



**Valoración de Cencosud S.A.
Mediante Método de Flujo de Caja Descontado**

**Valoración de Empresa para optar al grado de
Magister en Finanzas**

**Alumno: Gonzalo Iturra
Profesor: Mauricio Jara**

Santiago, Diciembre 2017

I. Dedicatoria

A mis hijas Florencia y Dominga, quienes son el propósito de mi vida, por su amor incondicional y genuino, por hacerme enormemente feliz cada día y por ser mi fuente inagotable de energía y fortaleza.

A mi esposa Karina, el amor de mi vida, por su amor eterno, paciencia y apoyo durante todo este proceso.

A mis padres Carmen y Patricio, por construir los cimientos de la persona que soy hoy, por tenerlos aún a mi lado, por su formación valórica y por su ejemplo de superación, perseverancia y resiliencia.

II. Agradecimientos

A todos aquellos que estuvieron directa o indirectamente involucrados en esta etapa, que convivieron con mi estrés, que me apoyaron, que me dieron una palabra de aliento y que en definitiva fueron pieza clave para lograr con éxito este emprendimiento académico. En especial a mi esposa Karina, mis hijas Florencia y Dominga, mis padres Carmen y Patricio, mi hermana Claudia, a Carlos y mis sobrinas Francisca y Fernanda.

A la Universidad de Chile por los conocimientos entregados y a sus académicos por sus enseñanzas y valiosa experiencia.

A mis compañeros y amigos quienes desinteresadamente me entregaron su apoyo y colaboración a lo largo de este proceso de estudio y aprendizaje.

Índice

1. Resumen Ejecutivo.....	6
2. Metodología.....	7
3. Descripción de la empresa e industria.....	9
3.1 Descripción de la empresa.....	9
3.2 Principales accionistas.....	10
3.3 Filiales.....	10
3.4 Empresas Comparables.....	12
4. Descripción del Financiamiento de la Empresa.....	15
5. Estimación de Estructura de Capital de la Empresa.....	16
5.1 Deuda financiera.....	16
5.2 Patrimonio económico.....	16
5.3 Estructura de Capital objetivo.....	17
6. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa.....	18
6.1 Beta Patrimonial de la acción.....	18
7. Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....	19
7.1 Costo de la Deuda.....	19
7.2 Beta de la Deuda.....	19
7.3 Beta Patrimonial Sin Deuda.....	19
7.4 Beta Patrimonial Con deuda.....	20
7.5 Costo Patrimonial.....	20
7.6 Costo de Capital.....	21
8. Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	22
8.1 Análisis de crecimiento de la compañía.....	22
8.2 Análisis de crecimiento de la industria.....	23
8.3 Perspectivas de crecimiento de la industria.....	23
8.4 Análisis de Costos de Operación.....	24
8.5 Análisis de Cuentas no operacionales.....	25
8.6 Análisis de Activos.....	25
9. Proyección de Estados de Resultados.....	28
9.1 Ingresos.....	28

9.2 Costos de Operación.....	29
9.3 Resultado No Operacional.....	30
9.4 Ganancias antes de Impuesto.....	32
9.5 Impuestos.....	32
9.6 EERR proyectado.....	33
10. Proyección de Flujos de Caja Libre.....	34
10.1 Depreciación y Amortización.....	34
10.2 Inversión de Reposición.....	35
10.3 Nuevas Inversiones.....	36
10.4 Capital de Trabajo.....	36
10.5 Activos prescindibles.....	38
10.6 Deuda Financiera.....	38
11. Valoración Económica de la Empresa y su precio de acción.....	39
12. Conclusiones.....	40
13. Bibliografía.....	41
14. Anexos.....	42

1. Resumen Ejecutivo

Este trabajo tiene como objetivo realizar una valoración económica de Cencosud S.A. al 30 de Junio de 2017 a través del método de flujos de caja libre descontados. Para este propósito se utilizó información financiera pública de las propias memorias de la compañía y de los estados financieros publicados en la Superintendencia de Valores y Seguros desde Diciembre de 2013 a Junio de 2017.

