



ESTUDIO DE VALOR DEL HOLDING CENCOSUD S.A.

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

**Alumno: Diego Bastías Morales
Profesor: Mauricio Jara Bertín**

Santiago, Mayo de 2017

ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
RESUMEN EJECUTIVO	1
1. CONSIDERACIONES GENERALES	2
1.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORIZACIÓN	2
1.1.1 Modelo de descuento de dividendos	2
1.1.2 Método de flujo de caja descontado	3
1.1.3 Método de múltiplos	5
1.2 METODOLOGÍA UTILIZADA	6
1.3 MARCO TEÓRICO	6
1.3.1 Valor de la UF	6
1.3.2 Equivalencia de Tasas	7
1.3.3 Impuestos en Chile	7
1.3.4 Apalancamiento y desapalancamiento	7
2. INTRODUCCIÓN	8
2.1 SOBRE LA EMPRESA	8
2.1.1 Reseña Histórica	8
2.1.2 Cencosud en la Actualidad	10
2.2 SOBRE LA INDUSTRIA	11
2.2.1 Cencosud	11
2.2.2 Falabella	12
2.2.3 Ripley	12
2.2.4 Walmart	12
3. FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	13
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL	14
5. TASA DE COSTOS	15
5.1 COSTO PATRIMONIAL	15
5.2 COSTO DE CAPITAL	16
6. ANÁLISIS OPERACIONAL	17
6.1 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO	17
6.2 ANÁLISIS DE ACTIVOS	18
7. PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS	21

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

8. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE	23
8.1 INVERSIÓN EN REPOSICIÓN Y PROYECTOS	23
8.2 CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO	26
9. VALORIZACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA	27
10. CONCLUSIONES	28
GLOSARIO	29
BIBLIOGRAFÍA	34
ANEXOS	1

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

INDICE DE FIGURAS

Figura 1.- Imagen corporativa de Cencosud, (Cencosud, 2016).....	8
Figura 2.- Cronograma de Cencosud, (Cencosud, 2016).....	9
Figura 3.- 10 principales empresas del IPSA (Bolsa de Comercio de Santiago, 2017)	10
Figura 4.- Diagrama de Pareto, Ventas de Cencosud, (Cencosud S.A, 2016)	11
Figura 5.- Composición de ventas para Chile (Economía y Negocios, s.f.)	13
Figura 6.- Nivel de ventas por actividades para el conglomerado (Cencosud S.A, 2016) .	17
Figura 7.- Composición del plan de inversión de Cencosud a cuatro años (Cencosud S.A, 2016).....	24
Figura 8.- Movimiento bursátil de Cencosud vs. Precio objetivo (Bolsa de Santiago, 2017)	28

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

INDICE DE TABLAS

Tabla 1.- Valores de la UF (Servicio de Impuestos Internos, 2017)	6
Tabla 2.- Tasas Impositivas para Chile	7
Tabla 3.- Deuda financiera adepta a interés (Cencosud S.A, 2016)	13
Tabla 4.- Pasivos financieros de la empresa (Cencosud S.A, 2016)	14
Tabla 5.- Patrimonio económico de Cencosud ((Bolsa de Santiago, 2017) (Cencosud, 2016))	15
Tabla 6.- Estructura de capital de la empresa entre los años 2012 y 3T2016 (Cencosud S.A, 2016).....	15
Tabla 7.- Coeficientes de regresión Cencosud-IGPA (Elaboración Propia, 2017)	16
Tabla 8.- Proyección de Ventas en miles de UF para Cencosud (Elaboración Propia, 2017).....	18
Tabla 9.- Activos de Cencosud (Cencosud S.A, 2016)	19
Tabla 10.- Clasificación de activos de Cencosud (Elaboración Propia, 2017)	21
Tabla 11.- Relación con ventas de cuenta en EERR (Cencosud, 2016).....	22
Tabla 12.- Estados de resultado proyectados (Elaboración Propia, 2017)	23
Tabla 13.- Flujo de caja proyectado (Elaboración Propia, 2017).....	25
Tabla 14.- Calculo del RCTON (Elaboración Propia, 2017)	26
Tabla 15.- Proyección de Inversión en Capital de Trabajo (Elaboración Propia, 2017)	26
Tabla 16.- Resultados de valorización de Cencosud (Elaboración Propia, 2017).....	27

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

RESUMEN EJECUTIVO

Existen muchos motivos para una empresa. Sin duda, el principal es para conocer el estado monetario, cuantificar el esfuerzo y trabajo y dar una señal de lo que la empresa puede valer para un mercado en constante crecimiento.

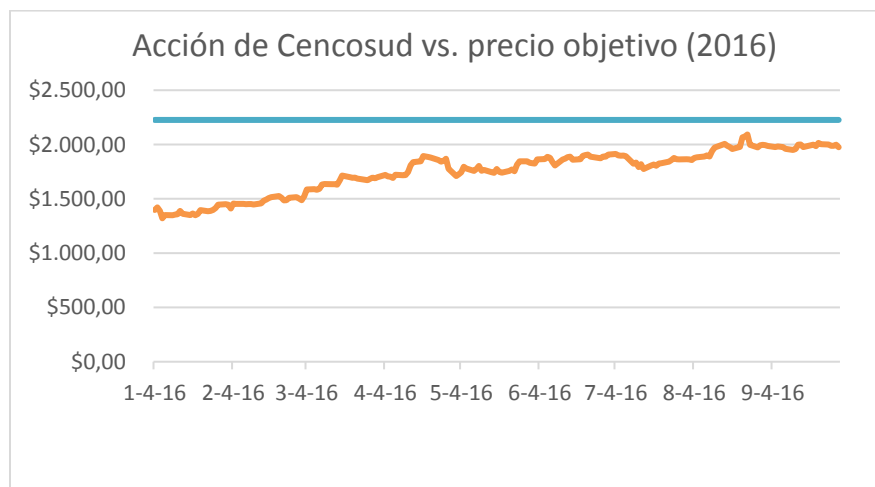
Cencosud es una empresa que ha visto un gran crecimiento en las últimas dos décadas y es por este motivo que toma gran importancia conocer realmente su valor, más allá del que se le pueda dar de manera bursátil. Es importante para ello conocer la situación actual en cuanto a estructura de capital, operacional y planes de crecimiento en los próximos años.

Para el caso, se ha tomado el método de valorización por flujo de caja descontado lo que exigirá cálculos de la tasa de descuento apropiada para la situación de la empresa, en línea con lo mencionado recientemente.

Para conocer los principales resultados del informe, se presenta la tabla a continuación:

Valor de la empresa	430.935.897
Deuda financiera de la empresa	-186.652.866
Patrimonio económico	244.283.031
Número de acciones suscritas	2.842.520.872
Valor por acción	UF 0,086 UF

Considerando que el valor de la UF al 30 de septiembre es de \$26.224,30; el valor de la acción debería ser \$ 2.253,59. Este valor es un 14,09% superior al cierre bursátil al día de estudio. A continuación se presenta un gráfico del valor real de la acción versus el esperado por el estudio:



1. CONSIDERACIONES GENERALES

1.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORIZACIÓN

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos (Fernández, 2005). Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables (Maquieira, 2010).

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

1.1.1 MODELO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p= rentabilidad exigida a las acciones.

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo (Fernández, 2005).

1.1.2 MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

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

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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

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

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

1.1.3 MÉTODO DE MÚLTIPLOS

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos (Maquieira, 2010) (Damodaran, 2002):

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

1.2 METODOLOGÍA UTILIZADA

El presente informe de valoración de empresas ha sido confeccionado con el fin de obtener el título de Magíster en Finanzas para la Universidad de Chile. El contenido es en base a la empresa de retail Cencosud y ha sido desarrollado en base a la metodología de valoración por flujo de caja descontado.

La información obtenida relativa a la empresa es publicada en memorias trimestrales y anuales en la página corporativa y en la Superintendencia de Valores y Seguros acogiéndose a la normativa contable IFRS, donde los datos son expresados en miles de pesos. Para el caso se ha transformado todo lo obtenido a Unidad de Fomento (UF), índice chileno que refleja la pérdida de valor o inflación de la moneda nacional, peso chileno (\$)

1.3 MARCO TEÓRICO

1.3.1 VALOR DE LA UF

Como se mencionó en la metodología, los datos obtenidos se transformarán a UF para consistencia de datos. En este sentido, el valor en moneda nacional chilena para la UF en las respectivas fechas de memorias o informes relevantes será:

Tabla 1.- Valores de la UF (Servicio de Impuestos Internos, 2017)

Año	2012	2013	2014	2015	3T2016
Valor de la UF	22.841	23.310	24.627	25.629	26.224

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

1.3.2 EQUIVALENCIA DE TASAS

Dentro de las tasas aplicadas, existen algunas que puedan ser nominales. Como en el caso se ha trabajado todo en UF, para consistencia de datos se han transformado todas las tasas necesarias a reales. Lo anterior se logra mediante la fórmula de Fisher:

$$(1 + r_n) = (1 + r_i)(1 + \pi)$$

Donde:

- r_n = tasa nominal o tasa expresada para moneda nacional, peso (\$).
- r_i = tasa real o tasa expresada para Unidad de Fomento (UF).
- π = inflación pronosticada como meta por el Banco Central de Chile, generalmente un 3%.

1.3.3 IMPUESTOS EN CHILE

Un punto importante a considerar para la correcta valorización es la tasa impositiva sobre las ganancias. En Chile, luego de la reciente reforma tributaria, se ha impuesto un alza gradual de la tasa que grava las utilidades de la empresa. Esta alza es a contar del año 2014. Existen dos modalidades a las cuales una empresa se puede acoger, estas son el sistema de tributación parcialmente integrado y sistema de renta atribuida. Por defecto y hasta el momento, Cencosud se acoge a la primera, aunque puede cambiar su estructura mediante una junta extraordinaria de accionistas. La **Tabla 2** muestra el alza gradual de la tasa impositiva según la modalidad escogida.

