco regulador y sus principales competidores. Se continúa con la estimación del costo del capital de la empresa, análisis de sus estados financieros, proyecciones del Estado de Resultado, proyecciones de sus flujos de caja futuros, para terminar descontándolos a la tasa de costo de capital y encontrar el valor de la empresa y finalmente el precio de la acción.

El presente trabajo termina con las conclusiones del autor.

1. Introducción

El objetivo de este trabajo es realizar una valoración económica de la empresa Cencosud S.A. al 31 de diciembre de 2016, mediante el método de flujos de cajas descontados.

Cencosud S.A. es un Holding de retail latinoamericano, con su casa matriz en Santiago de Chile, es una de los principales actores del retail latinoamericano, con operaciones en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú, además de contar con una oficina comercial en Shanghái. Sus negocio se centran principalmente Hipermercados y Supermercados, Tiendas por Departamento, Tiendas de mejoramiento del Hogar y Construcción, Centros Comerciales y retail financieros.

Para la valoración económica se utilizó información pública extraída de las memorias anuales y publicación de estados financieros de la compañía, así como de la plataforma Bloomberg de donde se consultó series de precios semanales desde enero de 2011 hasta diciembre de 2016. Para algunas proyecciones se utilizó información proporcionada por algunas páginas web como por ejemplo, la del Fondo Monetario Internacional. Toda esta información fue utilizada como inputs para los análisis financieros y contables, las proyecciones y supuestos realizados en este trabajo.

Con la metodología de flujo de caja descontado se obtuvo un precio de la acción de \$2.096,40 al 31 de diciembre de 2016 versus los \$1.879,90 que fue el precio de cierre de la acción a la misma fecha, por lo que existía un upside en este precio el cual en el primer cuarto de año 2017 se ha ido corrigiendo llegando al 28 de marzo a un precio de \$2.080.

2. Metodología

Se utilizó el método de flujo de caja descontado, el cual consiste en determinar el valor de la empresa mediante el cálculo del valor presente de la generación de flujos de caja futuros, esta metodología es ampliamente aceptada y utilizada por los analistas y expertos en la materia. Sus fundamentos son teóricamente precisos para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Bajo esta metodología, los flujos de caja de la empresa analizada son modelados para un período de tiempo determinado o periodo explícito de proyección, tomando como referencia supuestos acerca de factores macroeconómicos y de la industria que inciden sobre los resultados de la compañía. Estas proyecciones son posteriormente traídas a valor presente mediante una tasa de descuento, la cual representa el costo del capital asociado a la compañía. El proceso de valoración requiere que sean incorporados también aquellos flujos de caja generados más allá del período implícito de proyección lo que se conoce como el Valor Terminal de la compañía.

De acuerdo a lo aquí expuesto, se puede inferir que tanto el valor presente de los flujos proyectados así como el valor terminal de la compañía son sensibles a la tasa de descuento aplicada. Al respecto, cabe señalar que la tasa incorpora el riesgo y las volatilidades históricas a las cuales la compañía está sujeta. Para calcularla, frecuentemente se estima un promedio ponderado entre el costo de la deuda (K_b) que es la rentabilidad exigida por los bonistas y por otro lado, la rentabilidad exigida por los accionistas que se denomina costo patrimonial (K_p).

Esta metodología exige tener una estructura de capital de largo plazo, comúnmente llamada estructura de capital objetivo, la cual se presentará en este trabajo. Además para llegar a un precio de la acción más representativo es necesario contar con los activos prescindibles de la empresa, aquellos activos que no son necesarios para la operación de la empresa.

El valor del patrimonio se obtiene entre la diferencia del valor de la empresa calculado por este método, incluyendo la adición de activos prescindibles y la sustracción del valor de la deuda financiera al momento de la valoración.

Finalmente el precio de la acción se obtiene dividiendo el patrimonio económico por el número total de acciones.

3. Descripción de la Empresa e Industria

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

Tabla 1: Ficha de la Empresa

Cencosud es una compañía chilena del sector retail, con presencia en Chile, Argentina, los que son sus dos mercados más grandes, además tiene operaciones en Brasil, Perú, Colombia y una oficina comercial en Shanghái, China. La Sociedad se encuentra inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile bajo el N°743.

Cencosud S.A. es uno de los Holding de empresas más prestigiosas de retail en América Latina. Cuenta con operaciones activas en Argentina, Brasil, Colombia, Perú y Chile, donde desarrolla una exitosa estrategia multi-formato que le ha permitido alcanzar ventas por M\$10.333.001.434 al 31 de diciembre de 2016.

Los principales negocios de la empresa corresponde a supermercados (la mayor línea de sus negocios), tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario y centros comerciales, entretención familiar y servicios financieros (seguros, banco y tarjeta de crédito). Todos realizados a través de sus filiales.

3.1 Negocios de Cencosud por País

En esta sección se describen lo negocios de Cencosud al 31 de diciembre de 2015.

Chile

359 tiendas con un total de 1.277.016 m2 de superficie de ventas.

- ✓ Supermercados: 245 tiendas con 577.547 m2 de superficie de ventas.
- ✓ Mejoramiento del Hogar: 35 tiendas con 325.315 m2 de superficie de ventas.
- ✓ Tiendas por Departamento: 79 tiendas con 374.153 m2 de superficie de ventas.
- ✓ Centros Comerciales: 25 centros comerciales con una superficie arrendable bruta de 431.207 m2 y una tasa de ocupación de 98,2%.
- ✓ Servicios Financieros: JointVenture con Scotiabank. Portfolio de CLP 687.060 millones.

Jumbo, Santa Isabel, Easy, Paris, Johnson, Shopping center, Tarjeta Cencosud.

Argentina

336 tiendas con un total de 910.262 m² de superficie de ventas.

- ✓ Supermercados: 286 tiendas con 526.475 m² de superficie de ventas.
- ✓ Mejoramiento del Hogar: 50 tiendas con 383.786 m² de superficie de ventas.
- ✓ Centros Comerciales: 22 centros comerciales con una superficie arrendable bruta atercerostotal de 277.203 m² y una tasa de ocupación de 96,7%.
- ✓ Servicios Financieros: Portfolio de ARS 4.877 millones.

Jumbo, Disco, Vea, Easy, Shopping center, Tarjeta Cencosud.

Brasil

222 tiendas con 611.363 m² de superficie de ventas.

- ✓ Supermercados: 222 tiendas con 611.363 m² de superficie de ventas.
- ✓ Servicios Financieros: JV con Bradesco. Portfolio de BRL M\$ 492.146.

Gbarbosa, Bretas, Prezunic, Mercantil, Perini, tarjeta Cencosud.

Perú

99 tiendas con un total de 314.758 m² de superficie de ventas.

- ✓ Supermercados: 90 tiendas con 269.526 m² de superficie de ventas.
- ✓ Tiendas por Departamento: 9 tiendas con 45.233 m² de superficie de ventas.
- ✓ Centros Comerciales: 4 centros comerciales con 71.191 m² de superficie arrendable bruta aterceros y una tasa de ocupación de 95,2%.
- ✓ Servicios Financieros: Operación Bancaria propia. Portfolio de PEN M\$ 459.547.

Wong, Metro, Paris, Shopping center, Banco Cencosud, Tarjeta Cenconsud.

Colombia

111 tiendas con un total de 508.713 m² de superficie de ventas.

- ✓ Supermercados: 101 tiendas con 426.393 m² de superficie de ventas.
- ✓ Mejoramiento del Hogar: 10 tiendas con 82.320 m² de superficie de ventas.
- ✓ Centros Comerciales: 2 centros comerciales con 14.991 m² de superficie arrendable bruta aterceros y una tasa de ocupación de 26,9%.
- ✓ Servicios Financieros: JV con Colpatria. Portfolio de COP MM\$ 679.146.

Jumbo, Metro, Paris, Shopping Center, Tarjeta Cencosud.

3.2 Marcas Comerciales y licencias

El grupo Cencosud mantiene registradas y en trámite de registro una serie de marcas comerciales en Chile, Argentina, Colombia, Brasil y Perú, entre las cuales se mencionan: Jumbo, Easy, Santa Isabel, Disco, Vea, Las Palmas del Pilar, Plaza Vea, Paris, Banco Paris, Tarjeta Cencosud, , Wong, Metro, Gbarbosa, Sky Costanera y Puntos Cencosud, entre otras.

Además, se continúan desarrollando marcas propias como Krea, URB, Alpes Outdoor, NeüMobel, Roots, Veeden, Alaniz Home, Alaniz, Attimo, Green Field, Opposite, Tribu, Aussie, Mini Tribu, Nex, Foster, J.J.O., Umbrale, Umbrale Kids, PetsFun, BeefMaker y Moon by Foster, las que han tenido un gran éxito en el mercado.

El grupo Cencosud ha firmado contratos de licencias con reconocidas marcas internacionales como son American Eagle, Carter's, Women's Secret, Topshop, Topman, Aerie y Miss Selfridge.

La Compañía tiene debidamente registradas -o en trámite de registro- en el Instituto Nacional de Propiedad Industrial que depende del Ministerio de Economía, las marcas necesarias para sus operaciones. De acuerdo a las normas legales, el registro de las marcas tiene una vigencia de 10 años renovables indefinidamente.

3.3 Unidades de negocio de Cencosud

Costanera Center

Proyecto inmobiliario con una superficie construida que supera los 700.00m² consta de 4 edificios, el que incluye el edificio más alto de Latinoamérica, destinado principalmente al arriendo de oficinas además de un mal de 6 pisos con más de 300 locales comerciales.

Tiendas por Departamento

La actividad principal de esta unidad de negocios se centra en la venta minorista de ropa, Electrodomésticos, electrónica y productos de tecnología. Sus marcas son "Paris" y "Johnson" en Chile y "Paris" en Perú.

Supermercados

La actividad principal de esta unidad de negocios se basa en la venta al por menor, en un sistema de autoservicio, de una alta variedad de productos como por ejemplo alimentos, ropa, artículos de higiene y limpieza. Sus marcas son “Jumbo”, “Vea” y Disco” en Argentina; “Gbarbosa”, “Bretas”, “Perini” y “Prezunic” en Brasil; “Jumbo” y “Santa Isabel” en Chile; “Jumbo” y “Metro” en Colombia; “Wong” y “Metro” en Perú.

Mejoramiento del Hogar y Construcción

Unidad de Negocios especializada en la venta de productos y materiales para la construcción, remodelación, decoración y jardinería. Cuentas con la marca “Easy” en Chile, Colombia y Argentina Además en este último cuenta también con la marca y “Blaisten”.

Retail Financiero

La Unidad de negocios de Retail Financiero fue creada con el objetivo de profundizar la relación con nuestros clientes a través del ofrecimiento de Servicios Financieros, Tarjeta de Crédito y Seguros para cubrir sus necesidades ampliamente. Cuenta con este negocio en los cinco países en donde está presente la empresa. Cabe destacar que e año 2012 abrió el primer Banco Cencosud en Perú.

Shopping Center

Esta división se dedica a al desarrollo y administración de malls y locale comerciales. Con presencia en Argentina, Chile y Perú.

3.4 Principales competidores y la Industria del Retail

Cencosud compite en la industria del retail en Latinoamérica, en donde dos de sus principales competidores son Walmart y Falabella.

Walmart, la corporación multinacional de origen estadounidense y que es el líder a nivel mundial en la venta minorista, es el principal competidor de Cencosud en el segmento de supermercados, negocio que provee más del 50% de las ventas de la Cencosud. Walmart está presente Brasil, Argentina y Chile.

Falabella, empresa con la que compite en todos los segmentos en donde están lo negocio de Cencosud, supermercados, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, y en malls (Falabella tiene gran participación en Mall Plaza). Falabella tiene presencia en los mercados de Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia.

3.5 Marco Regulator de Cencosud

Tanto en Argentina como en Brasil, Chile, Colombia y Perú, Cencosud S.A. y sus filiales están sujetas a toda la gama de normas y supervisión gubernamentales que se aplican generalmente a las empresas que realizan una actividad comercial en cada país, incluyendo las leyes laborales, de seguridad social, de seguridad pública, sobre protección del consumidor y ambientales, de valores y antimonopolio, leyes para garantizar las condiciones sanitarias y de seguridad de las instalaciones para la venta y distribución de productos alimentarios y las leyes que regulan los requisitos para obtener permisos de construcción para nuestras nuevas instalaciones.

Cencosud S.A. y sus filiales, cumplen las normas legales y administrativas aplicables respecto del negocio, encada uno de los países en los que opera.

En el anexo A se puede encontrar el detalle de la regulación de la compañía dividida por país.