Cencosud S.A. es una compañía chilena y de las con mayor presencia en el mercado del retail latinoamericano, con operaciones en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia, además de tener una oficina comercial en Shanghái. Los negocios donde opera son en hipermercados, supermercados, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario y centros comerciales, entretención familiar y servicios financieros (seguros, banco y tarjeta de crédito).

Para la valorización se realizó una proyección de sus flujos de cajas futuros para los próximos 5 años (2018 – 2022) considerando tasas de crecimiento históricas, análisis de la industria y anuncios de la misma empresa. Estos flujos se descontaron a una tasa de costo de capital de 6,35%, obteniendo de esta forma un valor de la acción de Cencosud S.A. de \$1.533,86 al 30 de Junio de 2017.

2. Metodología

Nuestro trabajo de valoración utilizará el método de Flujo de Caja Descontado (FCD) el que está dentro de las metodologías más precisas para realizar una valoración, fundamentalmente porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

En este método, los flujos de caja libre son modelados sobre proyecciones de largo plazo considerando los resultados históricos de la compañía, las perspectivas de crecimiento de la industria y las tendencias macroeconómicas esperadas. Esta estimación a largo plazo comienza primero con un análisis de un horizonte de tiempo determinado generalmente de 5 años (período explícito de proyección) para luego determinar los flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Este último valor es clave en la valoración pues recibe de forma acumulada los supuestos operacionales definidos para el periodo explícito de proyección y proyecta lo que será el resultado de la compañía a perpetuidad (sin crecimiento). Luego esta proyección de flujos futuros son descontados a una tasa de descuento para obtener su valor presente.

La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes pues debe ser la adecuada a la realidad de la empresa y al tipo de flujos que esta genera. Se calcula teniendo en cuenta el riesgo, volatilidades históricas, deuda financiera y estructura de capital.

En nuestro método de valoración (FCD) cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa, nos referimos a ella como costo de capital (tasa de los activos) y es más conocida por el nombre “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 de una empresa con 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. Además se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo.

Finalmente, una vez descontados los flujos futuros, al valor completo de la empresa se le debe sumar 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. Luego, 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.

3. Descripción de la Empresa e Industria

3.1 Descripción de la empresa

Cencosud S.A. es una compañía chilena y de las con mayor presencia en el mercado del retail latinoamericano, con operaciones en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia, además de tener una oficina comercial en Shanghai. Los negocios donde opera son en hipermercados, supermercados, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario y centros comerciales, entretención familiar y servicios financieros (seguros, banco y tarjeta de crédito).

Ficha de la empresa	
Razón Social	Cencosud S.A.
Rut	93.834.000-5
Nemotécnico	CENCOSUD Bolsa de Valores de Santiago CNCO Bolsa de Valores de Nueva York
Industria	Inversiones y supermercados

Al 31 de Diciembre de 2016, Cencosud presentaba la siguiente información en relación al número de tiendas por país:

Negocio	Chile	Argentina	Brasil	Perú	Colombia
Supermercados	245	283	211	91	103
Mejoramiento del Hogar	35	51	-	-	10
Tiendas por Departamento	79	-	-	10	-
Centros Comerciales	25	22	-	4	2
Total Tiendas	384	356	211	105	115

3.2 Principales accionistas

Al 31 de diciembre de 2016, el Sr. Horst Paulmann Kemna y los miembros directos de su familia (Heike Paulmann Koepfer, Peter Paulmann Koepfer, Manfred Paulmann Koepfer y la sucesión de Helga Koepfer Schoebitz) tienen directa o indirectamente el 53,36% de Cencosud S.A.