Tabla 2.- Tasas Impositivas para Chile

Modalidades	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tributación parcialmente integrado	20,0%	21,0%	22,5%	24,0%	25,0%	27,0%
Renta atribuida	20,0%	21,0%	22,5%	24,0%	25,5%	25,5%

1.3.4 APALANCAMIENTO Y DESAPALANCAMIENTO

El apalancar y desapalancar una empresa es un punto importante y de sumo cuidado en la valorización de la empresa. Existen dos métodos conocidos para tal fin, uno es Hamada y otro es Rubinstein.

- Hamada: Método de apalancamiento/desapalancamiento utilizado en el caso que la deuda sea libre de riesgo. La fórmula es como sigue:

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

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

- Rubinstein: Método de apalancamiento/desapalancamiento utilizado en el caso que la deuda sea riesgosa. Cabe mencionar que este es uno de los métodos más utilizados. La Fórmula es como sigue:

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

2. INTRODUCCIÓN

2.1 SOBRE LA EMPRESA

Cencosud es una empresa chilena del sector del retail multiformato con presencia en cinco países de Latinoamérica, donde la mayor cantidad de ventas se realiza en Chile. Esta empresa es controlada por la familia Paulmann destacando a su presidente, don Horst Paulmann.



Figura 1.- Imagen corporativa de Cencosud, (Cencosud, 2016)

2.1.1 RESEÑA HISTÓRICA

La historia de la cadena se remonta al año 1963, donde se inauguró el primer mercado de la familia Paulmann, nombrado “Las Brisas”, en la ciudad de Temuco. Este mercado, de 160m², caracterizaba por ser autoservicio. No tardó mucho en convertirse en cadena que cubría geográficamente desde la región de Coquimbo hasta la región de Los Lagos.

No obstante, la cadena de supermercados Las Brisas era controlada por el hermano de Horst, Jürgen Paulmann – quien además sería el fundador de la aerolínea Sky Airline-. Dado el alejamiento por parte de Horst de los supermercados Las Brisas, éste fundó en 1976 el primer hipermercado Jumbo con un área cercada a los 7000m², en la comuna de Las Condes.

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Ya en la década del 80, Cencosud se habría pasado a terrenos internacionales donde inauguraría su primer Jumbo en Argentina. A raíz de los buenos resultados entregados por los dos supermercados, hasta ese momento, inauguran los centros comerciales Alto Las Condes y Unicenter en Chile y Argentina respectivamente.

Tras un progresivo crecimiento, la década del 2000 sellaría una exitosa administración, dando un enfoque más expansionista. Como se mencionó anteriormente, Cencosud ya había comenzado otros negocios con los centros comerciales y en 1993 con mejoramiento del hogar. Pero no fue sino hasta la mencionada década cuando comenzó la absorción, expansión y bursatilización de la marca. Es así como en 2003 adquiere los supermercados Santa Isabel en Chile y en 2004 los supermercados Montecarlo y Las Brisas, pasando a ser propiedad absoluta del grupo Cencosud. Es en el mismo año cuando el grupo hace su apertura a la bolsa bajo el nemo CENCOSUD.

En el año 2005 adquiere la empresa Almacenes Paris, de la cual sacará la tienda por departamentos y el banco París. Éste último fue un intento de madurar el negocio financiero que hasta entonces tenían con las tarjetas Cencosud.



Figura 2.- Cronograma de Cencosud, (Cencosud, 2016)

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

2.1.2 CENCOSUD EN LA ACTUALIDAD

Actualmente es una de las compañías más grandes en Chile, con proyecciones a crecer tanto en sus operaciones como en aperturas bursátiles, planeando la cotización de sus centros comerciales.

Con respecto a su acción, Cencosud tiene un peso en el IPSA (Índice de precios seleccionados de acciones) de 5,593%. Es decir, es la quinta empresa más importante en la plaza bursátil local. Este índice es uno de los más importantes de Chile, al ser el que alberga a las cuarenta principales empresas de la plaza local.

La **Figura 3** muestra la posición de Cencosud dentro de las 10 empresas más relevantes al IPSA.

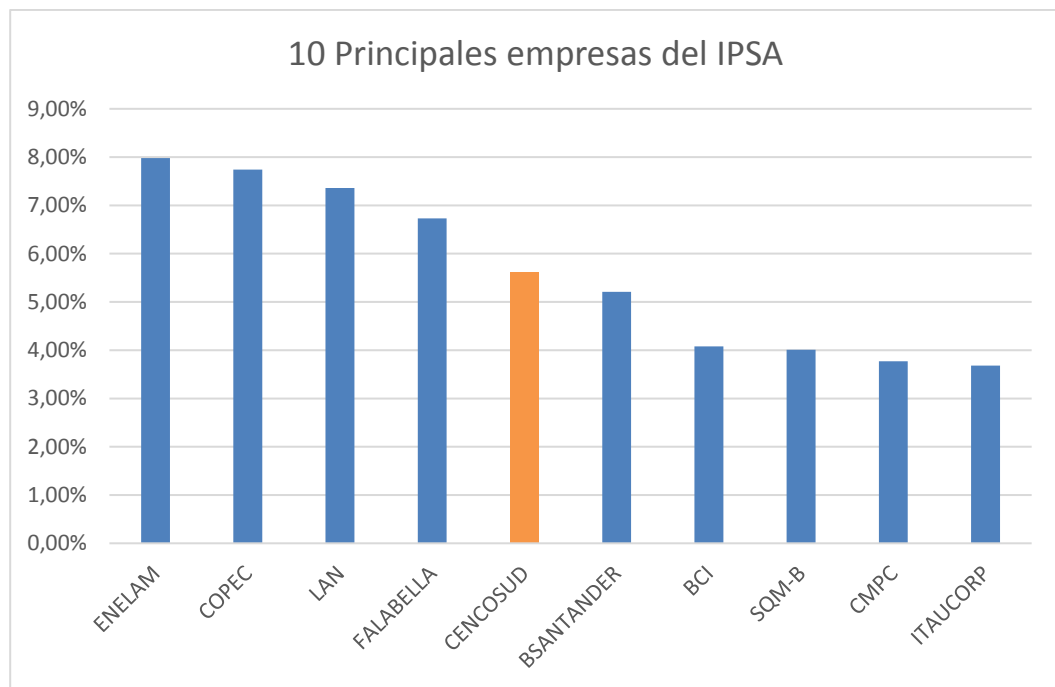


Figura 3.- 10 principales empresas del IPSA (Bolsa de Comercio de Santiago, 2017)

Sin embargo, y como se mencionó anteriormente, Cencosud cuenta con presencia en cinco países de la región donde las mayores ventas se presentan en Chile y Argentina. Tanto en Brasil, Colombia y Perú están haciendo expansiones de negocios que puedan fortalecer al conglomerado.

Esto no ha estado fuera de polémicas, pues en Perú, Cencosud arrendó terrenos al ejército de dicho país para la construcción del centro comercial Plaza Lima Sur, en Chorrillos. Este memorando de entendimiento fue acordado el año 2013 para concretar el arriendo a un valor. Este valor fue disminuido, según el memorando,

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

hasta que el Ministerio de Defensa validara las negociaciones con un plazo de 180 días. Dicho documento de validación se emitió un año y siete meses después del acuerdo, lo que ha desencadenado en el desconocimiento por parte de Cencosud quien continúa pagando lo acordado en un principio (Financiero, 2017).

No obstante lo anterior, las ventas a nivel internacional han destacado por su constante incremento, lo que se refleja en la **Figura 4.- Diagrama de Pareto, Ventas de Cencosud,**

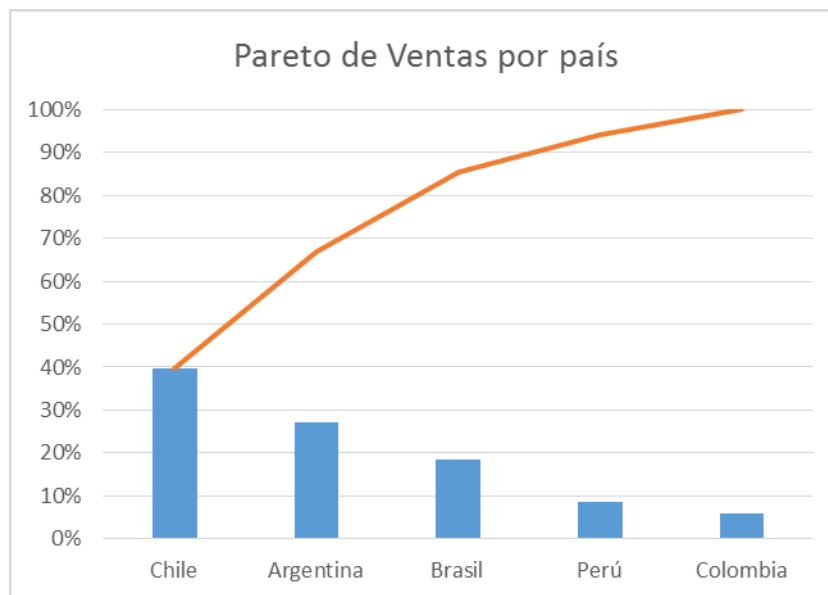


Figura 4.- Diagrama de Pareto, Ventas de Cencosud, (Cencosud S.A, 2016)

De la **Figura 4.- Diagrama de Pareto, Ventas de Cencosud,** se destacan las ventas de Brasil, teniendo menos diversificación que en países como Chile o Argentina.

2.2 SOBRE LA INDUSTRIA

Se denomina retail a la industria comercializadora o intermediaria que vende generalmente al detalle un producto al cliente final. En Chile, la industria del retail está muy desarrollada y representada por grupos de gran representatividad internacional. Entre ellos se puede encontrar:

2.2.1 CENCOSUD

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Es la empresa en materia de estudio. Dentro del Retail chileno es una de las más diversificadas junto a Falabella.

2.2.2 FALABELLA

Como se mencionó, Falabella es uno de los retail más diversificados teniendo negocios en supermercados, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y financiero. En este último tuvo más éxito que Cencosud en lo que respecta a Banco Falabella y Banco Paris, respectivamente.