3.6 Principales accionistas

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas y pagadas	% de propiedad
INVERSIONES QUINCHAMALI LIMITADA	573,754,802	20.04%
INVERSIONES LATADIA LIMITADA	550,823,211	19.24%
INVERSIONES TANO LIMITADA	287,328,548	10.04%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS CA	197,355,845	6.89%
BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	157,660,854	5.51%
FONDO DE PENSIONES PROVIDA C	75,326,810	2.63%
PAULMANN KEMNA HORST	70,336,573	2.46%
BANCO SANTANDER - JP MORGAN	63,837,132	2.23%
FONDO DE PENSIONES HABITAT C	59,963,690	2.09%
FONDO DE PENSIONES CAPITAL C	48,811,913	1.71%
FONDO DE PENSIONES CUPRUM C	45,676,632	1.60%
FONDO DE PENSIONES PROVIDA B	43,323,908	1.51%

Tabla 2: Principales accionistas de Cencosud

4. Estimación de estructura de capital de la empresa

Para poder estimar la estructura de capital de la empresa se ha utilizado la información de los estados financieros entregados por la compañía en sus informes para inversionistas, tanto memorias anuales como reportes de estados financieros del cuarto trimestre, desde el 2012 al 2016.

Los balances consolidados se muestran en el anexo C, los que fueron transformados a miles de unidades de fomento (MUF), sacando la variable inflación, para hacerlos comparables. Estos fueron ordenados según la normativa IFRS.

4.1 Determinación de la deuda de la empresa

De acuerdo a lo datos considerados fue posible determinar la deuda financiera de Cencosud. Para la obtención de la deuda financiera se consideró las partidas “Otros pasivos financieros corrientes”, así como “otros pasivos financieros no corrientes” al 31 de diciembre de cada año que se presenta.

	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Otros pasivos financieros corrientes	51.624,03	31.708,27	30.028,19	13.897,22	15.485,40
Otros pasivos financieros no corrientes	103.429,79	95.155,59	98.713,70	114.090,60	110.202,97
Deuda Financiera (B)	155.053,82	126.863,86	128.741,88	127.987,82	125.688,37

Tabla 3: Deuda Financiera de la Empresa

4.2 Determinación del Patrimonio de la empresa

Para poder determinar la estructura de capital objetivo de la empresa es necesario contar con el patrimonio económico de Cencosud, el cual se calculó multiplicando el número de acciones suscritas y pagadas por el precio de cierre de la acción para los años 2012 a 2016.

	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Nº de acciones	2.507.103.215	2.828.723.963	2.828.723.963	2.828.723.963	2.862.536.947
Precio Cierre	2.595,50	1.892,40	1.514,20	1.415,00	1.879,90
Patrimonio M\$	6.507.186.395	5.353.077.228	4.283.253.825	4.002.644.408	5.381.283.207
Patrimonio MUF (P)	284.893,73	229.651,58	173.924,41	156.175,83	204.238,93

Tabla 4: Patrimonio de la Empresa

En base a la deuda financiera y patrimonio obtenidos en los apartados de arriba, se procedió a calcular la estructura de capital de la empresa de acuerdo al siguiente esquema.

	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Deuda (B)	155.053,82	126.863,86	128.741,88	127.987,82	125.688,37
Patrimonio (P)	284.893,73	229.651,58	173.924,41	156.175,83	204.238,93
Valor de la empresa (V)	439.947,55	356.515,44	302.666,29	284.163,65	329.927,30
Deuda/Valor (B/V)	0,352	0,356	0,425	0,450	0,381
Deuda/Patrimonio(B/P)	0,544	0,552	0,740	0,820	0,615
Patrimonio/Valor (P/V)	0,648	0,644	0,575	0,550	0,619

Tabla 5: Estructura de capital de la Empresa

A partir del esquema presentado anteriormente y con base a los resultados obtenidos se presenta un resumen a nivel estadístico descriptivo de las variables para el periodo 2012 a 2016.

Estadística	B/V	P/V	B/P
Mediana	0,381	0,615	0,619
Promedio	0,393	0,654	0,607
Desviación Estándar	0,043	0,121	0,043
Mínima	0,352	0,544	0,550
Máxima	0,450	0,820	0,648

Tabla 6: Estadísticas de la Estructura de Capital de la Empresa

En los próximos apartados se utilizará el promedio de las razones calculadas recientemente para definir la estructura de capital objetivo. Es decir, definiremos la estructura de capital objetivo de la empresa en base al promedio de los resultados obtenidos en la sección de arriba.

5. Estimación del beta de la acción

Para comenzar se extrajo desde bloomberg los precios de los cierres semanales de la acción de Cencosud y del Índice General de Precios de las Acciones (IGPA) el cual es un representante del mercado en donde transa Cencosud. Lo anterior para los periodos del 2011 a 2016.

Se calcularon los retornos semanales tanto de Cencosud como del IGPA utilizando la siguiente fórmula:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

En donde,

$R_{i,t}$: es el retorno de la acción “i” para el periodo “t”.

$P_{i,t}$: es el precio de la acción “i” en el periodo “t”.

$P_{i,t-1}$: es el precio de la acción “i” en el periodo inmediatamente anterior a “t”.

Luego mediante Mínimos cuadrados ordinarios se calculó los betas de Cencosud para periodos móviles de 2 años, aproximadamente 104 datos por cada estimación. Los resultados son estadísticamente significativos y se presentan en la tabla 7. Para mayor detalle ver en el anexo B los output de las estimaciones.

	2012	2013	2014	2015	2016
Beta de la Acción	1,2927	1,2953	1,3348	1,2971	1,1623
P-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Presencia Bursatil	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 7: Beta de la acción¹

El riesgo sistemático de una firma no es constante en el tiempo, si no que varía de acuerdo a las circunstancias económicas y de mercado.

Se puede observar que el beta de la acción a lo largo del periodo estudiado es relativamente contante, variando entre 1,1623 y 1,3348. Por lo anterior, podemos ver que la acción tiene un riesgo

¹ Elaboración propia en base a las series semanales de datos extraídos desde Bloomberg.

levemente mayor al del mercado. Sin embargo, como podemos ver en el siguiente gráfico la acción se mueve prácticamente con el mercado.

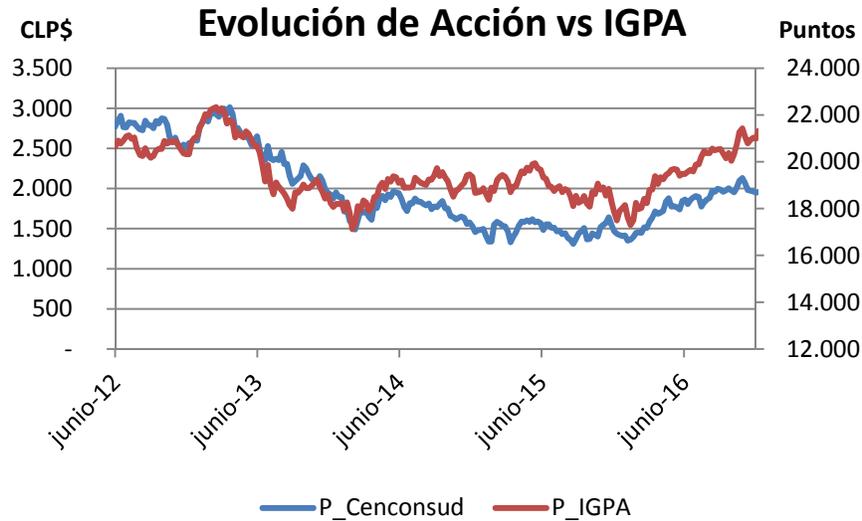


Ilustración 1: Comportamiento del precio de la acción vs IGPA²

Los datos presentan una correlación de un 0,8. Cifra que no es de extrañar dado que los ingresos de la industria a la cual pertenece la empresa están estrechamente relacionado a la capacidad de consumo que tengan lo integrantes de las economías en las que la compañía tiene presencia.

Volviendo al cuadro de los betas se puede observar que los betas tienen un alto grado de significancia, por lo que podemos decir que la estimación es robusta.

Para terminar el análisis descriptivo del cuadro, vemos que para cada uno de los periodos la acción tiene una presencia bursátil de 100%. Para entender de mejor forma, sigue la definición.

Presencia bursátil: Se considerarán valores de presencia bursátil aquellos que a la fecha de efectuar su determinación, tengan una presencia ajustada igual o superior a 25% o cuenten con un “MarketMaker” que actúe en conformidad a la Norma de Carácter General N° 327 de la Superintendencia de Valores y Seguros. Para el cálculo de la presencia ajustada se consideran sólo los días con transacciones por un monto igual o superior a UF 1.000, sobre los últimos 180 días

² Fuente: elaboración propia, en base a los precios extraídos de Bloomberg.

hábilés bursátiles. (Norma de Carácter General N° 327 del 17 de Enero 2012, de la Superintendencia de Valores y Seguros)³.

De acuerdo a los resultados obtenidos se utilizará el beta 1,1623 el cual pertenece al del año 2016 para utilizar en la estimación del costo de capital que se realizará en las siguientes secciones.

6. Estimación de Costo del Capital de la Empresa

Algunos datos que utilizaremos para estimar el costo del capital de la empresa son los que siguen:

Tasa libre de riesgo (r_f): la tasa libre de riesgo es aquella que su beta es cero, es decir no cambia conforme cambia el retorno de mercado. Para este caso se utilizó como tasa libre de riesgo la tasa de un bono del Banco Central de Chile reajutable en UF (BCU-10) al 30 de diciembre de 2016. La tasa libre de riesgo para esta fecha es 1,32%⁴.

Premio por riesgo de mercado (PRM): se puede definir premio por riesgo de mercado como el exceso de retorno que brinda el mercado, que por definición es riesgoso, versus la tasa libre de riesgo. Para este estudio fue utilizada una prima por riesgo de mercado una tasa de 6,55%, la cual se obtuvo desde la fuente proporcionada por Aswath Damodaran, profesor de SternSchool of Business de la Universidad de Nueva York con fecha 5 de enero de 2017⁵.

6.1 Costo de la Deuda

Basándose en los datos obtenidos desde Bloomberg se obtuvo la tasa de un bono a largo plazo de la empresa, el cual está emitido en UF. El bono de referencia es el BCENC-J⁶ el cual tiene una fecha de vencimiento el día 15 de octubre del 2029 y la tasa al 31 de diciembre de 2016 de este bono es de 2,87% que en el siguiente punto será utilizada como la tasa de costo de la deuda K_b .

³ Bolsa de comercio de Santiago (www.bolsadesantiago.cl)

⁴Fuente: Bloomberg

⁵<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

⁶ Ver anexo D

6.2 Beta de la deuda

Se calcula el Beta de la deuda a partir del modelo clásico para estimar retornos en teoría financiera, Capital Asset Pricing Model (CAPM).

$$K_b = r_f + \beta_d(PRM)$$

En las secciones anteriores se obtuvo el costo de la deuda (K_b), la tasa libre de riesgo r_f y el premio por riesgo de mercado (PRM), por lo que nos queda despejar el beta de la deuda de la ecuación anterior.

$$\beta_d = \frac{(K_b - r_f)}{PRM}$$
$$\beta_d = \frac{(2,87\% - 1,32\%)}{6,55\%}$$
$$\beta_d = 0,2367$$

6.3 Beta de la acción

Tal como se señaló en la sección 5, el beta de la acción al 30 de diciembre del 2016 fue calculado en base a los retornos semanales desde el año 2015 al 2016 y el resultado nos da que $\beta_{Cencosud}^{C/D}$ es 1,1623.

6.4 Beta patrimonial sin deuda

Para estimar el beta patrimonial sin deuda de la empresa, se utilizó la metodología basada en Rubinstein (1973), la cual es una extensión al modelo planteado por Hamada (1969), en que nos muestra la equivalencia entre betas con y sin deuda para el caso de empresas con deuda riesgosa, como lo es Cencosud.

Ambos modelos descritos incluyen los impuestos a los que están sometidas las empresas, para el caso de Cencosud dejaremos la tasa impositiva de primera categoría en un 29,24%, el cual es el promedio de la tasa impositiva efectiva en el periodo analizado de 2012 a 2016. La fórmula de Rubinstein es:

$$\beta_{Cencosud}^{C/D} = \beta_{Cencosud}^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - \beta_d (1 - t_c) \frac{B}{P}$$

Dado que se ha asumido la existencia de una estructura de capital de largo plazo (estructura objetivo), la cual es diferente a la estructura a diciembre de 2016, es que resulta necesario obtener un beta sin deuda como referencia de riesgo operativo del negocio. Es por ello, que se procede a desapalancar el beta usando la fórmula de Rubinstein utilizando la estructura de capital a diciembre de 2016 ($B/P=0.615$). El Beta sin deuda es 0,8815.

$$\beta_{Cencosud}^{S/D} = 0,8815$$

6.5 Beta patrimonial con deuda

Una vez obtenido el Beta sin deuda, se procede a estimar el beta que sea representativo a la estructura de capital del largo plazo. En este sentido, para estimar el beta patrimonial con deuda se utilizó nuevamente la metodología planteada por Rubinstein, re-apalancando el beta con deuda. Sin embargo, esta vez se ocupó la estructura de capital objetivo la cual se calculó en la sección 4 y que nos dio como resultado un promedio de 0,607.