Principales accionistas al 31/12/2016	Nº de acciones	Porcentaje de propiedad
Inversiones Quinchamalí Limitada	573.754.802	20,0435%
Inversiones Latadia Limitada	550.823.211	19,2424%
Inversiones Tano Limitada	287.328.548	10,0375%
Banco de Chile por cuenta de terceros	197.355.845	6,8944%
Banco Itau por cuenta de Inversionistas	157.660.854	5,5077%
Fondo de Pensiones Provida C	75.326.810	2,6315%
Horst Paulmann Kemna	70.336.573	2,4571%
Banco Santander – JP Morgan	63.837.132	2,2301%
Fondo de Pensiones Habitat C	59.963.690	2,0948%
Fondo de Pensiones Capital C	48.811.913	1,7052%
Fondo de Pensiones Cuprum C	45.676.632	1,5957%
Fondo de Pensiones Provida B	43.323.908	1,5135%
Otros Accionistas	688.352.029	24,05%

3.3 Filiales

A continuación se detalla las filiales de Cencosud S.A. informada en su memoria del 31 de Diciembre de 2016:

Chile

- Cencosud S.A.
- Banco París S.A.
- Easy Retail S.A.
- Cencosud Retail S.A.
- Cencosud Shopping Centers S.A.
- Cencosud Fidelidad S.A
- CostaneraCenterS.A.

- Inmobiliaria Santa Isabel S.A.
- Santa Isabel Administradora S.A.
- Sociedad Comercial de Tiendas S.A.
- Hotel Costanera S.A.
- MegaJohnsons Viña del Mar S.A.
- American Fashion SPA
- Administradora TMO S.A.
- Administradora del Centro Comercial Alto Las Condes Limitada
- Jumbo Supermercados Administradora Limitada
- Administradora de Servicios Cencosud Limitada
- Cencosud Internacional Limitada
- Comercial Food and Fantasy Limitada
- Eurofashion Limitada
- Inmobiliaria Bilbao Limitada
- Logística y Distribución París Limitada
- Mercado Mayorista PyP Limitada
- París Administradora Limitada
- Johnson Administradora Limitada
- CAT Corredores de Seguros y Servicios S.A.
- Meldar Capacitación Limitada
- Comercializadora Costanera Center SpA
- Cencosud Internacional Argentina SpA

Argentina

- AgroJumbo S.A.
- Agropecuaria Anjullon S.A.
- Blaisten S.A.
- Carnes Huinca S.A.
- Cavas y Viñas El Acequión S.A.
- Cencosud S.A. (Argentina)
- Corminas S.A.
- Invor S.A.
- Jumbo Retail Argentina S.A.

- Pacuy S.A.
- Supermercados Davi S.A.
- Unicenter S.A.

Perú

- Paris Marcas Perú S.A.
- Cencosud Perú S.A.
- Cinco Robles S.A.C.
- Cencosud Retail Perú S.A.
- ISMB Supermercados S.A.
- Las Hadas Inversionistas S.A.C.
- Loyalty Perú S.A.C.
- Tres Palmeras S.A.
- Travel International Perú S.A.
- Banco Cencosud S.A.

Brasil

- Cencosud Brasil Comercial Limitada
- Perini Comercial de Alimentos Limitada
- Mercantil Rodríguez Comercial Limitada

Colombia

- Cencosud Colombia S.A.

3.4 Empresas comparables

En el mercado chileno podemos identificar 4 empresas de retail que tienen mayor similitud con el modelo de negocio de Cencosud S.A. Estas son Falabella, Walmart, SMU y Ripley:

Nombre de la Empresa	S.A.C.I. Falabella
Industria	Multiformato
Nemotécnico	Falabella
Descripción	Opera en los mismos segmentos que Cencosud, en Supermercados con la marca Tottus, en Mejoramiento del Hogar con la marca Homecenter, en Servicios Financieros con Banco y Compañía de marca propia y en el segmento Inmobiliario con Mall Plaza. Se encuentra en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil y Uruguay y cuenta con 105.200 empleados.