2.2.3 RIPLEY

A diferencia de las dos anteriores, Ripley es una empresa de retail con menor diversificación ingresando al negocio de tiendas por departamento y financiero con su Banco Ripley. En la actualidad opera en Chile, Perú y Colombia.

2.2.4 WALMART

Walmart es una multinacional de ventas al detalle fundada en Estados Unidos. Comenzó operaciones en Chile a mediados de la década del 2000 comprando un paquete de acciones de la chilena D&S, la que unos años más tarde terminó vendiendo el total de la empresa a la estadounidense.

Actualmente Walmart, continuando con el negocio de D&S, tiene presencia en el sector farmacéutico, centros comerciales, financiero (a través de su tarjeta Presto) y Supermercados en todos sus formatos.

Actualmente, la industria del retail es una de las pocas que obtiene resultados mejores pese a la desaceleración en el sector. Entre otras, se debe a la gran cantidad de argentinos que vienen a comprar a Chile debido a los altos precios en el país trasandino. Tanto así, es que a la fecha ya han cerrado más de 400 locales minoristas en Mendoza (Diario Financiero, 2017).

Respecto de los resultados, como se mencionó anteriormente, Walmart ha adquirido el 100% de la compañía, por lo que ha dejado de ser una sociedad anónima abierta y ha dejado de reportar resultados a la SVS. Sin embargo, existen cuentas que dan una mirada de las posiciones que existen actualmente en la industria, según la perspectiva de las tiendas por departamento.

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

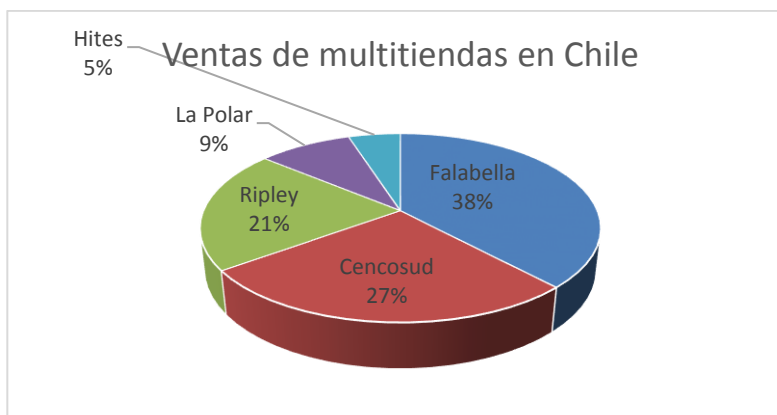


Figura 5.- Composición de ventas para Chile (Economía y Negocios, s.f.)

3. FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

La empresa tiene una cuenta de pasivo de la que se desprenden todo tipo de deudas. Sin embargo, es preciso diferenciar lo que son las deudas que paguen interés de las que no tengan relación con lo anterior, como las deudas con entidades relacionadas, impuestos diferidos, entre otras.

De lo mencionado anteriormente, el financiamiento de la empresa que paga interés está compuesto principalmente de cuatro cuentas: obligaciones con bancos, obligaciones con el público, otros pasivos financieros y depósitos a plazo. Éste último correspondiente a lo pactado con las entidades financieras de Cencosud.

Tabla 3.- Deuda financiera adepta a interés (Cencosud S.A, 2016)

Ítem	Corriente	No Corriente
Obligaciones con bancos	16.683.498,82	8.731.067,98
Obligaciones con el público	3.375.785,09	92.810.031,73
Otros pasivos financieros - Leasing Financiero	129.945,55	778.258,45
Otros pasivos Financieros (Forward)	45.262,94	-
Otros pasivos financieros /Hedge derivates)	73.491,19	353.951,91
Depósitos a plazo	1.930.792,17	1.806.917,97
Cuentas de ahorro a plazo	-	-
Letras de crédito	-	298.758,40
Obligaciones a la vista	46.669,01	-
Deuda Compra Bretas	-	-
Deuda M. Rodriguez	-	-
Deuda compra Johnson's	-	-
Otras Obligaciones Financieras - Otros	82.362,39	-

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

La **Tabla 3.-** Deuda financiera adepta a interés muestra el financiamiento de la empresa en UF al tercer trimestre del año 2016, separado por los ítems más relevantes. De este punto es importante señalar la carga de financiamiento con bancos a corto plazo y la carga de financiamiento con el público, o bonos, a largo plazo. En este sentido, el ¡Error! No se encuentra el origen de la referencia. muestra los bonos de la empresa, vencimiento y detalles de interés.

Cabe mencionar que el total de la deuda financiera que paga interés dentro de la cuenta de pasivos está contenida en las notas 17 y 18 de la memoria de la empresa. La Tabla 3 muestra de manera detallada lo que en la presentación de pasivos es la nota 17, Otros Pasivos Financieros Corrientes y No Corrientes.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL

La estructura de capital de Cencosud ha sido determinada en base a las memorias publicadas por la empresa desde el año 2012 hasta el tercer trimestre del año 2016. Dentro de la estructura y como se mencionó anteriormente, se ha considerado como base de cálculo la deuda financiera, es decir, la que paga interés. En este sentido se han tomado las notas 17 y 18 de las memorias, respectivamente los ítems “Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes” y “Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar”. Se han excluido las provisiones corrientes y no corrientes, otros pasivos no financieros y los impuestos diferidos, entre otros.

Tabla 4.- Pasivos financieros de la empresa (Cencosud S.A, 2016)

	2012	2013	2014	2015	2016T3
Otros pasivos financieros (corriente)	1.179.131.616	739.105.814	714.159.288	356.173.111	586.580.085
Préstamos que devengan interés (corriente)	1.902.395.915	1.957.993.218	1.983.086.109	1.856.524.795	1.556.245.897
Otros pasivos financieros (no corriente)	2.359.500.539	2.218.035.025	2.402.716.245	2.924.038.208	2.747.755.574
Préstamos que devengan interés (no corriente)	7.410.802	8.954.817	34.449.920	4.502.991	4.259.195
Deuda financiera (M\$)	5.448.438.872	4.924.088.874	5.134.411.562	5.141.239.105	4.894.840.751
Deuda Financiera UF	238.540.279	211.247.611	208.486.243	200.601.703	186.652.866

Además de la deuda, es preciso conocer el número de acciones suscritas y pagadas, y su valor de transacción en el mercado bursátil al momento de las memorias, diciembre de los respectivos años.

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Tabla 5.- Patrimonio económico de Cencosud ((Bolsa de Santiago, 2017) (Cencosud, 2016))

Patrimonio	2012	2013	2014	2015	3T2016
Nº Acciones suscritas y pagadas	2.507.103.215	2.828.723.963	2.828.723.963	2.828.723.963	2.842.520.872
Precio de acción (\$)	2.561	1.892	1.514	1.415	1.975
Patrimonio económico (MM\$)	6.421.584	5.353.077	4.283.254	4.002.644	5.615.116
Patrimonio económico (UF)	281.145.928	229.651.578	173.924.409	156.175.830	214.118.803

De la **Tabla 5** se puede obtener el patrimonio económico en las respectivas fechas de presentación de memoria. Es preciso mencionar que Cencosud tiene un sistema único de acciones, por lo que el total informado de acciones en serie única se le considerará el patrimonio económico de la empresa.

Finalmente, de la deuda financiera y patrimonio económico de Cencosud, se obtiene la estructura de capital, mostrada en la **Tabla 6**.

Tabla 6.- Estructura de capital de la empresa entre los años 2012 y 3T2016 (Cencosud S.A, 2016)

Capital Objetivo	2012	2013	2014	2015	2016
B/V	46%	48%	55%	56%	47%
P/V	54%	52%	45%	44%	53%
B/P	85%	92%	120%	128%	87%

5. TASA DE COSTOS

5.1 COSTO PATRIMONIAL

Para obtener la tasa de costo patrimonial se han efectuado diferentes pasos que en su conjunto derivan en lo requerido para el propósito.

En primer lugar, y ya habiendo obtenido la estructura de capital objetivo y promedio de Cencosud, se procede a observar el movimiento de la acción y compararlo con el IGPA, o Índice de Precio General de Acciones. La comparación se ha realizado mediante el método de regresión. En este método se conseguirán los β de riesgo de la acción con respecto al mercado.

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Tabla 7.- Coeficientes de regresión Cencosud-IGPA (Elaboración Propia, 2017)

		Coefficiente	Error estándar
2012	α	0,00	0,00
	β	1,39	0,11
2013	α	0,00	0,00
	β	1,27	0,13
2014	α	0,00	0,00
	β	1,30	0,19
2015	α	0,00	0,00
	β	1,39	0,24
2016	α	0,00	0,00
	β	1,13	0,22

Luego de obtenido el beta de riesgo de la empresa, se procede a obtener el de la deuda. La deuda afecta a interés de Cencosud se obtendrá del bono con mayor plazo tranzado. Para el caso, la tasa es de 6,77% en peso chileno, la que se ha convertido mediante la fórmula de fisher, a una tasa real de 3,66%. Lo anterior es suponiendo una inflación anual de 3% según la meta informada en el IPoM del Banco Central de Chile.

Por otra parte, el beta apalancado se ha determinado de acuerdo a la fórmula de Rubinstein –Explicada en el marco teórico-. En este sentido, el beta cambia de acuerdo a la tasa impositiva lo que en promedio a la normalización de ésta última equivale a 1,094. Con este Beta se obtiene la tasa de costo patrimonial, 10,6%.

5.2 COSTO DE CAPITAL

El costo de capital es el ponderado mediante la fórmula de WACC. Es decir, es la tasa de costo patrimonial ponderada a la estructura de capital de la empresa, más la tasa de costo de la deuda con el subsidio a la deuda. Esta es la tasa a la que se descontarán los flujos de la empresa para obtener el valor.

$$k_o = k_p * \left(\frac{P}{V}\right) + k_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)$$

Finalmente, la tasa de descuento de la empresa es 6,6%.