$\beta_{Cencosud}^{C/D*}$ = Beta patrimonial de Cencosud con la estructura de capital objetivo.

$$\beta_{Cencosud}^{C/D*} = 1,1585$$

El resultado obtenido es consistente con la teoría, dado que, si la estructura de capital objetivo es menor, menor proporción de deuda, la empresa corre menos riesgo por lo que el beta disminuye.

6.6 Costo patrimonial

Dado que a se obtuvo el beta patrimonial de la empresa Cencosud utilizando la estructura de capital objetivo, se conoce la tasa libre de riesgo y el premio por riesgo de mercado, se calculará, mediante CAPM, el costo patrimonial objetivo de Cencosud ($K_{Cencosud}$).

$$K_{Cencosud} = r_f + \beta_{Cencosud}^{C/D*} (PRM)$$

$$K_{Cencosud} = 8,91\%$$

De esta manera podemos decir que la tasa exigida por los accionistas dado el riesgo de Cencosud es 8,91%

6.7 Costo del Capital

Hasta ahora se han calculado todos los inputs necesario para poder calcula la tasa de costo del capital, conocida en la literatura como coste promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés). Esta tasa nos servirá para poder descontar los flujos de caja futuros que se estimará en esta valoración que generará la empresa en los próximos periodos.

$$K_{wacc} = K_{Cencosud} \frac{P}{V} + K_d(1 - t_c) \frac{B}{V}$$

Utilizando las proporciones P/V y B/V promedios calculados en la sección 4 y el costo patrimonial y el costo de la deuda, llegamos a que el costo de capital de Cencosud es:

$$K_{wacc} = 6,63\%$$

Cabe destacar que al usar la estructura de capital objetivo se puede apreciar un endeudamiento de 39,3%, lo que se puede considerar como apalancamiento saludable.

En las próximas secciones el WACC recientemente calculado lo reemplazaremos por "r_{cencosud}", es decir, la tasa de descuento para los flujo de caja futuros de Cencosud.

7. Análisis de cuentas del Negocio e Industria

7.1 Ingresos operacionales

Para comenzar el análisis operacional del negocio se extrajeron los estados de resultado de la compañía desde los periodos 2012 a 2016 desde memorias anuales de Cencosud. Estos fueron transformados a Miles de UFs para hacerlos comparables. Ver anexo C.

Dado que Cencosud tiene presencia en diferentes países de Sudamérica, el análisis de tasas de crecimiento de ventas se ha realizado separando a nivel país.

Ingresos de actividades ordinarias	2012	2013	2014	2015	2016
Chile	160.344	169.471	158.060	161.375	164.814
Crecimiento	-	5,69%	-6,73%	2,10%	2,13%
Argentina	108.978	111.622	107.354	127.233	95.984
Crecimiento	-	2,43%	-3,82%	18,52%	-24,56%
Brasil	91.888	86.140	87.633	65.652	60.337
Crecimiento	-	-6,26%	1,73%	-25,08%	-8,10%
Perú	32.374	34.327	38.048	38.832	37.460
Crecimiento	-	6,03%	10,84%	2,06%	-3,53%
Colombia	6.975	42.080	43.833	35.770	33.580
Crecimiento	-	503,25%	4,17%	-18,40%	-6,12%
Total	400.559	443.639	434.929	428.862	392.174

Tabla 8: Crecimiento de los ingresos operacionales

En el siguiente gráfico se muestra el peso relativo, al 31 de diciembre de 2016 y en base a los ingresos de actividades ordinarias, que tiene cada uno de los países en donde Cencosud está presente.

Ingresos por país

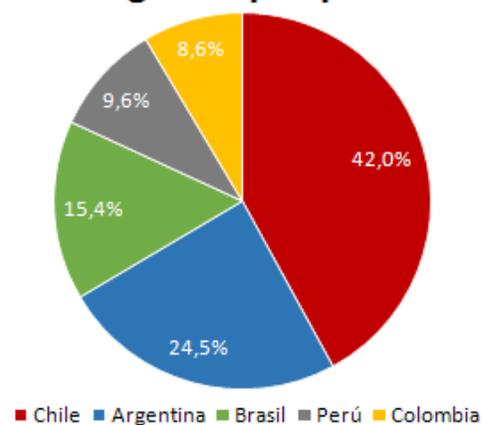


Ilustración 2: proporción de ingresos por país

7.2 Costos operacionales

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, en promedio un 75%. A continuación se muestra el total de cada uno de los costos de operación en MUF para cada periodo de análisis.

En MUF	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Costos de Ventas	(286.673)	(316.246)	(317.838)	(304.858)	(279.204)
Costos de distribución	(886)	(1.027)	(1.082)	(1.087)	(1.018)
Gastos de administración	(84.297)	(96.707)	(92.339)	(96.505)	(88.276)
Otros gastos por función	(6.838)	(8.679)	(7.393)	(6.800)	(6.477)
Total	(378.694)	(422.659)	(418.653)	(409.250)	(374.976)
Como porcentaje	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Costo de Ventas	75,70%	74,82%	75,92%	74,49%	74,46%
Costos de distribución	0,23%	0,24%	0,26%	0,27%	0,27%
Gastos de administración	22,26%	22,88%	22,06%	23,58%	23,54%
Otros gastos por función	1,81%	2,05%	1,77%	1,66%	1,73%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 9: Costos operacionales

En las siguientes tablas se muestra la descomposición de costos operacionales por naturaleza y una tabla de depreciaciones y amortizaciones de Cencosud para el periodo analizado. Todos los valores se muestran en MUF.

Gastos por naturaleza	Por periodos comprendidos				
	01.01.2012 al 31.12.2012	01.01.2013 al 31.12.2013	01.01.2014 al 31.12.2014	01.01.2015 al 31.12.2015	01.01.2016 al 31.12.2016
Costo mercaderías vendidas	(276.631)	(306.662)	(299.581)	(286.857)	(260.274)
Otros costos de ventas	(10.042)	(9.584)	(17.743)	(18.000)	(18.930)
Gatos de personal	(50.685)	(57.525)	(58.624)	(60.772)	(53.436)
Depreciaciones y amortizaciones	(6.193)	(8.110)	(8.123)	(8.525)	(8.643)
Cotos de distribución	(886)	(1.027)	(1.082)	(1.087)	(1.018)
Otros gastos, por función	(6.838)	(8.679)	(7.393)	(6.800)	(6.477)
Limpieza	(4.391)	(4.905)	(3.065)	(3.165)	(2.760)
Seguridad y vigilancia	(2.327)	(2.956)	(2.500)	(2.752)	(2.331)
Mantenimiento	(2.356)	(2.681)	(3.522)	(3.473)	(3.189)
Honorarios profesionales	(2.933)	(3.392)	(3.206)	(3.105)	(3.046)
Bolsas para clientes	(3.380)	(3.495)	(1.026)	(928)	(739)
Comisión tarjetas de crédito	(1.347)	(1.350)	(3.632)	(4.132)	(3.956)
Arriendos	(3.392)	(3.488)	(7.647)	(7.286)	(7.323)
Consumo, gastos básicos y otros	(6.702)	(7.242)	(4.316)	(3.044)	(2.853)
Gastos de administración de operaciones discontinuas	(591)	(1.562)	2.807	678	-
Total	(378.694)	(422.659)	(418.653)	(409.250)	(374.976)
Como porcentaje	01.01.2012 al 31.12.2012	01.01.2013 al 31.12.2013	01.01.2014 al 31.12.2014	01.01.2015 al 31.12.2015	01.01.2016 al 31.12.2016
Costo mercaderías vendidas	73,05%	72,56%	71,56%	70,09%	69,41%
Otros costos de ventas	2,65%	2,27%	4,24%	4,40%	5,05%
Gatos de personal	13,38%	13,61%	14,00%	14,85%	14,25%
Depreciaciones y amortizaciones	1,64%	1,92%	1,94%	2,08%	2,30%
Cotos de distribución	0,23%	0,24%	0,26%	0,27%	0,27%
Otros gastos, por función	1,81%	2,05%	1,77%	1,66%	1,73%
Limpieza	1,16%	1,16%	0,73%	0,77%	0,74%
Seguridad y vigilancia	0,61%	0,70%	0,60%	0,67%	0,62%
Mantenimiento	0,62%	0,63%	0,84%	0,85%	0,85%
Honorarios profesionales	0,77%	0,80%	0,77%	0,76%	0,81%
Bolsas para clientes	0,89%	0,83%	0,24%	0,23%	0,20%
Comisión tarjetas de crédito	0,36%	0,32%	0,87%	1,01%	1,06%
Arriendos	0,90%	0,83%	1,83%	1,78%	1,95%
Consumo, gastos básicos y otros	1,77%	1,71%	1,03%	0,74%	0,76%
Gastos de administración de operaciones discontinuas	0,16%	0,37%	-0,67%	-0,17%	0,00%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 10: Gastos operacionales por naturaleza

Depreciaciones y amortizaciones	Por periodos comprendidos				
	01.01.2012 al 31.12.2012	01.01.2013 al 31.12.2013	01.01.2014 al 31.12.2014	01.01.2015 al 31.12.2015	01.01.2016 al 31.12.2016
Depreciaciones	(5.756)	(7.450)	(7.432)	(7.406)	(7.462)
Amortizaciones	(437)	(660)	(691)	(1.119)	(1.181)
Total	(6.193)	(8.110)	(8.123)	(8.525)	(8.643)
Como porcentaje	01.01.2012 al 31.12.2012	01.01.2013 al 31.12.2013	01.01.2014 al 31.12.2014	01.01.2015 al 31.12.2015	01.01.2016 al 31.12.2016
Depreciaciones	92,94%	91,86%	91,49%	86,88%	86,34%
Amortizaciones	7,06%	8,14%	8,51%	13,12%	13,66%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 11: Depreciaciones y Amortizaciones

7.3 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 2012 al 31 de diciembre del 2016. Los resultados se muestran en MUF.

Costos financieros	01.01.2012 al 31.12.2012	01.012013 al 31.12.2013	01.01.2014 al 31.12.2014	01.01.2015 al 31.12.2015	01.01.2016 al 31.12.2016
Ingresos financieros	355	251	272	583	552
Costos financieros	(9.239)	(11.098)	(7.319)	(10.107)	(10.760)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	247	441	361	549	452
Diferencias de cambio	(117)	(1.490)	(991)	(4.555)	1.415
Resultados por Unidades de Reajuste	(1.135)	(899)	(1.607)	(859)	(543)
Total	(9.889)	(12.794)	(9.284)	(14.389)	(8.885)

Ingresos financieros	01.01.2012 al 31.12.2012	01.012013 al 31.12.2013	01.01.2014 al 31.12.2014	01.01.2015 al 31.12.2015	01.01.2016 al 31.12.2016
Resultado por cobertura de flujos	12	1	-	-	-
Otros ingresos financieros por inversión	343	250	272	583	552
Total ingresos financieros	355	251	272	583	552

Recurrente

Gastos financieros	01.01.2012 al 31.12.2012	01.012013 al 31.12.2013	01.01.2014 al 31.12.2014	01.01.2015 al 31.12.2015	01.01.2016 al 31.12.2016
Gastos por préstamos bancarios	(5.281)	(5.919)	(4.674)	(5.081)	(4.856)
Gastos por bonos	(2.671)	(3.864)	(4.086)	(4.894)	(5.242)
Intereses por captaciones	(503)	(574)	-	(124)	(39)
Gastos (Ingreso) por valoración derivados	(784)	(740)	1.441	(9)	(624)
Total gastos financieros	(9.239)	(11.098)	(7.319)	(10.107)	(10.760)

Recurrente

Recurrente

Recurrente

Resultados por Unidades de Reajuste	01.01.2012 al 31.12.2012	01.012013 al 31.12.2013	01.01.2014 al 31.12.2014	01.01.2015 al 31.12.2015	01.01.2016 al 31.12.2016
Resultados por unidades de reajustes bonos Chile	(706)	(595)	(1.485)	(715)	(502)
Resultados por unid.de reajuste Brasil	(411)	(298)	(277)	(104)	(36)
Resultados por unid. de reajuste otros	(17)	(5)	155	(39)	(5)
Total resultados por unidades de reajuste	(0)	(899)	(1.607)	(859)	(543)

Recurrente

Diferencias de Cambio	01.01.2012 al 31.12.2012	01.012013 al 31.12.2013	01.01.2014 al 31.12.2014	01.01.2015 al 31.12.2015	01.01.2016 al 31.12.2016
Deuda financiera bancos Argentina	(239)	(207)	(132)	(99)	(11)
Deuda con público (bonos) y bancos Chile	(100)	(1.120)	(802)	(4.117)	1.432
Deuda financiera Perú	49	(164)	(64)	(140)	(4)
Activos y deuda financiera Colombia	173	1	6	(199)	(2)
Tota diferencias de cambio	(117)	(1.490)	(991)	(4.555)	1.415

Recurrente

Recurrente

Tabla 12: Análisis de cuentas no operacionales

7.4 Análisis de activos

Teniendo como base los balances de la compañía, en el anexo C. Se procedió a clasificar los activos de Cencosud como operacionales y no operacionales.