6. ANÁLISIS OPERACIONAL

6.1 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO

Como se ha mencionado, Cencosud es una empresa que cuenta con operaciones en cinco países donde en gran parte de ellas tiene un rol multiformato. Es por este motivo que para hacer una correcta proyección de ventas, se debe ver el crecimiento por sector y por país. Para esto, se han efectuado dos mediciones de Pareto para determinar los países y actividades que generan la mayor cantidad de ingresos y posteriormente inferir las proyecciones para los siguientes años.

Estas mediciones de Pareto se han hecho para determinar y separar las actividades y países en los que recién se estén comenzando a operar y que puedan tener crecimientos anormales fuera de un crecimiento por actividad ya establecida. En la **Figura 4** se mostró el nivel de ventas por país, determinando un 85% del total consolidado entre Chile, Argentina y Brasil. Sin embargo, es preciso determinar además, que tipo de actividades influyen en mayor medida. Así, la **Figura 6** muestra el nivel de ventas por actividades.

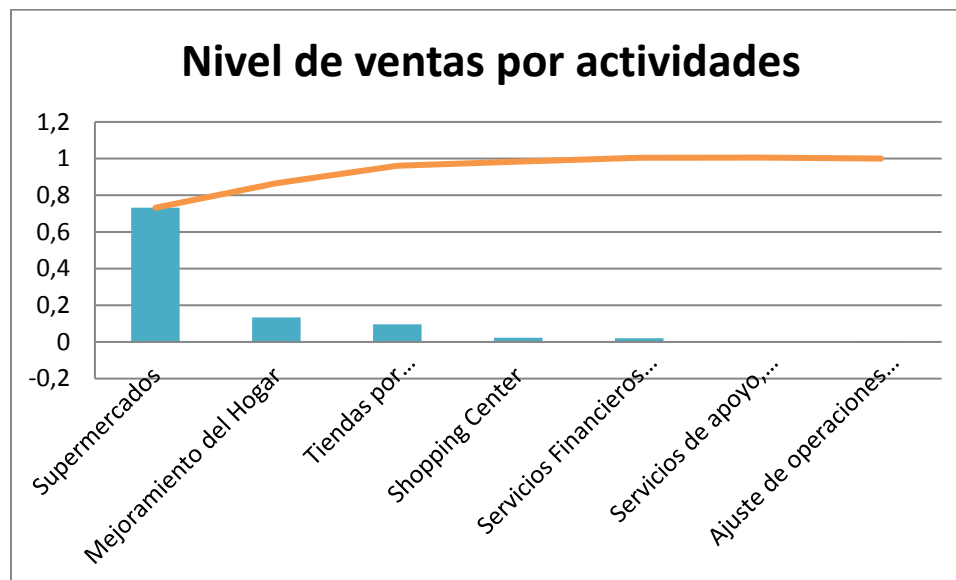


Figura 6.- Nivel de ventas por actividades para el conglomerado (Cencosud S.A, 2016)

De la **Figura 6** muestra un diagrama de Pareto con la composición de ventas por actividades y así poder inferir cuales son las que más aportan al ingreso total del conglomerado. De este estudio se obtiene un 96% de ventas otorgado por Supermercados, Mejoramiento del Hogar y Tiendas por Departamento. Finalmente, de

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

ambas mediciones se concluye que los ítem rescatados, en común componen un 82,09% del total de ventas del conglomerado.

Con el nivel de muestra por actividad y país, se procede a proyectar éstos mismos en el horizonte de evaluación de acuerdo a niveles de crecimiento histórico. En la **Tabla 8** se muestran estas proyecciones las que darán un resultado que, de acuerdo a lo anterior señalado, corresponderá a un 82,09% de las ventas totales de Cencosud. Luego, se mostrará el resultado total proyectado para el conglomerado.

Tabla 8.- Proyección de Ventas en miles de UF para Cencosud (Elaboración Propia, 2017)

Proyección de ventas (Miles de UF)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Chile						
Supermercados	101.633	105.693	109.916	114.307	118.873	123.621
Mejoramiento del Hogar	20.048	20.816	21.613	22.441	23.300	24.193
Tiendas por departamento	40.526	42.403	44.366	46.420	48.569	50.818
Total Chile	162.207	168.912	175.894	183.167	190.742	198.632
Argentina						
Supermercados	87.498	91.061	94.768	98.627	102.643	106.822
Mejoramiento del Hogar	36.720	37.937	39.194	40.493	41.835	43.221
Total Argentina	124.218	128.998	133.962	139.120	144.478	150.043
Brasil						
Supermercados	69.099	72.945	77.006	81.293	85.819	90.597
Total Brasil	69.099	72.945	77.006	81.293	85.819	90.597
Ventas al 82,09%	355.524	370.855	386.863	403.581	421.039	439.272
Total Proyectado	434.780	453.528	473.105	493.549	514.900	537.197

Esta tabla esta hecha bajo los crecimientos promedio tomado de cada actividad en los países específicos desde el 2011 hasta el 2015.

6.2 ANÁLISIS DE ACTIVOS

El análisis de activos de Cencosud es relevante a la hora de poder dar un valor a la empresa. Es preciso identificar que activos son prescindibles e imprescindibles operacionalmente. Es decir, cuales aportan mayor valor al núcleo del negocio.

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Dentro de la cuenta de activos de Cencosud para Septiembre de 2016 se registran:

Tabla 9.- Activos de Cencosud (Cencosud S.A, 2016)

Ítem	Nota	Valor (UF)
Activos Corrientes		
Efectivo y equivalente al efectivo	5	7.494.628,15
Otros activos financieros corrientes	6	3.245.968,28
Otros activos no financieros corrientes	22	1.158.300,66
Cuentas Comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	8	30.114.510,02
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	9	793.301,06
Inventarios corrientes	10	44.866.578,40
Activos por impuestos Corrientes	16	3.296.466,41
Total activos corrientes distintos de no corrientes calificados para la venta		90.969.752,98
Activos no corrientes para su disposición calificados como mantenidos para la venta	34	1.579.539,63
Activos corrientes totales		92.549.292,60
Activos no corrientes		
Otros activos financieros no corrientes	6	12.071.871,78
Otros activos financieros no corrientes	22	1.903.814,36
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	8	636.703,40
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	11	7.617.941,26
Activos intangibles distintos de la plusvalía	12	15.601.765,08
Plusvalía	13	55.017.319,66
Propiedades, planta y equipo	14	99.541.775,83
Propiedad de inversión	15	71.252.165,36
Activos por impuestos no corrientes	16	203.258,01
Activos por impuestos diferidos	16	24.858.424,78
Total de activos no corrientes		288.705.039,52
Total de activos		381.254.332,13

Las notas que muestran los ítem sirven para observar la importancia del activo en el núcleo del negocio y así separar los prescindibles de los imprescindibles. A continuación se muestra un extracto de lo relevante para poder clasificarlos.

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Nota 5: Corresponde al efectivo necesario para que el conglomerado pueda operar día a día, por lo tanto se considera un activo imprescindible.

Nota 6: Los activos financieros, tanto corrientes como no corrientes, corresponden a cuotas de fondos mutuos, derivados e instrumentos financieros varios. Dentro de la clasificación, estos pueden ayudar a fines de cobertura o *hedge*, pero no contribuyen al núcleo del negocio. Por lo que es un activo prescindible.

Nota 8: Las cuentas comerciales por cobrar corrientes y no corrientes corresponden a cuentas comerciales netas, deudores de tarjetas de crédito, documentos y préstamos. En este sentido y considerando el negocio de tarjeta Cencosud y otros negocios financieros, la nota 8 ha sido considerada imprescindible.

Nota 9: Las cuentas por cobrar a entidades relacionadas son las deudas de personas naturales o jurídicas que tienen alguna relación con Cencosud y por lo tanto, no tienen relación al núcleo del negocio, por lo que es considerado prescindible.

Nota 10: Los inventarios son netamente el núcleo del negocio, ya que son lo que se trance y genere ventas, por lo que son imprescindibles.

Nota 11: Son participaciones que tiene Cencosud en otras empresas con menos del 50% de participación.

Nota 12: Todo lo correspondiente a activos intangibles que sean necesarios para el negocio. Se consideró imprescindible.

Nota 13: La plusvalía (o minusvalía si fuese el caso) es el delta de valor que adquiera alguna propiedad de Cencosud. Dada la nula conexión con el núcleo del negocio, se ha considerado prescindible.

Nota 14: Las propiedades, plantas y equipos, necesarios para el buen funcionamiento del negocio, se han considerado imprescindibles.

Nota 15: Las propiedades de inversión son todo tipo de propiedades que han sido adquiridas con el fin de obtener plusvalía o generar ingresos por arriendo.

Nota 16: Los activos por impuestos diferidos se han considerado prescindibles, pues no tienen relación con el núcleo del negocio.

Nota 22: Esta nota, a pesar de que son otros activos no financieros, se ha considerado prescindibles, pues comprende garantías, arriendos anticipados, seguros u otros ítem que no tienen relación con el negocio de Cencosud.

Nota 34: Esta nota son los activos que cumplen criterios para ser clasificados como mantenidos para la venta (NIIF 5), es decir, no cumplen con los fines estratégicos y deben

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

ser liquidados en el corto plazo a pesar de que puedan ser activos como propiedades. Al ser poco recurrente y sin relación al negocio, se ha clasificado como prescindible.

En vista de lo anterior, los activos de Cencosud han sido clasificados según muestra la **Tabla 10**

Tabla 10.- Clasificación de activos de Cencosud (Elaboración Propia, 2017)

Clasificación	Prescindible (UF)	Imprescindible (UF)
Corriente	10.073.576	82.475.717
No Corriente	46.655.310	242.049.729
Total	56.728.886	324.525.446

7. PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS

La proyección de los estados de resultados de la empresa han sido hechos en base a los ingresos operacionales. Esto es de acuerdo al porcentaje histórico de cada ítem con respecto a las ventas de la empresa.