ACTIVOS OPERACIONALES	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalente al efectivo	10.408	7.367	8.887	10.468	10.446
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	46.348	48.626	31.736	31.989	32.911
Activos por impuestos corrientes, corrientes	1.369	581	2.256	2.388	2.814
Inventarios Corrientes	39.851	44.827	44.447	41.683	43.620
Otros activos no financieros corrientes	459	498	432	564	897
Total activos corrientes	98.435	101.898	87.760	87.091	90.687
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros activos no financieros no corrientes	1.676	1.642	1.375	1.245	1.986
Propiedades, planta y equipo	137.234	133.073	122.212	105.797	97.874
Activos intangibles distintos de la plusvalía	24.311	24.523	16.264	15.676	15.491
Propiedad de inversión	64.417	67.287	67.551	70.510	79.008
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	6.230	6.686	1.412	1.209	451
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	211	2.305	1.748	345	3.164
Activos por impuestos diferidos	11.763	13.379	19.954	21.542	23.401
Total de activos no corrientes	245.843	248.895	230.517	216.325	221.377

Tabla 13: Activos Operacionales

ACTIVOS NO OPERACIONALES	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
ACTIVOS CORRIENTES					
Otros activos financieros corrientes	2.984	2.127	1.940	9.944	8.349
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	14	19	-	579	1.100
Activos no corrientes para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-	-	32.217	-	2.168
Total activos corrientes	2.999	2.146	34.157	10.523	11.618
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros activos financieros no corrientes	1.795	3.964	12.282	16.447	10.906
Plusvalía	75.666	72.762	68.313	54.301	54.362
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	1.850	2.143	2.122	9.814	7.618
Total de activos no corrientes	79.311	78.868	82.717	80.563	72.886

Tabla 14: Activos no operacionales

Nos centraremos en explicar los activos no operacionales de Cencosud.

En las siguientes tablas se muestra el detalle de los activos no operacionales al 31 de diciembre de 2016 en MUF.

Clases Otros Activos financieros corrientes	31.12.2016
Cuotas de fondos mutuos	7.210
Derivados	53
Instrumentos financieros de alta liquidez	1.087
Otros activos financieros corrientes	8.349
Clases Otros Activos financieros no corrientes	31.12.2016
Derivados	10.897
Inversiones financieras L/P	9
Otros activos financieros no corrientes	10.906

Tabla 15: Activos financieros

Los derivados financieros, están en mercados en la política de riesgo financieros que sigue la compañía. La contratación de esto derivados se justifican para cubrir exposiciones a las variaciones cambiarias y de tasas de interés.

Los principales derivados contratados por Cencosud son:

- Cross currency swap
- Interest rate swap
- Forward de monedas.

Las cuotas de fondos mutuos es la principal inversión de Cencosud en renta fija.

Las cuentas por cobrar a entidades relacionadas se muestran en la siguiente tabla 16, expresada en MUF.

RUT	Sociedad	Descripción de la transacción	Plazo de la transacción	Naturaleza de la relación	Moneda	Saldo al 31.12.2016
99.500.840-8	CAT Administradora de tarjetas S.A.	Operaciones comerciales	A la Vista	Coligada	CLP	768
99.500.840-8	CAT Administradora de tarjetas S.A.	Dividendos por cobrar	A la Vista	Coligada	CLP	157
77.218.570-7	CAT corredora de Seguros y Servicios S.A.	Operaciones comerciales	A la Vista	Coligada	CLP	17
77.218.570-7	CAT corredora de Seguros y Servicios S.A.	Dividendos por cobrar	A la Vista	Coligada	CLP	14
76.388.146-6	Operadora de Procesos S.A.	Dividendos por cobrar	A la Vista	Coligada	CLP	18
76.388.146-6	Operadora de Procesos S.A.	Operaciones comerciales	A la Vista	Coligada	CLP	100
76.388.155-5	Servicios Integrales S.A.	Dividendos por cobrar	A la Vista	Coligada	CLP	26
76.388.155-5	Servicios Integrales S.A.	Operaciones comerciales	A la Vista	Coligada	CLP	1
Total						1.100

Tabla 16: Cuentas por cobrar a entidades relacionadas

Cabe mencionar que no existen saldos no corrientes para el cierre de diciembre de 2016.

Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación

Corresponde a activos en donde el Grupo mantiene inversiones en forma directa o indirecta y que no son consolidadas dentro del negocio operacional de la empresa, se muestra el detalle a continuación.

Inversiones en asociadas	País de origen	Moneda funcional	% de participación	Saldo al 31.12.2016
Loyalti Del Perú S.A.C.	Perú	PEN	42,50%	38
CAT Administradora de Tarjetas S.A.	Chile	CLP	49,00%	7.428
Servicios Integrales S.A.	Chile	CLP	49,00%	39
Operadora de Procesos S.A.	Chile	CLP	49,00%	74
CAT Corredores de Seguros y Servicios S.A.	Chile	CLP	49,00%	39
Total				7.618

Tabla 17: Inversiones en asociadas

Plusvalía

La plusvalía representa el exceso del costo de adquisición sobre el valor razonable de la participación del grupo en los activos netos identificables de la subsidiaria adquirida a la fecha de adquisición.

Plusvalía por segmento y país	31.12.2016
Shopping Centers - Argentina	3
Supermercados- Chile	4.061
Supermercados- Brasil	15.070
Supermercados- Perú	10.033
Supermercados- Colombia	16.676
Retail Financiero - Colombia	1.985
Shopping Centers - Colombia	1.191
Mejoramiento del hogar - Argentina	52
Mejoramiento del hogar - Chile	47
Tiendas por departamento - Chile	5.244
Total	54.362

Tabla 18: Plusvalía por Segmento y país

8. Proyecciones de Estados de Resultado

8.1 Proyección de Ingresos

El crecimiento en las ventas se realizó en base a las proyecciones que hace el fondo monetario internacional sobre el PIB de cada país. La industria del retail está estrechamente relacionada con el crecimiento del consumo y el crecimiento del país. Para simplificar se asumió que las venta crecerán en torno al crecimiento proyectado por el Fondo Monetario Internacional del PIB de cada país⁷. En la siguiente tabla se muestra las proyecciones de ingreso operacional, el cual se utilizará de base para las proyecciones de esta valoración. Los resultados están en MUF.

Ingresos de actividades ordinarias	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Chile	164.814	168.275	172.818	178.003	183.699	189.944
Crecimiento Estimado PIB	-	2,1%	2,7%	3,0%	3,2%	3,4%
Argentina	95.984	98.096	100.843	103.767	106.984	110.514
Crecimiento Estimado PIB	-	2,2%	2,8%	2,9%	3,1%	3,3%
Brasil	60.337	60.458	61.365	62.592	63.844	65.121
Crecimiento Estimado PIB	-	0,2%	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%
Perú	37.460	38.995	40.399	41.813	43.277	44.791
Crecimiento Estimado PIB	-	4,1%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%
Colombia	33.580	34.453	35.762	37.300	38.792	40.343
Crecimiento Estimado PIB	-	2,6%	3,8%	4,3%	4,0%	4,0%
Total	392.174	400.277	411.187	423.475	436.595	450.714

Tabla 19: Proyección de ingresos

⁷http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD

8.2 Proyección de costos operacionales

En la siguiente tabla se muestra un análisis vertical del Estado de Resultado a nivel operacional para los periodos estudiados.

Estados de Resultado	Análisis vertical					
	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	72%	71%	73%	71%	71%	71,64%
Ganancia Bruta	28%	29%	27%	29%	29%	28,36%
Costos de distribución	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,24%
Gastos de administración	21%	22%	21%	23%	23%	21,82%
Otros gastos por función	2%	2%	2%	2%	2%	1,72%

Tabla 20: Análisis vertical de costos

Lo supuestos que se utilizaran para las proyecciones del Estado de Resultado operacional son:

Costos de venta: Los costos de venta en el periodo analizado varían entre un 71% y un 73%, teniendo un promedio de 71,64% de los ingresos operacionales de actividades ordinarias.

Cotos de distribución: Representan en promedio un 0,24% de los ingresos de actividades ordinarias.

Gastos de administración: Representan en promedio un 21,82% de los ingresos de actividades ordinarias, estando siempre en torno a este valor. Estos incluyen amortización y depreciación y en promedio ascienden a un 1,9% de los ingresos operacionales.

Otros gastos por función: En promedio representan un 1,72% de los ingresos de actividades ordinarias.

Adicionalmente se asume el sub-rubro “otros ingresos” como el promedio de los periodos 2012 a 2016 como porcentaje de las ventas. Este sub-rubro incluye la venta de cartón y envoltorios, recuperación de comisiones, revalúo de propiedades de inversión. Se excluye el año 2016 al ser un outlier dentro del periodo analizado para sacar este promedio.

Otras ganancias (perdidas) se dejan sin efecto para nuestras proyecciones.

Dado los supuestos descritos en esta sección, las proyecciones para el margen operacional son las que sigue:

Estados de Resultados proyectados	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingresos de actividades ordinarias	400.277	411.187	423.475	436.595	450.714
Costo de Ventas	(286.766)	(294.582)	(303.386)	(312.785)	(322.901)
Ganancia Bruta	113.510	116.604	120.089	123.809	127.813
Otro Ingresos	5.204	5.345	5.505	5.676	5.859
Costos de distribución	(972)	(999)	(1.029)	(1.061)	(1.095)
Gastos de administración	(87.330)	(89.710)	(92.391)	(95.253)	(98.334)
Otros gastos por función	(6.885)	(7.073)	(7.284)	(7.510)	(7.753)
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-
Ganancias (Pérdidas) de actividades operacionales	23.527	24.168	24.891	25.662	26.492

Tabla 21: Proyección de costos operacionales

8.3 Proyección de resultado no operacional

Las cuentas del resultado no operacional, su detalle y la identificación de recurrente o no recurrente se expusieron en la sección 7.3. Los supuestos utilizados para las proyecciones de los Estados de Resultados no operacionales son los siguientes:

Ingresos y costos financieros: al tomar estos dos sub-rubros en conjunto, vemos que el resultado neto es en promedio 2,22% de los ingresos operacionales, siendo siempre los costos mayores que los ingresos. Ambos sub-rubros tienen conceptos recurrentes, por lo que la proyección en los Estados de Resultados proyectados será el promedio descrito anteriormente, siempre variable a los ingresos operacionales. En la tabla 22 se muestra esto. Todo en MUF.

	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	400.559	443.639	434.929	428.862	392.174	420.033
Ingresos financieros	355	251	272	583	552	403
Costos financieros	(9.239)	(11.098)	(7.319)	(10.107)	(10.760)	(9.705)
Total ingresos y costos financieros	(8.884)	(10.847)	(7.047)	(9.524)	(10.208)	(9.302)
Como porcentaje	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Ingresos financieros	0,09%	0,06%	0,06%	0,14%	0,14%	0,10%
Costos financieros	-2,31%	-2,50%	-1,68%	-2,36%	-2,74%	-2,32%
Total ingresos y costos financieros	-2,22%	-2,44%	-1,62%	-2,22%	-2,60%	-2,22%

Tabla 22: Ingresos y costos financieros

Participación en las ganancias (pérdidas), Diferencias de cambio, Resultados por unidades de reajuste: Siendo conservador se proyecta el promedio de los últimos 5 periodos.

El siguiente cuadro muestra los Estados de Resultados no operacionales.

Cuentas No operacionales	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingresos financieros	388	398	410	423	437
Costos financieros	(9.280)	(9.532)	(9.817)	(10.122)	(10.449)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	410	410	410	410	410
Diferencias de cambio	(1.148)	(1.148)	(1.148)	(1.148)	(1.148)
Resultados por Unidades de Reajuste	(1.009)	(1.009)	(1.009)	(1.009)	(1.009)
Total No Operacional	(10.638)	(10.880)	(11.153)	(11.445)	(11.758)

Tabla 23: Estimación de resultados no operacionales

8.4 Ganancia antes de impuestos

Al consolidar las proyecciones que hemos descritos hasta ahora, llegamos a las ganancias antes de impuestos, las que se muestran en la última fila de la tabla 24.