Estos estados de resultado serán muy útiles para poder proyectarlos al flujo de caja y así obtener un valor para Cencosud.

Como se explicó anteriormente, la metodología es obtener el porcentaje de relación a las ventas para los ítem que componen el estado de resultado. Esto se obtiene así, pues se ha observado una relación absoluta en casi todas las cuentas. Para las que no sean relacionadas, como “Otros Ingresos”, “Otras Ganancias”, “Participación en entidades relacionadas”, “Diferencias de Cambio” o “Resultados por unidad de reajuste”, se tomará el promedio de los años anteriores (2012-2015). Esto es porque se ha observado cierta estabilidad sin crecimiento en las cuentas mencionadas.

Con respecto a los ingresos operacionales, y como se explicó en el punto Análisis de Crecimiento, las ventas fueron proyectadas según un doble análisis de Pareto, para identificar cuales son los segmentos y países que más aportan a los ingresos. Luego, se proyectaron las ventas en estos segmentos según crecimiento promedio entre los años 2012 y 2015, obteniendo una muestra representativa de cerca de un 82%, lo que luego se extrapoló al 100% obteniendo un estimado de ingresos anuales para la compañía.

La **Tabla 11** muestra el peso promedio de las cuentas en los estados de resultados con respecto a los ingresos anuales para Cencosud, observando que sean estables y efectivamente tengan una correlación con los ingresos de la compañía.

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Tabla 11.- Relación con ventas de cuenta en EERR (Cencosud, 2016)

Ítem	Relación con respecto a ventas
Ingreso de actividades ordinarias	100%
Costo de ventas	-72%
Ganancia bruta	28%
Otros ingresos	1%
Costos de distribución	0%
Gastos de administración	-22%
Otros gastos por función	-2%
Otras Ganancias (pérdidas)	0%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	6%
Ingresos financieros	0%
Costos financieros	-2%
Participación en entidades relacionadas	0%
Diferencias de cambio	0%
Resultados por Unidad de reajuste	0%
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	3%
Gasto por impuesto a las ganancias	1%
Ganancia (Pérdida) despues de impuesto	2%

Con esta información ya se está en facultad de poder proyectar los estados de resultados, los que se encuentran en la **Tabla 12**.

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Tabla 12.- Estados de resultado proyectados (Elaboración Propia, 2017)

Ítem	2016T4	2017	2018	2019	2020	2021
Ingreso de actividades ordinarias	149.272.590	453.527.723	473.105.039	493.549.178	514.899.555	514.899.555
Costo de ventas	(108.844.013)	(325.290.478)	(339.332.209)	(353.995.665)	(369.309.116)	(369.309.116)
Ganancia bruta	40.428.577	128.237.245	133.772.830	139.553.513	145.590.439	145.590.439
Otros ingresos	825.092	5.902.379	6.157.165	6.423.233	6.701.095	6.701.095
Costos de distribución	(52.592)	(833.128)	(893.637)	(958.541)	(1.028.158)	(1.028.158)
Gastos de administración	(28.865.151)	(98.296.642)	(102.539.788)	(106.970.808)	(111.598.243)	(111.598.243)
Otros gastos por función	(2.286.018)	(7.878.758)	(8.218.859)	(8.574.018)	(8.944.920)	(8.944.920)
Otras Ganancias (pérdidas)	(193.615)	1.827.736	1.827.736	1.827.736	1.827.736	1.827.736
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	9.856.292	28.958.831	30.105.447	31.301.116	32.547.949	32.547.949
Ingresos financieros	16.110	389.823	406.650	424.223	442.574	442.574
Costos financieros	(1.989.642)	(9.866.270)	(9.866.270)	(9.866.270)	(9.866.270)	(9.866.270)
Participación en entidades relacionadas	345.546	732.066	732.066	732.066	732.066	732.066
Diferencias de cambio	(3.550.537)	(1.780.533)	(1.780.533)	(1.780.533)	(1.780.533)	(1.780.533)
Resultados por Unidad de reajuste	(666.546)	(1.124.887)	(1.124.887)	(1.124.887)	(1.124.887)	(1.124.887)
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	4.011.223	17.309.030	18.472.473	19.685.715	20.950.899	20.950.899
Gasto por impuesto a las ganancias	962.693	4.327.258	4.987.568	5.315.143	5.656.743	5.656.743
Ganancia (Pérdida) despues de impuesto	3.048.529	12.981.773	13.484.906	14.370.572	15.294.156	15.294.156

8. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

8.1 INVERSIÓN EN REPOSICIÓN Y PROYECTOS

El flujo de caja es, finalmente, la herramienta que dará el valor a la empresa. Éste ha sido efectuado mediante el estado de resultado presentado, adhiriendo las inversiones que planea hacer la empresa. En este sentido, Cencosud anuncia anualmente su plan de inversiones y crecimiento denominado "Cencosud Guidance".

El Cencosud Guidance 2016 entrega múltiples datos sobre como será el plan de inversión de la empresa para los siguientes cuatro años.

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

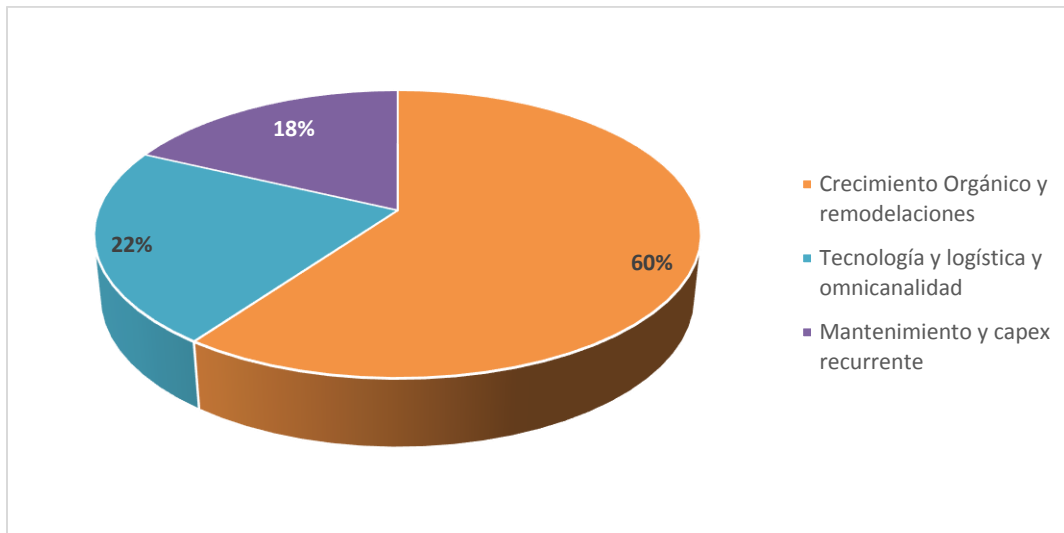


Figura 7.- Composición del plan de inversión de Cencosud a cuatro años (Cencosud S.A, 2016)

Según lo mostrado en la **Figura 7**, extraído de la Cencosud Guidance, el 18% corresponde a Mantenimiento y Capex, 22% a Tecnología, logística y Omnicanalidad; y un 60% corresponde a un crecimiento orgánico y remodelaciones.

Además se destaca que la inversión será de US M\$500.000 el cual irá creciendo a una tasa de 15% dentro de los próximos cuatro años.

Sin embargo, en este caso se ha utilizado el estado de flujo de efectivo de la compañía, donde se han observado particularmente la inversión en propiedades, plantas y equipos y activos intangibles.

Para el cuarto trimestre de 2016 se ha estimado la inversión en reposición, según el movimiento de los últimos años. Para ello, se calculó el 2016 completo y luego se estimó el último trimestre.

Luego se estima la inversión en nuevos proyectos para el 4 trimestre del 2016 con la cuenta de propiedades plantas y equipos, y activos intangibles.

Ya obtenida las dos cuentas de inversión de Cencosud para el cuarto trimestre de 2016, se contrastará la inversión en reposición con la depreciación para obtener el porcentaje que corresponda a inversiones. Así, se obtiene que la inversión en reposición corresponde al 67% de la depreciación del período en estudio.

Además se obtiene un porcentaje de relación entre la inversión en reposición e inversión en proyectos nuevos las que respectivamente son 55,53% y 44,47%.

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Obtenido lo anterior, se calculará la inversión en reposición con respecto a la depreciación de cada periodo y luego, de la relación entre ambas inversiones, se obtendrá la inversión en nuevos proyectos.

Tabla 13.- Flujo de caja proyectado (Elaboración Propia, 2017)

Impuesto	24,0%	25,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
	2016T4	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos por ventas	149.272.590	453.527.723	473.105.039	493.549.178	514.899.555	514.899.555
Ingresos Financieros	16.110	389.823	406.650	424.223	442.574	442.574
Otros ingresos	825.092	5.902.379	6.157.165	6.423.233	6.701.095	6.701.095
Costos del Conglomerado	-106.771.194	316.999.201	331.040.933	345.704.389	361.017.839	361.017.839
Gastos del Conglomerado	-31.203.762	107.008.529	111.652.284	116.503.366	121.571.321	121.571.321
Otras ganancias (pérdidas)	-193.615	1.827.736	1.827.736	1.827.736	1.827.736	1.827.736
Gastos Financieros	-1.989.642	-9.866.270	-9.866.270	-9.866.270	-9.866.270	-9.866.270
Participación en entidades relacionadas	345.546	732.066	732.066	732.066	732.066	732.066
Diferencias de cambio	-3.550.537	-1.780.533	-1.780.533	-1.780.533	-1.780.533	-1.780.533
Resultados por Unidad de reajuste	-666.546	-1.124.887	-1.124.887	-1.124.887	-1.124.887	-1.124.887
Depreciación	-1.808.599	-7.234.397	-7.234.397	-7.234.397	-7.234.397	-7.234.397
Amortización	-264.220	-1.056.879	-1.056.879	-1.056.879	-1.056.879	-1.056.879
UAI	4.011.223	17.309.030	18.472.473	19.685.715	20.950.899	20.950.899
Impuesto	-962.693	-4.327.258	-4.987.568	-5.315.143	-5.656.743	-5.656.743
UDI	3.048.529	12.981.773	13.484.906	14.370.572	15.294.156	15.294.156
Depreciación	1.808.599	7.234.397	7.234.397	7.234.397	7.234.397	7.234.397
Amortización	264.220	1.056.879	1.056.879	1.056.879	1.056.879	1.056.879
Ingresos Financieros	-16.110	-389.823	-406.650	-424.223	-442.574	-442.574
Otros ingresos	-825.092	-5.902.379	-6.157.165	-6.423.233	-6.701.095	-6.701.095
Otras ganancias (pérdidas)	193.615	-1.827.736	-1.827.736	-1.827.736	-1.827.736	-1.827.736
Gastos Financieros	1.989.642	9.866.270	9.866.270	9.866.270	9.866.270	9.866.270
Participación en entidades relacionadas	-345.546	-732.066	-732.066	-732.066	-732.066	-732.066
Diferencias de cambio	3.550.537	1.780.533	1.780.533	1.780.533	1.780.533	1.780.533
Resultados por Unidad de reajuste	666.546	1.124.887	1.124.887	1.124.887	1.124.887	1.124.887
Flujo Operacional	10.334.941	25.192.735	25.424.254	26.026.280	26.653.652	26.653.652
Inversión en nuevos proyectos	-970.333	-4.448.361	-4.448.361	-4.448.361	-	-
Inversión de reposición	-1.211.687	-5.554.814	-5.554.814	-5.554.814	-8.291.276	-8.291.276
CTON	5.468.858	16.615.768	17.333.017	18.082.023	18.864.231	-
Inversión en CTON	-686.871	-717.249	-749.006	-782.208	-	-
Flujo de Capitales	-2.868.891	-10.720.424	-10.752.181	-10.785.383	-8.291.276	-8.291.276
Flujo de Caja	7.466.050	14.472.312	14.672.073	15.240.898	18.362.375	18.362.375
Flujo de caja acumulado	7.466.050	21.938.362	36.610.435	51.851.332	70.213.708	88.576.083

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

8.2 CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO

Dentro del flujo de caja, otra cuenta muy importante para poder hacer funcionar el negocio de manera óptima es el capital de trabajo. El capital de trabajo se obtiene mediante la siguiente fórmula:

$$CTON = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

La metodología es obtener el *CTON* desde el año 2011 hasta el 2015 y luego obtener el porcentaje que corresponde el *CTON* con respecto a las ventas del período, esto es conocido como *RCTON*, cuyo valor es 6,68%. El procedimiento es mostrado en la Tabla 14.

Tabla 14.- Calculo del *RCTON* (Elaboración Propia, 2017)

	2016Q3	2015	2014	2013	2012
CTON	23.925.359	33.740.993	17.453.619	28.987.784	26.381.621
Sales	285.506.981	428.861.802	434.928.564	443.639.426	400.559.400
RCTON 6.68	8,38%	7,87%	4,01%	6,53%	6,59%

El *RCTON* promedio de los periodos señalados será el utilizar para calcular el *CTON* correspondiente al período. Sin embargo, lo importante es obtener la eventual inversión en capital de trabajo. Esta inversión se obtendrá de acuerdo al delta de *CTON* proyectado. Así, la metodología es:

$$ICTON_t = CTON_t - CTON_{t+1}$$

Luego, la inversión en capital de trabajo proyectado será:

Tabla 15.- Proyección de Inversión en Capital de Trabajo (Elaboración Propia, 2017)

Año	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Ventas	514.900	514.900	493.549	473.105	453.528	434.780
CTON	34.376	34.376	32.950	31.585	30.278	29.027
Inversión en Capital de Trabajo		0	1.425	1.365	1.307	1.252
RCTON prom	6,68%					

Sin embargo, los *CTON* presentados en la Tabla 15 para el 3er y 4to trimestre de 2016 corresponde a una estimación derivada del *CTON* del año 2016 proyectado. Este *CTON* debe ser comparado con el *CTON* obtenido de las ventas efectivas al tercer trimestre con respecto a las ventas y multiplicado por el *RCTON*. De esto se obtiene el exceso o déficit de capital de trabajo. Finalmente, el *CTON* para el 3er trimestre de 2016 es UF M23.925, por lo que se obtiene un déficit de UF 5.101.212.

9. VALORIZACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA

La valoración de la empresa es la suma final de los resultados obtenidos en los puntos anteriores. El flujo se debe descontar a la tasa obtenida en el punto 5.2, un 6,6% y con una perpetuidad, la que se ha asumido sin crecimiento.

Tabla 16.- Resultados de valorización de Cencosud (Elaboración Propia, 2017)

Cuenta ¹	Valor
Valor de activos operacionales (12/16)	388.104.256
Valor de activos operacionales (09/16)	379.308.222
Exceso (déficit) CTON	-5.101.212
Activos Prescindibles	56.728.886
Valor de la empresa	430.935.897
Deuda Financiera	-186.652.866
Patrimonio Económico	244.283.031
Nº de acciones	2.842.520.872
Precio de la acción	0,086 UF
UF a la fecha	\$ 26.224,30
Valor de la acción	\$ 2.253,69
Precio Real (30-09-2016)	\$ 1.975,40

Recordar que las acciones suscritas de Cencosud son serie única y alcanzan las 2.842.520.872 acciones. De este número se ha obtenido el precio unitario, de acuerdo al patrimonio económico. Finalmente el precio de la acción de Cencosud al 30 de septiembre de 2016 debería ser de \$2.253; vale decir un 14,09% más alta de lo que se tranzó el día.

Lo anterior puede deberse a diferentes razones, entre las cuales puede nombrarse los buenos resultados de la compañía en el período evaluado, considerando un alza en todo el retail debido al incremento de compradores de Argentina, por ejemplo.

El flujo de caja referente a los datos presentados en la Tabla 16 se encuentra detallado en la **Tabla 13**, donde se pueden ver, además, el resumen de flujo operacional, de capital y el flujo de caja libre. Cabe mencionar que en tal anexo se detalla el CTON, aunque no es utilizado para el cálculo, pues para obtener el valor se utiliza la inversión en capital de trabajo, como fue mencionado anteriormente.

¹ Todas las cuentas monetarias en UF excepto "UF a la fecha", "Valor de la acción" y "Precio real (30-09-2016)"

10. CONCLUSIONES

El presente informe, cuyo fin fue buscar el valor mediante flujo de caja descontado de la empresa Cencosud, ha determinado que el precio de acción de la empresa debiera ser \$2.253,69, un 14,09% más de lo que se está tranzando. Por lo tanto, la primera conclusión y recomendación es comprar la acción, la que se espera un crecimiento en el corto plazo entre un 10% y 15%.

Por otra parte, y de un punto de vista más teórico, el método de flujo de cada descontado ha sido una buena fuente de valorización, acercándose a lo que es el valor de la acción, pudiendo así conocer el estado de la empresa

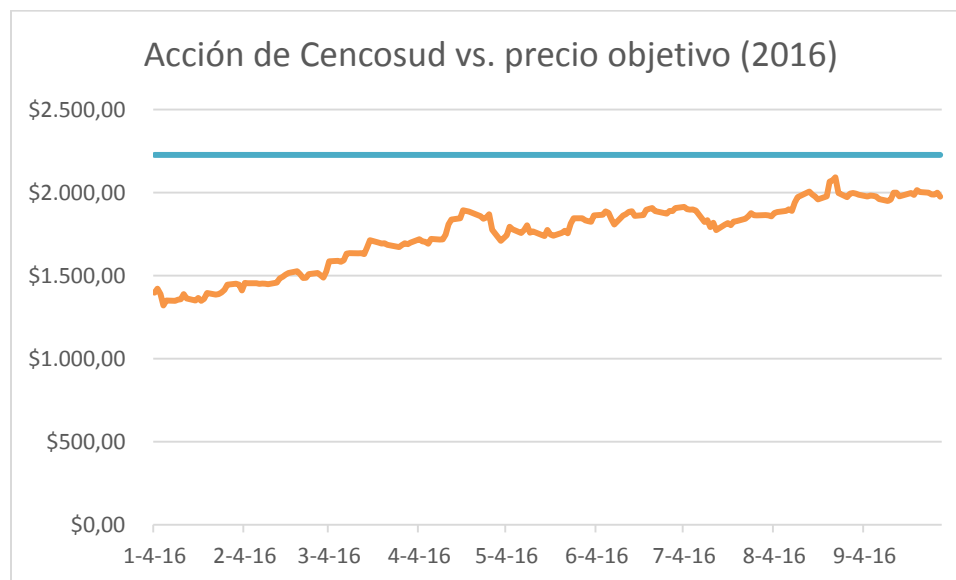


Figura 8.- Movimiento bursátil de Cencosud vs. Precio objetivo (Bolsa de Santiago, 2017)

En la se puede observar el movimiento de la acción de Cencosud en el año 2016 hasta el 30 de septiembre, comparado con su precio objetivo. Se puede observar una clara tendencia alcista, la que va en línea con los resultados del presente estudio.

Finalmente, se puede concluir que el estudio mediante flujo de caja descontado, ha sido existoso contemplando y resumiendo las conclusiones anteriores:

- El precio va en línea con los resultados obtenidos por la empresa y con el actual precio de mercado.
- El gráfico muestra claramente una tendencia alcista, pudiendo alcanzar el precio objetivo en el corto plazo.

GLOSARIO

Activo: Es un bien que posee una empresa (persona jurídica) o natural que pueda generar un beneficio económico a futuro. Este bien puede ser tangible o intangible. Además existen activos circulantes o fijos, que se diferencian por el nivel de liquidez que tengan ante la empresa. Así, el activo circulante es altamente líquido, pues se puede convertir en dinero dentro de doce meses a diferencia del fijo que es líquido a largo plazo.