Estados de Resultados proyectados	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingresos de actividades ordinarias	400.277	411.187	423.475	436.595	450.714
Costo de Ventas	(286.766)	(294.582)	(303.386)	(312.785)	(322.901)
Ganancia Bruta	113.510	116.604	120.089	123.809	127.813
Otro Ingresos	5.204	5.345	5.505	5.676	5.859
Costos de distribución	(972)	(999)	(1.029)	(1.061)	(1.095)
Gastos de administración	(87.330)	(89.710)	(92.391)	(95.253)	(98.334)
Otros gastos por función	(6.885)	(7.073)	(7.284)	(7.510)	(7.753)
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-
Ganancias (Pérdidas) de actividades operacionales	23.527	24.168	24.891	25.662	26.492
Ingresos financieros	388	398	410	423	437
Costos financieros	(9.280)	(9.532)	(9.817)	(10.122)	(10.449)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	410	410	410	410	410
Diferencias de cambio	(1.148)	(1.148)	(1.148)	(1.148)	(1.148)
Resultados por Unidades de Reajuste	(1.009)	(1.009)	(1.009)	(1.009)	(1.009)
Ganancias (pérdidas) antes de impuesto	12.889	13.288	13.737	14.217	14.733

Tabla 24: Proyección de ganancias antes de impuestos

8.5 Estados de Resultados Projectados

Para calcular el número final de los Estados de Resultados proyectados, se utilizó una tasa de impuesto ponderada por el porcentaje de ingresos que aporta cada país al 2016.

En la siguiente tabla se muestran las tasas impositivas por países y un impuesto final según ponderación de la ilustración 2 de la sección 7.1.

País	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Chile	25%	25%	25%	25%	25%
Argentina	35%	35%	35%	35%	35%
Brasil	34%	34%	34%	34%	34%
Perú	27%	27%	26%	26%	26%
Colombia	40%	37%	37%	37%	37%
Tasa de Impuesto Ponderada	30,31%	30,05%	29,96%	29,96%	29,96%

Tabla 25: Evolución proyectada de tasas de impuesto por país

A continuación se presentan los Estados de Resultado proyectados:

Estados de Resultados proyectados	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingresos de actividades ordinarias	400.277	411.187	423.475	436.595	450.714
Costo de Ventas	(286.766)	(294.582)	(303.386)	(312.785)	(322.901)
Ganancia Bruta	113.510	116.604	120.089	123.809	127.813
Otro Ingresos	5.204	5.345	5.505	5.676	5.859
Costos de distribución	(972)	(999)	(1.029)	(1.061)	(1.095)
Gastos de administración	(87.330)	(89.710)	(92.391)	(95.253)	(98.334)
Otros gastos por función	(6.885)	(7.073)	(7.284)	(7.510)	(7.753)
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-
Ganancias (Pérdidas) de actividades operacionales	23.527	24.168	24.891	25.662	26.492
Ingresos financieros	388	398	410	423	437
Costos financieros	(9.280)	(9.532)	(9.817)	(10.122)	(10.449)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	410	410	410	410	410
Diferencias de cambio	(1.148)	(1.148)	(1.148)	(1.148)	(1.148)
Resultados por Unidades de Reajuste	(1.009)	(1.009)	(1.009)	(1.009)	(1.009)
Ganancias (pérdidas) antes de impuesto	12.889	13.288	13.737	14.217	14.733
Gasto por impuesto a las ganancias	(3.905)	(3.991)	(4.112)	(4.255)	(4.409)
Ganancia (Pérdida)	8.984	9.297	9.625	9.962	10.324

Tabla 26: Estados de Resultados proyectados

9. Estimación del Flujo de Caja Libre

Para poder realizar una estimación del flujo de caja libre, se deben realizar algunos ajustes a los Estados de Resultados proyectados en la sección anterior.

9.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles.

Para el caso de la depreciación se asume el promedio del porcentaje de ingreso operacional, según análisis histórico.

Estados de Resultado	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	400.559	443.639	434.929	428.862	392.174	420.033
Depreciaciones	(5.756)	(7.450)	(7.432)	(7.406)	(7.462)	(7.101)
Amortizaciones	(437)	(660)	(691)	(1.119)	(1.181)	(817)
Como porcentaje	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Depreciaciones	-1,4%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,9%	-1,7%
Amortizaciones	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,2%

Tabla 27: Análisis de depreciaciones y amortizaciones

La depreciación será estimada como el 1,7% de los ingresos y la amortización como el 0,2% de los ingresos operacionales. Estos valores están en MUF.

Valores en MUF	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingresos de actividades ordinarias	400.277	411.187	423.475	436.595	450.714
Depreciación	(6.805)	(6.990)	(7.199)	(7.422)	(7.662)
Amortización	(801)	(822)	(847)	(873)	(901)
Total Depreciaciones y amortizaciones	(7.605)	(7.813)	(8.046)	(8.295)	(8.564)

Tabla 28: Proyecciones de depreciaciones y amortizaciones

9.2 Inversión en reposición

La tabla 29 muestra los cambios en las plantas y equipos por clase entre el primero de enero de 2016 y 31 de diciembre de 2016 y entre primero de enero de 2015 y 31 de diciembre del mismo año. Todo en MUF.

En MUF	Desde 01.01.2015 a 31.12.2015		Desde 01.01.2016 a 31.12.2016		Reposición sobre Depreciación		
	Reposición	Depreciación	Reposición	Depreciación	2015	2016	Promedio
Edificio, neto	500	1.300	557	1.185	38%	47%	43%
Plantas y equipos, neto	997	2.053	1.061	1.980	49%	54%	51%
Equipamiento tecnología de la información, neto	129	569	162	532	23%	31%	27%
Instalaciones fijas y accesorios, neto	752	2.600	736	2.577	29%	29%	29%
Vehículos de moto, neto	12	19	2	8	62%	29%	46%
Mejoras de bienes arrendados, neto	540	833	362	1.156	65%	31%	48%
Otras propiedades, plantas y equipos, neto	110	31	34	24	352%	141%	247%
Total	3.041	7.406	2.915	7.462	41%	39%	40%

Tabla 29: Inversión en reposición 2015-2016

Con lo anterior, se concluye que la inversión en reposición será el 40% de la depreciación proyectada. Los valores estimados se muestran en la siguiente tabla. En MUF.

Valores en MUF	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Depreciación	(6.805)	(6.990)	(7.199)	(7.422)	(7.662)
Inversión en Reposición	(2.722)	(2.796)	(2.880)	(2.969)	(7.622)

Tabla 30: Proyección de inversión en reposición

Se asume que en el largo plazo todos los activos tienen que ser repuestos, por lo que la reposición es un 100% de la depreciación.

9.3 Nuevas inversiones en Activos fijos (Capex)

Se tomó como referencia el plan de inversión descrito en un comunicado el 30 de enero de 2017.

El plan de inversión contempla un total de 2.500 millones de dólares para los años 2017 a 2020. Estos se distribuyen con 500 millones de dólares para el 2016 y un incremento de 15% para cada uno de los años siguientes.

Cencosud informa que en promedio utiliza un 56% del plan de inversión destinada para crecimiento orgánico y remodelaciones. El 44% restante es para la reposición de inversión, inversión en tecnología, logística y omnicanalidad.

Llevando esto a la moneda que se utilizó en esta valoración, miles de UF, para hacer todos los periodos comparables. Se confecciona la tabla 31.

Año	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Plan de inversiones en MUF	7.091,29	8.154,98	9.378,23	10.784,97	-

Tabla 31: Proyecciones de nuevas inversiones en activo fijo

9.4 Capital de trabajo

La variación del capital de trabajo (ΔWK) se calcula en base al CTON. El CTON se calcula como la diferencia de la suma de las Cuentas por cobrar, Valores negociables y Existencias menos las Cuentas por Pagar. Luego, se calcula el RCTON (CTON/Ingresos), para cada periodo.

CTON	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Existencias	39.851	44.827	44.447	41.683	43.620
Cuentas por cobrar	46.348	48.626	31.736	31.989	32.911
Valores negociables ⁸	10.408	7.367	8.887	10.468	10.446
Cuentas por pagar	(83.231)	(84.000)	(79.495)	(72.438)	(73.131)
Ingresos operacionales	400.559	443.639	434.929	428.862	392.174
CTON	13.376	16.820	5.576	11.702	13.845
RCTON	3,3%	3,8%	1,3%	2,7%	3,5%
RCTON Promedio	2,9%				

Tabla 32: Capital de trabajo

⁸Los Valores Negociables se consideran como Caja y Equivalentes del Efectivo.

Finalmente, la variación de Capital de Trabajo se calcula utilizando al RCTON promedio histórico y la variación de los ingresos del periodo actual con el del siguiente periodo. Se utiliza el periodo futuro ya que se busca proyectar las necesidades de capital futuras.

$$\Delta WK_t = RCTON \times (Ingresos_{t+1} - Ingresos_t)$$

Por lo que la variación de capital de trabajo proyectada no quedaría como se muestra en la siguiente tabla.

Estados de Resultados proyectados	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingresos de actividades ordinarias	400.277	411.187	423.475	436.595	450.714
RCTON	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Variación capital de trabajo	320	361	385	414	

Tabla 33: Proyección de la variación del capital de trabajo

En la tabla anterior se asume que en el largo plazo Cencosud no tiene necesidades de variar su capital de trabajo, por lo que el monto al 2021 se estimó en cero.

9.5 Flujo de caja libre proyectado

Con las estimaciones realizadas de depreciaciones y amortizaciones, inversión en reposición, nuevas inversiones y variación del capital de trabajo, más algunos datos que están en el Estado de resultado se procede a presentar el flujo de caja bruto y flujo de caja libre proyectado en la tabla 34.

Flujo de caja libre	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ganancia (Pérdida)	8.984	9.297	9.625	9.962	10.324
Depreciaciones	6.805	6.990	7.199	7.422	7.662
Amortizaciones	801	822	847	873	901
Costos financieros	9.280	9.532	9.817	10.122	10.449
Ingresos financieros	(388)	(398)	(410)	(423)	(437)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	(410)	(410)	(410)	(410)	(410)
Diferencias de cambio	1.148	1.148	1.148	1.148	1.148
Resultados por unidades de reajuste	1.009	1.009	1.009	1.009	1.009
Flujo de Caja Bruto	27.227	27.990	28.824	29.702	30.646
Inversión en reposición	(2.722)	(2.796)	(2.880)	(2.969)	(7.662)
Nuevas inversiones	(7.091)	(8.155)	(9.378)	(10.785)	
Variación en capital de trabajo	(320)	(361)	(385)	(414)	-
Flujo de caja Libre Proyectado	17.094	16.678	16.181	15.533	22.984
Flujo de caja Valor Terminal					346.852
Flujo de caja Total Proyectado	17.094	16.678	16.181	15.533	369.836

Tabla 34: Flujo de caja libre proyectado

Flujo de caja del valor terminal se calculo con una perpetuidad sin crecimiento del flujo de caja desde en base a los flujos del 2021.

Los flujos de caja total proyectada se deben descontar a la tasa $r_{Cencosud}$ obtenida en la sección 6.7. Recordar que esta tasa es el WACC que se estimó para Cencosud. Esto nos entrega un valor actual del flujo de 324.406,47 MUF.

10. Estimación del precio de la acción

Para poder determinar el precio de la acción debemos tener claro algunos puntos que se sumar al valor de la proyección de flujos de la empresa.

10.1 Activos prescindibles de la empresa

Según lo establecido en el análisis de los activos no operacionales durante la elaboración de la proyección del Estado de Resultados de la Empresa, los activos prescindibles del Grupo o que no son parte de los Resultados Operacionales de la Empresa son los siguientes, valorados al 31 de diciembre de 2016 en MUF.

Activos Prescindibles	31.12.2016
Otros activos financieros corrientes	8.349
Activos no corrientes o grupo de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	2.168
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	7.618
Otro activos financieros no corrientes	10.906
Total Activos Prescindibles	29.042,10

Tabla 35: Activos prescindibles de la empresa

10.2 Deuda Financiera

La deuda financiera, en base a lo establecido en la sección 4.1 para estimar la estructura de capital de la empresa, corresponde a MUF 125.688,37 al 31 de diciembre de 2016.

10.3 Precio de la acción

Todos los valores se muestran en MUF, salvo aquellos que se indica lo contrario.

Valor de la empresa	324.406,47
Activos Prescindibles	29.042,10
Deuda Financiera	125.688,37
Patrimonio Económico	227.760,20
Numero de acciones	2.862.536.947

Valor en UF	0,07957
Valor en CLP	2.096,40

En base al estudio realizado y los supuestos establecidos en este modelo de valorización, el valor económico de la acción de Cencosud al 31 de diciembre de 2016 es de \$2.096,40 por acción. Para lo anterior se consideró como tasa de costo de capital, Para lo cual se utilizó una tasa de costo de capital de 6,63%. El precio anterior es un 11,5% superior al precio de cierre de fin de año, \$1.879,90.-

11. Conclusiones

Al terminar esta valoración, el precio encontrado mediante el método de flujo de caja descontado se acerca bastante al precio de la acción al 31 de diciembre 2016. La acción ha tenido una tendencia alcista durante el primer cuarto de año 2017 busca este precio estimado.

El precio de Cencosud al 31 de diciembre de 2016 era de \$1.879,9 por lo que podemos decir que existe un *upside* en la acción. Es decir, tomando las proyecciones realizadas en esta valoración existe un espacio de aumento en el precio en base a los fundamentales.

Si miramos el comportamiento que ha tenido la acción desde diciembre del 2016 al 28 de marzo del 2017, se puede notar que el precio ha aumentado hasta los \$2.080 al 28 de marzo, existiendo aún un gap de crecimiento de \$16 por acción.

Cabe mencionar la diferencia en el precio al 31 de diciembre de 2016 se da también, ya que la valoración se realizó con información publicada post corte de fecha de la valoración. Por ejemplo, se ha utilizado el plan de inversión 2017 publicado a fines de enero de 2017 y por otro lado, los Estados Financieros publicado el 2 de marzo de 2017.

La recomendación es mantener, dado que el precio ya está prácticamente en sus fundamentos, que se han descrito en esta valoración.

Se concluye que el método de flujo de caja descontado es una forma de estimar bastante fiel, y queda propuesto para otras valoraciones y analistas sensibilizar algunas variables para determinar el rango de precios que en el que se debiese mover con las condiciones actuales de la economía.

Una debilidad del estudio realizado es que en algunos casos se utilizó supuestos bastante conservadores y simples, por lo que se podría mejorar este estudio ahondando en algunas proyecciones.

Finalmente, cabe mencionar que los resultados obtenidos dependerán de los supuestos utilizados por cada analista y rara vez dos o más analistas llegaran al mismo precio.

Bibliografía

Libros:

“Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica”, Carlos Maquieira, Editorial Andrés Bello, Tercera Edición, 2010.

Publicaciones de Cencosud:

“Memorial Anual 2012”, Cencosud S.A., 2013

“Memorial Anual 2013”, Cencosud S.A., 2014

“Memorial Anual 2014”, Cencosud S.A., 2015

“Memorial Anual 2015”, Cencosud S.A., 2016

“Estados Financieros 2016”, Cencosud S.A., 2017

“Cencosud Guidance 2017”, Cencosud S.A., 2017

Literatura:

Hamada, R. S. (1969). Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance. The Journal of Finance, 24, 13–31.

Rubinstein, M. E. (March de 1973). A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory. The Journal of Finance, Vol. 28(No. 1), 167-181.

Otros:

Bloomberg LP Limited Partnership. (s.f.). Bloomberg. Estados Unidos.

www.imf.org

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

www.svs.cl

Investors.cencosud.com

Anexos

Anexo A: Marco Regulator

Chile

Cencosud S.A. es una sociedad anónima abierta y, como tal, se encuentra sujeta a las disposiciones de la Ley N°18.046 sobre Sociedades Anónimas, de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores y la normativa de la Superintendencia

de Valores y Seguros, entre otras. Además, como entidad que transa valores en los Estados Unidos de Norteamérica,

Cencosud S.A. está inscrita en la SEC (Securities and Exchange Commission) y cumple con las disposiciones de la Ley Sarbanes – Oxley de 2002, entre otras.

1. Protección al Consumidor: En materia de protección al consumidor, Cencosud y sus filiales en Chile están sujetas a la Ley N° 19.496 sobre Protección al Consumidor, cuyo cumplimiento es fiscalizado por el SERNAC.

2. Supermercados: Cencosud y sus filiales en Chile, están sujetas al Código Sanitario, al Decreto Supremo 977, la Ley N° 20.606 sobre composición nutricional y rotulado de los productos de marca propia y a la Ley N° 20.860 sobre Publicidad de los Alimentos. Todos los supermercados están sujetos a la inspección de la Secretaría Regional Ministerial de Salud correspondiente (o “SEREMI de Salud”) y del Servicio Agrícola y Ganadero (“SAG”).

Salvo las autorizaciones del gobierno requeridas para la venta de bebidas alcohólicas, artículos de panadería, productos farmacéuticos, mariscos y verduras y los permisos comerciales habituales exigidos por las autoridades gubernamentales locales, no se requiere ninguna autorización o permiso gubernamental especial para la venta y distribución de alimentos y otros productos.

3. Libre Competencia: Cencosud y sus filiales en Chile están sujetas a la normativa que existe en materia de libre competencia, como el Decreto Ley 211, sobre defensa de la libre competencia. La Fiscalía Nacional Económica es la agencia nacional encargada de velar por la libre competencia y cuenta con amplios poderes normativos y facultades.

4. Shopping Centers e Inmobiliario: En el ámbito inmobiliario y de shopping centers, Cencosud S.A. y sus filiales en Chile deben ajustarse, además de las reglas generales, a normativa específica como la Ley General de Urbanismo y Construcción y una serie de normas sobre uso de suelos,

bienes raíces comerciales, normas ambientales y ordenanzas municipales. Para los centros comerciales deben obtenerse una serie de permisos y autorizaciones para explotarlos, entre los que se incluyen por ejemplo, la aprobación de la Dirección de Obras Municipales correspondiente.

5. Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo: Cencosud y sus filiales en Chile deben dar cumplimiento a la Ley N° 20.393 sobre Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo.

Algunas de las filiales están sujetas a la supervisión de la Unidad de Análisis Financiero (UAF), que es la entidad encargada de supervigilar el cumplimiento de las normas que regulan esta materia.

Argentina

Las filiales en Argentina están sujetas, en materia societaria, a la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales.

1. Protección al Consumidor: Las filiales en Argentina están sujetas a la Ley de Protección al Consumidor, cuyo cumplimiento es fiscalizado por la Secretaría de Comercio Interior. En el año 2014 se publicó la Ley N° 26.993, que modifica la Ley de Defensa del Consumidor y crea un nuevo sistema de resolución de conflictos en las relaciones de consumo: (a) COPREC; (b) Auditorías en las Relaciones de Consumo; y (c) Justicia Nacional en las Relaciones de Consumo. Actualmente, no existe ningún proceso importante en materia de Protección al Consumidor.

2. Supermercados: Las filiales en Argentina, en lo que respecta al negocio de Supermercados, están sujetas a inspección del Servicio Nacional de Sanidad y Calidad Agroalimentaria, Administración Nacional de Medicamentos, Alimentos y Tecnología Médica (“ANMAT”) y la Secretaría de Comercio Interior. Salvo los permisos gubernamentales requeridos para la venta de bebidas alcohólicas, productos de panadería, farmacéuticos, carnes, mariscos y verduras y los permisos comerciales habituales que requieren las autoridades gubernamentales locales, no se requiere ningún otro permiso o autorización especial del gobierno para la venta y distribución de alimentos u otros productos. En particular respecto del año 2014 se destacan las siguientes dos situaciones: (a) Se dictó la Ley N° 26.992 de “Observatorios de Precios” que aún no cuenta con autoridad de aplicación; y (b) la provincia de Santa Fe ha dictado la Ley Provincial de cierre dominical, y ha invitado a los distintos municipios a unirse.

3. Libre Competencia: En materia de libre competencia, es la Comisión Antimonopolio Argentina la encargada de velar por el cumplimiento de la normativa antimonopolio y tiene amplios poderes de fiscalización y amplias facultades. En el año 2014 la Ley de Defensa de la Competencia ha sufrido modificaciones, entre las que se destaca que se elimina el Tribunal de Defensa de la Competencia, y se mantiene en cabeza de la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, las facultades que antes eran propias del Tribunal. Asimismo la reforma amplía las facultades de la autoridad de aplicación e incrementa las sanciones.

4. Retail Financiero: En Retail Financiero, las filiales en Argentina están sujetas a la Ley de Tarjetas de Crédito y su Reglamento, que fiscaliza la Secretaría de Comercio Interior y a las normas dictadas por el Banco Central de la República Argentina, y de la Unidad de Información Financiera en materia de prevención de lavado de activos y financiación del terrorismo (UIF).

5. Shopping Centers e Inmobiliario: En el ámbito inmobiliario y de shopping centers, los nuevos proyectos en la Provincia de Buenos Aires deben cumplir con la Ley N° 12.573 sobre grandes superficies comerciales, para obtener las autorizaciones necesarias. Todos los supermercados existentes y proyectados, deben cumplir con las normas sobre el uso del suelo, bienes raíces comerciales y medioambientales, tanto nacionales, como provinciales y municipales. En el mes de agosto de 2015 entra en vigencia el nuevo Código Civil y Comercial de la Nación, que unifica y modifica la legislación vigente, y que obligará a las filiales argentinas a realizar diversos ajustes, a la luz de los cuales se analizará el contrato de concesión de espacio en los shoppings, así como las figuras jurídicas y condiciones de los contratos de usufructo y locación de inmuebles de locales comerciales.

6. Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo: En Argentina se encuentra vigente desde el año 2000 la Ley N° 25.246 de Encubrimiento y Lavado de activos de Origen Delictivo, que a su vez crea como autoridad de aplicación a la Unidad de Información Financiera (UIF). Asimismo, en el año 2007 se dictó la Ley N°26.268 que extiende sus facultades al análisis de operaciones sospechosas de financiamiento del terrorismo. La UIF funciona con autonomía y autarquía financiera en jurisdicción del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos de la Nación. Conforme la normativa vigente, Cencosud S.A. (filial argentina), por su negocio de Retail Financiero, se encuentra inscripta como sujeto obligado ante la UIF, ha designado un oficial de cumplimiento, y conformó un Comité que controla el cumplimiento y que se reúne trimestralmente.

En el mes de mayo de 2014 se recibió una inspección de la UIF, de la que a la fecha no se ha recibido ningún resultado sobre la misma.

Brasil

1. Protección al Consumidor: En materia de protección al consumidor, las operaciones comerciales en Brasil están afectas a normas de protección al consumidor que regulan asuntos tales como la publicidad, rotulación y crédito al consumidor, el principal cuerpo normativo es el Código de Defesa do Consumidor – Ley N° 8.078 de 1990.

2. Supermercados: Para abrir y operar supermercados en Brasil se necesita un permiso comercial y aprobación del lugar donde se instalará el supermercado, un certificado de inspección del departamento local de bomberos al local comercial, así como permisos de salud y de seguridad. Las tiendas y supermercados son objeto de inspección por las autoridades municipales. Las principales Leyes son la N° 6.938 de 1981, sobre las políticas de medio ambiente, Ley N° 9.782 de 1999, que define el Sistema Nacional de Vigilancia Sanitaria y sus reglas de fiscalización.

3. Libre Competencia: En materia de Libre Competencia, las autoridades antimonopolio brasileras tienen amplios poderes normativos y amplias facultades. La Ley N° 12.529 de 2011, trata sobre el organismo encargado de velar por el cumplimiento de las normas anti monopolio denominado “CADE – Consejo Administrativo de Defesa Económica”.

4. Farmacias: El negocio de las farmacias está sujeto al control y monitoreo de la Agencia Nacional Brasileira de Supervisión de la Salud (“ANVISA”) y de las autoridades públicas de salud, tanto estatales como municipales.

Especialmente, aplica la Ley N° 6.360, sobre facultades de la ANVISA. La autorización otorgada por ANVISA permite a las empresas operar en Brasil como un todo durante un período indefinido. La autorización de ANVISA debe renovarse cada vez que se produce un cambio en las actividades de la sociedad, accionistas, ejecutivos o gerentes. La Ley N° 9.782 de 1999, regula el Sistema Nacional de Vigilancia Sanitaria y las reglas para la fiscalización.

5. Retail Financiero: La Ley N° 4.595 de 1964 es la que regula el sistema financiero en Brasil. Resultan aplicables también la Ley N° 6.404 de 1976, sobre Sociedades Anónimas y la Ley N° 6.385 de 1976 sobre Mercado de Valores Mobiliarios y crea la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM).

6. Shopping Centers e Inmobiliario: En el mundo Shopping Centers e inmobiliario, existe una serie importante de regulaciones, siendo las más relevantes la Ley de Arrendamiento N° 8.245 de 1991; La Ley de Registros Públicos N° 6.015 de 1973 y el Código Civil Brasileiro Ley N° 10.406 de 2002.

7. Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo: No existe en Brasil una ley específica que regule la prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo. La Ley N° 9.613 de 1998, regula el crimen de “lavado” y “ocultamiento de bienes”, y fue complementada por la Ley N° 12.683 de 2012, que deroga ciertas disposiciones y hace más actual el tema abordado por la Ley N° 9.613.

Perú

1. Protección al Consumidor: Las actividades de las empresas del grupo en Perú implican una relación directa y constante con el consumidor. La entidad que regula dicha relación y fiscaliza el cumplimiento del Código de Protección al Consumidor es el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (“INDECOPI”).