Activo Intangible: Este tipo de activos genera beneficios económicos a futuros sin ser un bien tangible. Es decir, es el valor de marca, conocimiento o investigación que genere una empresa. Las páginas web también son consideradas activos intangibles.

Activo Tangible: Es un tipo de activo. Todo bien tangible que genere un beneficio como autos, construcciones, maquinarias, etc.

Activo Financiero: es un título por el cual el captador tiene derecho a recibir beneficios de los ingresos futuros por parte del colocador. Este tipo de activo, a diferencia de los ya mencionados, no contribuye a la riqueza del país pues no se contabiliza dentro del Producto Interno Bruto (PIB).

Amortización: Corresponde a la depreciación o reducción del valor sobre un activo Intangible.

Amortización del Crédito: Corresponde al pago efectivo de una deuda descontándole el pago por intereses y gastos asociados como seguros, notario, entre otros.

Beta: Es el nivel de riesgo financieramente. Se expresa mediante la letra griega Beta (β), y sirve para verificar cual debe ser la tasa de descuento del proyecto mediante el método de CAPM. El Beta de mercado es 1,0.

Beta Apalancado: El Beta apalancado corresponde al nivel de riesgo de la empresa con deuda asociada. Se puede obtener de empresas de referencia (iguales en giro) independiente de su nivel de endeudamiento

Beta Desapalancado: Corresponde al nivel de riesgo de la empresa sin una deuda asociada, es decir saneada. Si no se obtiene directamente, se puede obtener del Beta apalancado, desapalancándolo con la fórmula de Hamada, si el apalancamiento de la empresa de referencia es libre de riesgo, o Rubenstein si el apalancamiento de la empresa de referencia es riesgoso.

Bono: El Bono es un instrumento financiero que emite una empresa o institución habilitada y sirve netamente como financiamiento de éstas. Es usado para financiar una empresa o institución mediante cupones a lo largo de su vida (puede ser finita o infinita – véase *bono consol-*), o pagar valor facial solo al final del vencimiento. Se usa además

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

como medida de evaluación, ya que un bono de gobierno (BCP o BCU) tiene un riesgo que tiende a cero, por lo tanto se usa como tasa libre de riesgo.

Bono de descuento puro: Solo paga valor facial al vencimiento del bono, sin pagar intereses en cada período.

Bono con cupón constante: Paga cupones constantemente (tasa anual de cupón) y al vencimiento del bono paga el valor facial más otro cupón.

Bono Consol: No tiene fecha de vencimiento, por lo tanto es una perpetuidad absoluta. Muy pocas entidades han emitido este bono. Un ejemplo es el gobierno británico para consolidar las deudas de la guerra.

Capital de Trabajo: Excedente de los activos de corto plazo sobre los pasivos cortoplacistas. Esto sirve para solventar las actividades de la empresa a corto plazo, que puedan ser detenidas por pago de clientes, proveedores, o insuficiencia en los primeros años de funcionamiento.

CAPM: Capital Asset Pricing Model es un modelo financiero aplicable para obtener tasas de descuento entre otras tasas. Su composición base es la tasa libre de riesgo. Es decir, lo mínimo exigible es la rentabilidad asociada generalmente a bonos de tesorería (nominalmente libre de riesgo, ya que en la realidad no existe la nulidad de riesgo). A este activo se le adiciona la prima de mercado, delta de la rentabilidad del IGPA con el activo libre de riesgo). Esta prima se multiplica por un Beta, el cual determinará la tasa a obtener con el CAPM. El beta es que tan riesgosa es la empresa, por lo que aumentará la prima deseada. A modo de ejemplo de lo anterior, el beta de mercado es 1 y el beta libre de riesgo es 0.

CAPM del proyecto: en este caso se utiliza el beta apalancado de la empresa (apalancando el desapalancado al nivel de deuda de la empresa a evaluar).

$$r_i = r_f + \beta^c/a * (r_m - r_f)$$

CAPM del proyecto sin deuda: para obtenerlo, se utiliza el Beta desapalancado (sin deuda), para obtener la rentabilidad exigida a nivel puro.

$$\rho = r_f + \beta^s/a * (r_m - r_f)$$

CAPM de la deuda: se obtiene con el beta de la deuda. Con esto, se puede obtener la rentabilidad de mercado de una deuda. Sin embargo, esta ecuación por lo general se usa de modo contrario. Teniendo la rentabilidad de mercado de una deuda, se obtiene el beta de la deuda para utilizarlo en Rubenstein (Fórmula para desapalancar/apalancar un beta de industria).

$$r_b = r_f + \beta_a * (r_m - r_f)$$

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Costos Fijos: Corresponde al ítem del flujo de caja donde se muestra lo desembolsable relacionado directamente al giro y que no tenga relación con la demanda.

Costos Variables: Corresponde a lo desembolsable por el giro del negocio, pero que varía según la demanda de mercado.

Crédito: Préstamo de una entidad hacia una persona jurídica o natural que se compromete a pagar según condiciones establecidas. Esto es plazo y gastos asociados como seguros, intereses y costos.

Damodarán: Profesor de origen indio con residencia en los Estados Unidos. Aporta de manera libre y como muy buena referencia a nivel mundial, los beta apalancados, desapalancados, ratios, impuestos entre otros datos relevantes, de empresas o industrias de referencia para diferentes mercados como Europa, Latinoamérica, USA, emergentes, etc.

Depreciación: Disminución contable del valor de un activo tangible

EBITDA: De sus siglas en inglés, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and amortization, corresponde a los beneficios obtenidos por la empresa antes del descuento de los intereses, impuestos y más depreciaciones y amortizaciones. Sirve para evaluar lo que la empresa está ganando o perdiendo por el núcleo del negocio, y así poder realizar una efectiva comparación con la competencia.

Flujo de Caja: Evaluación de las entradas y salidas de efectivo en un período determinado.

Gastos Fijos: Corresponde a lo desembolsable anexo al giro del negocio que no depende de la demanda de mercado.

Gastos Financieros: Corresponde al pago de intereses en un préstamo bancario.

Gastos Variables: Corresponde a lo desembolsable anexo al giro del negocio que depende exclusivamente de la demanda de mercado.

IGPA: Índice General de Precio de Acciones. Es un indicador general del mercado de bursátil chileno. Sirve para evaluar el modelo CAPM, como tasa de mercado. Además de este indicador existen otros dos importantes en Chile, el IPSA o Índice de Precio Seleccionado de Acciones que corresponde a la evaluación de las 40 principales acciones del mercado bursátil chileno, o el Inter-10 que corresponde al indicador de las principales acciones chilenas que cotizan en mercados extranjeros mediante ADR's. Estas acciones tienen una ponderación dentro del índice para poder evaluarlo.

Impuesto de primera categoría: Impuesto que grava a las personas jurídicas por sus flujos operacionales. Actualmente se encuentra en alza gradual en línea de la Reforma Tributaria

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Impuesto de segunda categoría: Impuesto que grava a las personas naturales según sus remuneraciones. Si el sueldo bruto es menor a \$540.067,5, el impuesto es 0%, si el sueldo bruto es menor a \$1.200.150, el impuesto es 2,2%, si el sueldo bruto es menor a \$2.250.000, el impuesto es 4,52%, si el sueldo bruto es menor a \$2.800.350, el impuesto es 7,09%, si el sueldo bruto es menor a \$3.600.450, el impuesto es 10,62%, si el sueldo bruto es menor a \$4.800.600, el impuesto es 15,57%, si el sueldo bruto es menor a \$6.000.750, el impuesto es 19,55% y si el sueldo bruto es superior a \$6.000.750,01, el impuesto será mayor a los 19,55%. **Fuente especificada no válida.**

Impuestos (Tax): Tributo u obligación a pagar la cual no implica generalmente una contraprestación hacia el pagador por parte del acreedor tributario.

Payback: Año de retorno de la inversión en un proyecto.

Producto Interno Bruto (PIB): Índice o medida macroeconómica que expresa el valor monetario de la producción de bienes y servicios en un período, generalmente correspondiente a un año.

Ratio: Financieramente corresponde a la razón entre deuda patrimonio.

Tasa de Descuento: Es la tasa mínima exigida a un proyecto para que sea rentable. Esto es de acuerdo a una tasa libre de riesgo (Bonos del gobierno), una tasa de mercado (IGPA) y el beta o nivel de riesgo del proyecto.

Valor Actual Neto: Es el valor de los flujos futuros del proyecto llevados a valor presente. Esto determina en primera instancia si el proyecto es rentable o es desechable.

Valor presente neto ajustado (VPNA). Corresponde al VAN de un proyecto compuesto por una deuda no constante y patrimonio propio. Generalmente, el cálculo del VAN mediante tasa de descuento K_0 , Wacc o CAPM, se aplica cuando la composición Deuda/Patrimonio es constante a lo largo del tiempo. Esto se lograría con una emisión de deuda a través de bonos amortizables en el último período o bonos cero cupón, por ejemplo. En este caso, la composición deuda patrimonio es como sigue:

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado



BIBLIOGRAFÍA

- Cencosud. (2016). *Sitio web de Cencosud*. Obtenido de www.cencosud.com
- Servicio de Impuestos Internos. (2017). *Valores de la UF*. Obtenido de <http://www.sii.cl/pagina/valores/uf/uf2017.htm>
- Diario Financiero. (24 de 03 de 2017). *Comercio argentino en shock ante ñexodo para comprar en Chile: Mendoza ha cerrado 400 tiendas*. Obtenido de <https://www.df.cl/noticias/internacional/actualidad-internacional/comercio-argentino-en-shock-ante-exodo-para-comprar-en-chile-mendoza-ha/2017-03-24/124349.html>
- Cencosud S.A. (2016). *Memoria trimestral*.
- Elaboración Propia. (17 de 04 de 2017). (D. B. Morales, Productor)
- Economía y Negocios. (s.f.). *Economía y Negocios Online*. Obtenido de <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=210759>
- Cencosud S.A. (2016). *Cencosud Guidance 2016*. Obtenido de http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_news/ESP/2016/Cencosud-Guidance-2016-ESP.pdf
- Bolsa de Santiago. (03 de 2017). *Resumen de Cencosud*. Obtenido de <http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=CENCOSUD>
- Bolsa de Comercio de Santiago. (2017). *Resumen del IPSA*. Obtenido de Bolsa de Comercio: <http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/detalleindicesbursatiles.aspx?indice=IPSA&DIVIDENDO=S>
- Financiero. (2017). *Conflicto entre el ejercito peruano y Cencosud*. Obtenido de <https://www.df.cl/noticias/empresas/retail/investigaran-a-ollanta-humala-por-eventual-responsabilidad-en-conflicto/2017-04-04/120346.html>
- Fernández, P. (2005). *Valoración de empresas* (tercera ed.). Gestión 2000.
- Maquieira, C. (2010). *Finanzas Corporativas, teoría y práctica*. Santiago, Chile: Andrés Bello.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (Second ed.).