2. Supermercados: En el ámbito de los Supermercados, estos están sujetos a inspección por los gobiernos locales en donde opera cada local comercial. Asimismo, la inspección sanitaria y la calidad de los productos que se comercializan en los supermercados está a cargo de organismos públicos adscritos al Ministerio de Salud (Dirección General de Salud – DIGESA y Dirección General de Medicamentos, Insumos y Drogas - DIGEMID), Ministerio de la Producción (Organismo Nacional de Sanidad Pesquera - SANIPES) y Ministerio de Agricultura (Servicio Nacional de Sanidad Agraria - SENASA); para el caso de los alimentos y bebidas en general y, específicamente, para el caso de los pescados y mariscos, frutas, verduras, carnes y los productos farmacéuticos, respectivamente; resultando de obligatorio cumplimiento las disposiciones normativas de cada sector, a saber: El Reglamento Sanitario de Vigilancia de Alimentos y Bebidas, la Decisión N° 483, el Reglamento Sanitario de Funcionamiento de Autoservicios de Alimentos y Bebidas, Ley N° 27314 – Ley General de Residuos Sólidos y sus normas reglamentarias, entre otras.

3. Libre Competencia: Las filiales en Perú están sujetas al cumplimiento las normas del Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (“INDECOPI”), entidad que también se encarga de fiscalizar y sancionar las prácticas

empresariales que impliquen conductas que contravengan las disposiciones reguladas en el Decreto Supremo N° 1034 – Ley de Represión de Conductas Anticompetitivas, en aras de promover la eficiencia económica en el mercado para bienestar de los consumidores.

4. Retail Financiero: Negocio operado en Perú a través del Banco Cencosud S.A. que, como entidad financiera, se encuentra sujeta a la regulación contenida en Ley N° 26.702 – Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros y a las demás disposiciones normativas de lente regulador: la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS).

5. Shopping Centers e Inmobiliario: Para cada nuevo proyecto se necesita cumplir con el Reglamento Nacional de Edificaciones, en la etapa de construcción, y con normas que regulan la operación propiamente dicha de todo local abierto al público. Así, resulta indispensable gestionar y obtener una serie de permisos y licencias (Ley N°28976 – Ley Marco de Licencia de Funcionamiento y diversas normas del Instituto Nacional de Defensa Civil –INDECI). La entidad que fiscaliza y regula las construcciones, implementaciones y la operación de los locales comerciales son, principalmente, los organismos municipales dentro de la jurisdicción de cada local.

6. Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo: La Unidad de Inteligencia Financiera del Perú (UIF - Perú), incorporada a la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS), es la encargada de recibir, analizar, tratar, evaluar y transmitir información -dentro de su misión de prevención, supervisión y análisis- para la detección del Lavado de Activos y/o del Financiamiento del Terrorismo; así como, coadyuvar a la implementación por parte de los sujetos obligados del sistema para detectar operaciones sospechosas de Lavado de Activos y/o Financiamiento del Terrorismo. Su marco normativo se encuentra sustentado, principalmente, en los siguientes dispositivos: Resoluciones SBS N° 486-2008, N° 838-2008 y N° 1782-2009.

Colombia

1. Protección al Consumidor: La Ley N° 1.480 de 2011, es la norma principal referente a la Protección al Consumidor en Colombia. Su vigilancia y cumplimiento se encuentra a cargo de la Superintendencia de Industria y Comercio, la cual es una Entidad adscrita al Ministerio de

Comercio, Industria y Turismo. Otras normas relevantes son la Circular única de la Superintendencia de Industria y Comercio, que regula las actuaciones de la Superintendencia.

A nivel regional y municipal, las entidades competentes para realizar la vigilancia y control son las Alcaldías municipales (de ciudades) o locales (pueblos) del país, a través de sus respectivas inspecciones de protección al consumidor.

2. Supermercados: En Colombia se requiere de una serie de permisos y autorizaciones para operar los negocios según el tipo de productos y los servicios que se ofrecen al público, además de aprobación de organismos locales y nacionales para las ventas de ciertos artículos. Existen una serie de regulaciones medioambientales y autorizaciones que debe obtener la operación. La norma marco en cuanto a temas sanitarios es la Ley N° 9 de 1979. Su vigilancia y cumplimiento se encuentra a cargo del Instituto Nacional de Medicamentos y Alimentos (INVIMA), Entidad adscrita al Ministerio de Salud y Protección Social, así como de la Secretarías de Salud adscritas a las Alcaldía Municipales.

3. Libre Competencia: La Superintendencia de Industria y Comercio, es la Entidad exclusiva encargada de protegerla libre competencia en los mercados del país, mediante la prohibición de actos que considere que impiden la competencia y mediante la promoción y abogacía por un entorno competitivo. El régimen de promoción de la competencia y prácticas comerciales restrictivas en el ordenamiento jurídico colombiano está contenido principalmente en la Ley N° 155 de 1959, por la cual se dictan algunas disposiciones sobre prácticas comerciales restrictivas, la Ley N° 1.340 de 2009 por la cual se dictan nuevas disposiciones sobre libre competencia.

4. Retail Financiero: Las operaciones de financiamiento del consumidor y tarjetas de crédito están afectas a la aprobación de la Superintendencia Financiera de Colombia que además es la entidad encargada de realizar vigilancia y control sobre el Retail financiero en Colombia. El régimen financiero en Colombia referente a tarjeta de crédito y protección del consumidor financiero se encuentran resumidas en la Ley N° 1.328 de 2009 y Circulares de la Superintendencia Financiera.

5. Shopping Centers e Inmobiliario: La filial de Cencosud S.A. en Colombia, está sujetas a un régimen legal bastante extenso en materia inmobiliaria y urbanística. Además de las normas generales aplicables, existen leyes específicas como la Ley de Ordenamiento territorial (Ley N° 388 de 1997 y Ley N° 810 de 2003); el Decreto Nacional N° 1469 de 2010, que regula el régimen de licencias urbanísticas; los planes de Ordenamiento Territorial de cada Municipio y la Norma sismo

– resistente, Ley N° 232 de 1995. También es aplicable la Ley General Ambiental (Ley N° 99 de 1993). Las autoridades que intervienen en este campo van desde Notarios Públicos y Jueces de la República, hasta Ministerios de la República como el de Vivienda y Desarrollo Territorial.

6. Estaciones de Servicio: El negocio de las Estaciones de Servicio en Colombia, está afecto a una normativa extensa y específica, enfocada principalmente a temas medioambientales y de manejo y tratamiento de combustibles y residuos peligrosos. Destaca la Ley N° 1.333 sobre sancionatorio ambiental, la Resolución N° 1.170 sobre vertimiento y residuos peligrosos, el Decreto N° 1.521 por el cual se reglamenta el almacenamiento, manejo, transporte y distribución de combustibles líquidos derivados del petróleo, para estaciones de servicio y manejo de residuos peligrosos y la Guía de Manejo Ambiental para estaciones de servicio de combustible, del Ministerio de Ambiente, que establece un marco de referencia, básico y conciso, para el manejo ambiental de las estaciones de servicio, de tal manera que sirva para unificar criterios de evaluación ambiental, definir procedimientos a desarrollar en la elaboración de los estudios ambientales y fortalecer la gestión ambiental optimizando los recursos.

7. Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo: Las entidades encargadas de realizar vigilancia y control sobre las disposiciones sobre el lavado de activos y financiamiento del terrorismo son la Superintendencia de Sociedades y la Unidad de Información y Análisis Financiero (UIAF). El régimen normativo referente al Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo, se encuentra establecido en la Circular Externa de la Superintendencia de Sociedades, expedida el día 17 de junio de 2014, mediante el cual impone el Sistema de Autocontrol y Gestión del Riesgo en Lavado de Activos y financiación del terrorismo, así como el reporte obligatorio de información a la UIAF.

Anexo B: Estimación de betas patrimoniales.

Beta patrimonial 2012

. reg r_cencosud r_i gpa

Source	SS	df	MS			
Model	.072430314	1	.072430314	Number of obs =	104	
Residual	.048195164	102	.000472502	F(1, 102) =	153.29	
Total	.120625478	103	.001171121	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.6005	
				Adj R-squared =	0.5965	
				Root MSE =	.02174	

r_cencosud	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
r_i gpa	1.292698	.1044091	12.38	0.000	1.085603	1.499793
_cons	-.0019626	.0021325	-0.92	0.360	-.0061924	.0022672

Beta patrimonial 2013

. reg r_cencosud r_i gpa

Source	SS	df	MS			
Model	.035806153	1	.035806153	Number of obs =	104	
Residual	.059633604	102	.000584643	F(1, 102) =	61.24	
Total	.095439757	103	.0009266	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3752	
				Adj R-squared =	0.3690	
				Root MSE =	.02418	

r_cencosud	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
r_i gpa	1.295321	.1655175	7.83	0.000	.9670175	1.623624
_cons	-.0028422	.0023753	-1.20	0.234	-.0075536	.0018691

Beta patrimonial 2014

. reg r_cencosud r_i gpa

Source	SS	df	MS			
Model	.045624942	1	.045624942	Number of obs =	104	
Residual	.092881648	102	.000910604	F(1, 102) =	50.10	
Total	.13850659	103	.001344724	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3294	
				Adj R-squared =	0.3228	
				Root MSE =	.03018	

r_cencosud	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
r_i gpa	1.334797	.1885727	7.08	0.000	.9607637	1.70883
_cons	-.0033556	.0029651	-1.13	0.260	-.009237	.0025257

Beta patrimonial 2015

. reg r_cencosud r_i gpa

Source	SS	df	MS			
Model	.040672233	1	.040672233	Number of obs =	104	
Residual	.135856727	102	.001331929	F(1, 102) =	30.54	
Total	.17652896	103	.001713873	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2304	
				Adj R-squared =	0.2229	
				Root MSE =	.0365	

r_cencosud	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
r_i gpa	1.297117	.234731	5.53	0.000	.8315287	1.762704
_cons	-.0020412	.0035787	-0.57	0.570	-.0091395	.0050571

Beta patrimonial 2016

. reg r_cencosud r_i gpa

Source	SS	df	MS			
Model	.031897183	1	.031897183	Number of obs =	105	
Residual	.107317036	103	.001041913	F(1, 103) =	30.61	
Total	.139214219	104	.001338598	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2291	
				Adj R-squared =	0.2216	
				Root MSE =	.03228	

r_cencosud	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
r_i gpa	1.162293	.2100657	5.53	0.000	.7456771	1.578908
_cons	.001658	.0031583	0.52	0.601	-.0046056	.0079217

ANEXO C: Estados Financieros de Cencosud

Balances Consolidados de Cencosud desde 2012 a 2016 en miles de UFs

ACTIVOS	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalente al efectivo	10.408	7.367	8.887	10.468	10.446
Otros activos financieros corrientes	2.984	2.127	1.940	9.944	8.349
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	46.348	48.626	31.736	31.989	32.911
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	14	19	-	579	1.100
Activos por impuestos corrientes, corrientes	1.369	581	2.256	2.388	2.814
Inventarios Corrientes	39.851	44.827	44.447	41.683	43.620
Otros activos no financieros corrientes	459	498	432	564	897
Activos no corrientes para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-	-	32.217	-	2.168
Total activos corrientes	101.433	104.044	121.917	97.614	102.304
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros activos financieros no corrientes	1.795	3.964	12.282	16.447	10.906
Otros activos no financieros no corrientes	1.676	1.642	1.375	1.245	1.986
Propiedades, planta y equipo	137.234	133.073	122.212	105.797	97.874
Plusvalía	75.666	72.762	68.313	54.301	54.362
Activos intangibles distintos de la plusvalía	24.311	24.523	16.264	15.676	15.491
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	1.850	2.143	2.122	9.814	7.618
Propiedad de inversión	64.417	67.287	67.551	70.510	79.008
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	6.230	6.686	1.412	1.209	451
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	211	2.305	1.748	345	3.164
Activos por impuestos diferidos	11.763	13.379	19.954	21.542	23.401
Total de activos no corrientes	325.155	327.763	313.234	296.888	294.263
Total de activos	426.588	431.807	435.151	394.502	396.568

PATRIMONIO Y PASIVOS	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
PASIVOS CORRIENTES					
Otros pasivos financieros corrientes	51.624	31.708	30.028	13.897	15.485
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	83.231	84.000	79.495	72.438	73.131
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	43	24	134	1.139	711
Otras provisiones corrientes	1.381	1.991	617	610	447
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	2.049	2.708	2.461	1.929	2.831
Provisiones corrientes por beneficios a empleados	3.450	4.148	4.163	3.819	4.042
Otros pasivos no financieros corrientes	3.691	2.051	1.750	828	1.024
Pasivos incluidos en grupos de activos para disposición clasificados como mantenidos para la venta	-	-	8.803	-	595
Total pasivos corrientes	145.469	126.630	127.452	94.661	98.265
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros pasivos financieros no corrientes	103.430	95.156	98.714	114.091	110.203
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar no corrientes	324	384	249	176	182
Otras provisiones no corrientes	5.300	3.785	4.254	3.051	2.591
Pasivos por impuestos diferidos	19.568	20.227	27.404	25.344	27.309
Otros pasivos no financieros no corrientes	3.105	2.809	2.819	2.246	3.013
Total pasivos no corrientes	131.727	122.360	133.440	144.907	143.298
TOTAL PASIVOS	277.197	248.991	260.892	239.568	241.563
PATRIMONIO					
Capital emitido	67.940	99.589	94.261	90.576	91.869
Ganancias (pérdidas) acumuladas	81.729	87.925	87.974	90.889	94.482
Prima de emisión	20.899	22.593	21.384	20.548	17.508
Otras reservas	(21.206)	(27.295)	(29.327)	(47.043)	(48.809)
Patrimonio atribuible a los controladores	149.362	182.812	174.292	154.970	155.050
Participación no controladoras	30	4	(34)	(36)	(46)
PATRIMONIO TOTAL	149.391	182.816	174.259	154.934	155.004
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	426.588	431.807	435.151	394.502	396.568

Estados de Resultados de Cencosud desde 2012 a 2016 en miles de UF.