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

ANEXOS

Anexo 1.-Financiamiento por bonos porción corriente de Cencosud (Cencosud S.A, 2016)

Nº ID	Serie	Monto Nominal colocado vigente	Unidad de reajuste del bono	Tasa de interés	Tasa efectiva	Plazo Final	Periodicidad		Valor Contable (M\$)	
							Pago de intereses	Pago de amortización	30-09-16	31-12-15
268	BJUMB - B1	306.597	UF	6,50%	6,90%	01-09-26	Semestral	Semestral	545.119	622.999
268	BJUMB - B2	1.532.986	UF	6,50%	6,90%	01-09-26	Semestral	Semestral	2.732.232	3.159.513
530	BCENC - E	2.000.000	UF	3,50%	4,10%	07-05-18	Semestral	Único al final	837.094	294.596
530	BCENC - F	4.500.000	UF	4,00%	4,30%	07-05-28	Semestral	Único al final	1.929.872	680.487
551	BCENC - J	3.000.000	UF	5,70%	5,70%	15-10-29	Semestral	Semestral	2.035.588	911.732
551	BCENC - N	4.500.000	UF	4,70%	5,00%	28-05-30	Semestral	Semestral	1.904.785	468.866
551	BCENC - O	54.000.000	Ch\$	7,00%	7,70%	01-06-31	Semestral	Semestral	1.270.378	314.592
N/A	ÚNICA - A	280.000.000	S	7,20%	7,50%	05-05-18	Semestral	Semestral	1.615.325	655.479
N/A	ÚNICA - A	130.000.000	S	7,60%	7,80%	12-08-17	Semestral	Semestral	25.230.068	796.368
N/A	ÚNICA - A	750.000.000	USD	5,50%	5,50%	20-01-21	Semestral	Semestral	5.354.412	13.160.638
N/A	ÚNICA - A	1.200.000.000	USD	4,90%	5,20%	20-01-23	Semestral	Semestral	7.967.675	19.522.865
N/A	ÚNICA - A	650.000.000	USD	5,20%	5,30%	12-02-25	Semestral	Semestral	3.013.599	9.348.654
N/A	ÚNICA - A	350.000.000	USD	6,60%	6,70%	12-02-45	Semestral	Semestral	2.050.520	6.366.467
N/A	Más Cuotas Serie I VDFC	333.944	Arg\$	28,00%	28,00%	01-02-16	Mensual	Mensual	-	103.348
N/A	Más Cuotas Serie I CP	387.126	Arg\$	28,00%	28,00%	01-07-15	Mensual	Mensual	-	387.126
N/A	Más Cuotas Serie II VDFA	10.062.114	Arg\$	26,00%	26,00%	01-04-16	Mensual	Mensual	-	2.523.193
N/A	Más Cuotas Serie II	1.134.797	Arg\$	28,00%	28,00%	01-04-16	Mensual	Mensual	-	1.283.706
N/A	Más Cuotas Serie II VDFB	679.415	Arg\$	32,30%	32,30%	01-11-16	Mensual	Mensual	284.394	832.678
N/A	Más Cuotas Serie II VDFC	58.430	Arg\$	34,00%	34,00%	01-11-16	Mensual	Mensual	58.430	55.207
N/A	Más Cuotas Serie III	7.766	Arg\$	0,00%	0,00%	01-08-17	Mensual	Mensual	1.212.653	-
N/A	Más Cuotas Serie IV VDFA	8.483.216	Arg\$	31,30%	31,30%	01-03-17	Mensual	Mensual	8.483.216	-
N/A	Más Cuotas Serie IV VDFB	1.001.655	Arg\$	33,80%	33,80%	01-04-17	Mensual	Mensual	1.001.655	-
N/A	Más Cuotas Serie IV VDFC	83.471	Arg\$	30,90%	30,90%	01-05-17	Mensual	Mensual	83.471	-
N/A	Más Cuotas Serie IV	2.317.364	Arg\$	0,00%	0,00%	01-02-18	Mensual	Mensual	1.004.260	-
N/A	Más Cuotas Serie V VDFA	16.276.841	Arg\$	28,90%	28,90%	15-06-17	Mensual	Mensual	16.294.416	-
N/A	Más Cuotas Serie V VDFB	994.745	Arg\$	29,90%	29,90%	15-07-17	Mensual	Mensual	994.745	-
N/A	Más Cuotas Serie V VDFC	99.034	Arg\$	27,60%	27,60%	15-07-17	Mensual	Mensual	99.034	-
N/A	Más Cuotas Serie V	2.524.660	Arg\$	0,00%	0,00%	28-05-18	Mensual	Mensual	2.524.660	-
Total Porción Corriente									88.527.601	61.488.514

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Anexo 2.- Financiamiento por bonos porción corriente de Cencosud (Cencosud S.A, 2016)

Nº ID	Serie	Monto Nominal colocado vigente	Unidad de reajuste del bono	Tasa de interés	Tasa efectiva	Plazo Final	Periodicidad		Valor Contable (M\$)	
							Pago de intereses	Pago de amortización	30-09-16	31-12-15
268	BJUMB - B1	306.597	UF	6,50%	6,90%	01-09-26	Semestral	Semestral	7.536.615	7.857.807
268	BJUMB - B2	1.532.986	UF	6,50%	6,90%	01-09-26	Semestral	Semestral	36.799.391	38.291.796
530	BCENC - E	2.000.000	UF	3,50%	4,10%	07-05-18	Semestral	Único al final	51.837.865	50.519.499
530	BCENC - E	4.500.000	UF	4,00%	4,30%	07-05-28	Semestral	Único al final	114.613.968	111.914.897
551	BCENC - E	3.000.000	UF	5,70%	5,70%	15-10-29	Semestral	Semestral	78.638.523	76.853.673
551	BCENC - E	4.500.000	UF	4,70%	5,00%	28-05-30	Semestral	Semestral	115.287.006	112.670.350
551	BCENC - E	54.000.000	Ch\$	7,00%	7,70%	01-06-31	Semestral	Semestral	50.810.612	50.749.637
N/A	ÚNICA - A	280.000.000	S	7,20%	7,50%	05-05-18	Semestral	Semestral	54.126.954	58.070.977
N/A	ÚNICA - A	130.000.000	S	7,60%	7,80%	12-08-17	Semestral	Semestral	-	27.060.400
N/A	ÚNICA - A	750.000.000	USD	5,50%	5,50%	20-01-21	Semestral	Semestral	497.637.839	536.157.982
N/A	ÚNICA - A	1.200.000.000	USD	4,90%	5,20%	20-01-23	Semestral	Semestral	775.084.021	814.653.208
N/A	ÚNICA - A	650.000.000	USD	5,20%	5,30%	12-02-25	Semestral	Semestral	423.027.367	456.046.424
N/A	ÚNICA - A	350.000.000	USD	6,60%	6,70%	12-02-45	Semestral	Semestral	228.105.143	246.119.787
N/A	Más Cuotas Serie IV	2.317.364	Arg\$	0,00%	0,00%	01-02-18	Mensual	Mensual	17.575	-
N/A	FF Más Cuotas Serie V	2.524.660	Arg\$	0,00%	0,00%	28-05-18	Mensual	Mensual	355.236	-
Total Porción No Corriente									2.433.878.115	2.586.966.437

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado

Anexo 3.- Estados financieros históricos

	2012	2013	2014	2015	2016T3
Ingreso de actividades ordinarias	400.559.400	443.643.309	434.928.564	428.861.802	285.506.981
Costo de ventas	-286.673.239	-316.248.488	-317.324.136	-304.857.714	-202.999.448
Ganancia bruta	113.886.161	127.394.821	117.604.428	124.004.088	82.507.534
Otros ingresos	4.689.429	4.663.963	4.646.821	8.214.129	4.833.292
Costos de distribución	-885.855	-1.026.673	-1.082.299	-1.087.431	-724.125
Gastos de administración	-84.297.324	-96.708.028	-92.853.196	-96.505.006	-65.368.055
Otros gastos por función	-6.837.506	-8.679.262	-7.393.350	-6.800.104	-4.606.933
Otras Ganancias (pérdidas)	58.336	1.131.815	1.405.950	-2.461.351	2.021.351
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	26.613.240	26.776.636	22.328.354	25.364.325	18.663.063
Ingresos financieros	355.088	251.170	272.429	582.878	357.598
Costos financieros	-9.238.843	-11.097.886	-9.021.150	-10.107.202	-7.876.628
Participación en entidades financieras	246.915	1.771.368	361.111	548.872	386.521
Diferencias de cambio	-117.325	-1.489.679	-960.036	-4.555.091	1.770.004
Resultados por Unidad de reajuste	-1.134.615	-899.192	-1.607.008	-858.732	-458.340
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	16.724.459	15.312.417	11.373.700	10.975.050	12.842.217
Gasto por impuesto a las ganancias	5.346.113	5.653.263	4.890.562	6.731.869	4.054.334
Ganancia (Pérdida) despues de impuesto	11.378.346	9.659.154	6.483.138	4.243.181	8.787.883

Valorización de Cencosud mediante flujo de caja descontado