Estados de Resultado	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Ingresos de actividades ordinarias	400.559	443.639	434.929	428.862	392.174
Costo de Ventas	(286.673)	(316.246)	(317.838)	(304.858)	(279.204)
Ganancia Bruta	113.886	127.394	117.090	124.004	112.970
Otro Ingresos	4.689	4.664	4.647	8.214	11.430
Costos de distribución	(886)	(1.027)	(1.082)	(1.087)	(1.018)
Gastos de administración	(84.297)	(96.707)	(92.339)	(96.505)	(88.276)
Otros gastos por función	(6.838)	(8.679)	(7.393)	(6.800)	(6.477)
Otras ganancias (pérdidas)	(323)	1.132	(265)	(2.461)	2.261
Ganancias (Pérdidas) de actividades operacionales	26.232	26.776	20.658	25.364	30.889
Ingresos financieros	355	251	272	583	552
Costos financieros	(9.239)	(11.098)	(7.319)	(10.107)	(10.760)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	247	441	361	549	452
Diferencias de cambio	(117)	(1.490)	(991)	(4.555)	1.415
Resultados por Unidades de Reajuste	(1.135)	(899)	(1.607)	(859)	(543)
Ganancias (pérdidas) antes de impuesto	16.343	13.982	11.374	10.975	22.004
Gasto por impuesto a las ganancias	(4.400)	(4.125)	(4.080)	(2.284)	(7.286)
Ganancias (pérdidas) procedentes de operaciones continuadas	11.944	9.857	7.293	8.691	14.718
Ganancias (pérdidas) procedentes de operaciones discontinuadas	-	-	463	361	-
Ganancia (Pérdida)	11.944	9.857	7.757	9.052	14.718

Ganancia (Pérdida) atribuible a					
Ganancia (Pérdida) atribuible a los propietarios de la controladora	11.819	9.864	7.792	9.050	14.717
Ganancia (Pérdida) atribuible a participaciones no controladoras	125	(7)	(35)	2	2
Ganancia (Pérdida)	11.944	9.857	7.757	9.052	14.718
Ganancias por acción expresada en pesos chileno					
Ganancia por acción básica					
Ganancia (Pérdida) por acción básica en operaciones continuadas	116,0	83,2	63,8	78,7	135,5
Ganancia (Pérdida) por acción básica en operaciones discontinuadas	-	-	4,0	3,3	-
Ganancia (pérdida) por acción básica.	116,0	83,2	67,8	82,0	135,5
Ganancia por acción diluidas					
Ganancia (Pérdida) diluida por acción en operaciones continuadas	114,9	82,4	63,8	78,7	135,5
Ganancia (Pérdida) diluida por acción en operaciones discontinuadas	-	-	4,0	3,3	-
Ganancia (pérdida) diluida por acción.	114,9	82,4	67,8	82,0	135,5

Anexo D: Bonos de la Empresa

Se exponen los bonos de la empresa según clasificación respectiva.

Al 31 de diciembre de 2016

Segmento País	ID	Nombre Acreedor	Moneda	Tipo de amortización	Tasa Efectiva	Tasa Nominal	Corriente			No Corriente			
							Vencimiento		Total Corriente al 31/12/2016 MS	Vencimiento			Total No Corriente al 31/12/2016 MS
							Hasta 90 días MS	90 días a 1 año MS		1 a 3 años MS	3 a 5 años MS	5 o más años MS	
Chile	97.004.000-5	BANCO DE CHILE S.A.	USD	Menual	0,02%	0,02%	3.705.858	-	3.705.858	-	-	-	-
	97.015.000-5	BANCO SANTANDER CHILE S.A.	USD	Menual	0,10%	0,10%	1.194.807	-	1.194.807	-	-	-	-
	97.015.000-5	BANCO SANTANDER CHILE S.A.	CHS	Único al Final	6,59%	6,28%	802.444	-	802.444	49.877.927	-	-	49.877.927
	97.032.000-8	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA CHILE S.A.	CHS	Semestral	5,48%	5,25%	2.421.575	-	2.421.575	12.186.894	20.890.466	-	33.077.360
	97.032.000-8	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA CHILE S.A.	USD	Menual	1,36%	1,36%	4.550.527	-	4.550.527	-	-	-	-
	97.032.000-8	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA CHILE S.A.	CHS	Menual	0,32%	0,32%	1.360.695	-	1.360.695	-	-	-	-
	97.032.000-8	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA CHILE S.A.	USD	Menual	0,06%	0,06%	3.150.209	-	3.150.209	-	-	-	-
	97.030.000-6	BANCO DEL ESTADO DE CHILE S.A.	CHS	Único al Final	5,20%	4,71%	10.402	-	10.402	39.453.919	-	-	39.453.919
	O-E	BANCO SCOTIABANK	USD	Semestral	2,19%	1,90%	-	22.392.398	22.392.398	-	-	-	-
	O-E	BANCO RABOBANK CURACAO N.V.	USD	Anual	3,37%	3,86%	-	6.884.327	6.884.327	13.548.040	-	-	13.548.040
O-E	BANCO RABOBANK CURACAO N.V.	USD	Único Al Final	2,72%	2,51%	253.902	-	253.902	22.315.667	10.990.370	-	33.306.037	
O-E	BANCO MIZUHO	USD	Semestral	2,70%	2,31%	5.773.596	5.578.917	11.352.513	16.597.292	-	-	16.597.292	
O-E	BANCO SUMITOMO	USD	Semestral	2,61%	2,25%	-	13.608.361	13.608.361	19.929.881	-	-	19.929.881	
Argentina	O-E	BANCO GALICIA	ARS	Menual	27,00%	27,00%	86.329	-	86.329	-	-	-	-
	O-E	BANCO BBVA	ARS	Menual	28,00%	28,00%	127.098	-	127.098	-	-	-	-
	O-E	BANCO GALICIA	ARS	Menual	27,00%	27,00%	1.370.733	-	1.370.733	-	-	-	-
	O-E	BANCO MACRO	ARS	Menual	27,00%	27,00%	4.242.749	-	4.242.749	-	-	-	-
	O-E	BANCO GALICIA	ARS	Menual	27,50%	27,50%	34.241.844	-	34.241.844	-	-	-	-
	O-E	BANCO COMAFI	ARS	Menual	27,20%	27,20%	4.381.164	-	4.381.164	-	-	-	-
	O-E	BANCO FRANCES	ARS	Menual	27,00%	27,00%	4.080.318	-	4.080.318	-	-	-	-
	O-E	BANCO ITAU	ARS	Menual	27,00%	27,00%	10.514.698	-	10.514.698	-	-	-	-
	O-E	BANCO CIUDAD	ARS	Menual	27,50%	27,50%	7.230.799	-	7.230.799	-	-	-	-
Colombia	O-E	HELM BANK	COP	Semestral	2,16%	2,16%	814.788	560.463	1.375.251	-	-	-	-
	O-E	BANCO COLPATRIA	COP	Único Al Final	11,14%	11,14%	24.187	8.282	32.469	-	-	-	-
	O-E	BANCO COLPATRIA	COP	Único Al Final	11,14%	11,14%	818	-	818	-	-	-	-
Brasil	O-E	BANK OF AMERICA	USD	Único Al Final	14,74%	14,74%	10.125.443	30.376.328	40.501.771	-	-	-	-
	O-E	BRADESCO	REAL	Único Al Final	15,33%	15,33%	9.690.557	-	9.690.557	-	-	-	-
	O-E	HSBC	USD	Único Al Final	15,85%	15,85%	2.207.885	6.623.654	8.831.539	-	-	-	-
	O-E	SAFRA	REAL	Único Al Final	16,47%	16,47%	185.165	-	185.165	-	-	-	-
	O-E	SANTANDER	REAL	Único Al Final	10,40%	10,40%	17.101	51.302	68.403	128.407	-	-	128.407
	O-E	SANTANDER	REAL	Único Al Final	13,00%	13,00%	4.900	14.698	19.598	36.688	-	-	36.688
	O-E	BANCO DO NORDESTE	REAL	Menual	8,50%	8,50%	81.024	243.071	324.095	343.786	-	-	343.786
O-E	ITAU	USD	Único Al Final	16,10%	16,10%	16.400.001	-	16.400.001	-	-	-	-	
TOTAL							129.051.616	86.341.801	215.393.417	174.418.501	31.880.836	-	206.299.337

Bonos largo plazo

N° de inscripción o identificación	Serie	Monto nominal colocado vigente	Unidad de reajuste del bono	Tasa de interés	Tasa Efectiva	Plazo final	Periodicidad		Valor contable		Colocación en Chile o en el extranjero
							Pago de intereses	Pago de amortización	31/12/2016	31/12/2015	
									M\$	M\$	
268	BJUMB - B1	306.597	UF	6,5%	6,9%	01/09/2026	SEMESTRALES	SEMESTRALES	7.572.160	7.857.807	NACIONAL
268	BJUMB - B2	1.532.986	UF	6,5%	6,9%	01/09/2026	SEMESTRALES	SEMESTRALES	36.972.945	38.291.796	NACIONAL
530	BCENC - E	2.000.000	UF	3,5%	4,1%	07/05/2018	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	52.231.106	50.519.499	NACIONAL
530	BCENC - F	4.500.000	UF	4,0%	4,3%	07/05/2028	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	115.257.083	111.914.897	NACIONAL
551	BCENC - J	3.000.000	UF	5,7%	5,7%	15/10/2029	SEMESTRALES	SEMESTRALES	79.009.401	76.853.673	NACIONAL
551	BCENC - N	4.500.000	UF	4,7%	5,0%	28/05/2030	SEMESTRALES	SEMESTRALES	115.830.727	112.670.350	NACIONAL
551	BCENC - O	54.000.000	CH\$	7,0%	7,7%	01/06/2031	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	50.873.893	50.749.637	NACIONAL
816	BCENC-P	52.000.000	CH\$	4,7%	5,4%	07/11/2022	SEMESTRALES	SEMESTRALES	50.266.600	-	NACIONAL
816	BCENC-R	5.000.000	UF	2,7%	3,4%	07/11/2041	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	115.790.192	-	NACIONAL
N/A	ÚNICA - A	280.000.000	SOLES	7,2%	7,5%	05/05/2018	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	55.797.704	58.070.977	EXTRANJERO
N/A	ÚNICA - A	130.000.000	SOLES	7,6%	7,8%	12/08/2017	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	-	27.060.400	EXTRANJERO
N/A	ÚNICA - A	750.000.000	USD	5,5%	5,5%	20/01/2021	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	504.394.448	536.157.982	EXTRANJERO
N/A	ÚNICA - A	1.200.000.000	USD	4,9%	5,2%	20/01/2023	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	771.685.964	814.653.208	EXTRANJERO
N/A	ÚNICA - A	650.000.000	USD	5,2%	5,3%	12/02/2025	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	430.388.334	456.046.424	EXTRANJERO
N/A	ÚNICA - A	350.000.000	USD	6,6%	6,7%	12/02/2045	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	232.074.329	246.119.787	EXTRANJERO
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE IV	23.670	ARG\$	0,0%	0,0%	01/02/2018	MENSUALES	MENSUALES	285	-	EXTRANJERO
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE V	58.482	ARG\$	0,0%	0,0%	28/05/2018	MENSUALES	MENSUALES	1.679	-	EXTRANJERO
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VI	118.119	ARG\$	0,0%	0,0%	30/09/2018	MENSUALES	MENSUALES	728.557	-	EXTRANJERO
Total porción no corriente									2.618.875.407	2.586.966.437	