Nombre de la Empresa	Walmart Chile S.A.
Industria	Supermercados
Nemotécnico	WMTCL (cancelada el 25 de Octubre 2016)
Descripción	La principal actividad de Walmart Chile consiste en la operación de supermercados, desarrollando una estrategia multiformato que permite ofrecer alternativas adecuadas a distintos segmentos de clientes, a lo largo de todo el territorio nacional. Adicionalmente, la empresa ofrece distintos servicios financieros a sus clientes y desarrolla proyectos inmobiliarios. Con presencia por 60 años en el mercado chileno, más de 360 supermercados y sobre 1,5 millones de cuentas vigentes en sus tarjetas de crédito, Walmart Chile se mantiene como el principal actor en la industria nacional de supermercados.

Nombre de la Empresa	Unimarc de SMU S.A.
Industria	Supermercados
Nemotécnico	SMU
Descripción	Unimarc pertenece a SMU S.A., está presente en más de 150 comunas del país, 500 tiendas y más de 34 mil colaboradores. SMU nace de la adquisición de más de 60 empresas desde el año 2007, siendo hoy la compañía chilena que tiene la mayor cobertura geográfica y la cadena de supermercados más grande a nivel nacional. Cuenta con Centros de Distribución propios en las principales ciudades. SMU es el tercer actor de retail supermercadista en Chile y tiene 34 mil colaboradores desde Arica a Punta Arenas.

Nombre de la Empresa	Ripley Corp S.A.
Industria	Tiendas por Departamento y Banco
Nemotécnico	Ripley
Descripción	<p>Ripley Corp es hoy una de las mayores compañías del sector retail de Chile y Perú.</p> <p>El principal negocio de Ripley es la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de los distintos formatos de tiendas por departamento y canal online, acompañado por un negocio financiero, manejado por Banco Ripley. También participa en la propiedad de centros comerciales en Chile y Perú. Actualmente administra 71 tiendas con una superficie de venta total de más de 460 mil metros cuadrados, y con más de 1,5 millones de tarjetas de crédito con saldo.</p>

4. Descripción del Financiamiento de la Empresa

El financiamiento de Cencosud S.A. es principalmente a través de la emisión de bonos, tanto en el mercado nacional como en el extranjero. Los bonos vigentes al 30 de Junio de 2017, se muestran en las siguientes tablas separados en porción corriente y largo plazo:

Bonos largo plazo - porción corriente

Nº 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	30/06/2017	31/12/2016	
									MS	MS	
268	BJUMB - B1	297.223	UF	6,5%	6,9%	01/09/2026	SEMESTRALES	SEMESTRALES	704.835	676.894	NACIONAL
268	BJUMB - B2	1.486.117	UF	6,5%	6,9%	01/09/2026	SEMESTRALES	SEMESTRALES	3.569.193	3.429.525	NACIONAL
530	BCENC - E	2.000.000	UF	3,5%	4,1%	07/05/2018	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	53.328.457	316.292	NACIONAL
530	BCENC - F	4.500.000	UF	4,0%	4,3%	07/05/2028	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	723.581	727.763	NACIONAL
551	BCENC - J	3.000.000	UF	5,7%	5,7%	15/10/2029	SEMESTRALES	SEMESTRALES	936.344	937.381	NACIONAL
551	BCENC - N	4.500.000	UF	4,7%	5,0%	28/05/2030	SEMESTRALES	SEMESTRALES	504.598	513.793	NACIONAL
551	BCENC - O	54.000.000	CH\$	7,0%	7,7%	01/06/2031	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	305.179	315.330	NACIONAL
816	BCENC-P	52.000.000	CH\$	4,7%	5,4%	07/11/2022	SEMESTRALES	SEMESTRALES	401.685	400.352	NACIONAL
816	BCENC-R	5.000.000	UF	2,7%	3,4%	07/11/2041	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	591.062	582.946	NACIONAL
N/A	ÚNICA - A	280.000.000	SOLES	7,2%	7,5%	05/05/2018	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	57.761.950	607.145	NACIONAL
N/A	ÚNICA - A	130.000.000	SOLES	7,6%	7,8%	12/08/2017	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	27.335.501	26.714.720	NACIONAL
N/A	ÚNICA - A	750.000.000	USD	5,5%	5,5%	20/01/2021	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	12.087.179	12.408.383	NACIONAL
N/A	ÚNICA - A	1.200.000.000	USD	4,9%	5,2%	20/01/2023	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	18.008.399	18.661.682	NACIONAL
N/A	ÚNICA - A	650.000.000	USD	5,2%	5,3%	12/02/2025	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	8.572.430	8.822.680	NACIONAL
N/A	ÚNICA - A	350.000.000	USD	6,6%	6,7%	12/02/2045	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	5.830.188	6.003.148	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE IV VDF A	-	ARG\$	31,3%	31,3%	01/03/2017	MENSUALES	MENSUALES	-	3.273.274	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE IV VDF B	-	ARG\$	33,8%	33,8%	01/04/2017	MENSUALES	MENSUALES	-	981.005	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE IV VDF C	-	ARG\$	30,9%	30,9%	01/05/2017	MENSUALES	MENSUALES	-	81.750	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE IV	-	ARG\$	0,0%	0,0%	01/02/2018	MENSUALES	MENSUALES	-	1.000.483	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE V VDF A	-	ARG\$	28,9%	28,9%	15/06/2017	MENSUALES	MENSUALES	-	9.433.264	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE V VDF B	-	ARG\$	29,9%	29,9%	15/07/2017	MENSUALES	MENSUALES	-	974.237	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE V VDF C	-	ARG\$	27,6%	27,6%	15/07/2017	MENSUALES	MENSUALES	-	96.993	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE V	25.576	ARG\$	0,0%	0,0%	28/05/2018	MENSUALES	MENSUALES	1.021.998	2.470.932	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VI VDF A	-	ARG\$	28,1%	28,1%	15/08/2017	MENSUALES	MENSUALES	-	22.248.928	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VI VDF B	23.683	ARG\$	28,4%	28,4%	15/08/2017	MENSUALES	MENSUALES	946.371	1.442.280	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VI VDF C	3.396	ARG\$	0,0%	0,0%	15/08/2017	MENSUALES	MENSUALES	135.711	143.590	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VI	114.948	ARG\$	24,0%	24,0%	30/09/2018	MENSUALES	MENSUALES	4.593.316	4.265.514	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VII VDF A	242.347	ARG\$	24,0%	24,0%	15/12/2017	MENSUALES	MENSUALES	9.684.179	-	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VII VDF B	27.476	ARG\$	24,3%	24,3%	15/01/2018	MENSUALES	MENSUALES	1.097.927	-	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VII VDF C	2.735	ARG\$	23,1%	23,1%	15/01/2018	MENSUALES	MENSUALES	109.307	-	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VII	84.964	ARG\$	0,0%	0,0%	31/01/2019	MENSUALES	MENSUALES	3.395.165	-	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VIII VDF A	737.338	ARG\$	27,5%	27,5%	15/01/2018	MENSUALES	MENSUALES	29.464.029	-	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VIII VDF B	45.448	ARG\$	26,6%	26,6%	15/02/2018	MENSUALES	MENSUALES	1.816.119	-	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VIII VDF C	4.525	ARG\$	22,6%	22,6%	15/02/2018	MENSUALES	MENSUALES	180.808	-	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VIII	153.542	ARG\$	0,0%	0,0%	30/04/2020	MENSUALES	MENSUALES	6.135.547	-	NACIONAL
Total porción corriente									249.241.058	127.530.284	

Bonos largo plazo

Nº 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	30/06/2017	31/12/2016	
									MS	MS	
268	BJUMB - B1	297.223	UF	6,5%	6,9%	01/09/2026	SEMESTRALES	SEMESTRALES	7.388.261	7.572.160	NACIONAL
268	BJUMB - B2	1.486.117	UF	6,5%	6,9%	01/09/2026	SEMESTRALES	SEMESTRALES	36.093.607	36.972.945	NACIONAL
530	BCENC - E	2.000.000	UF	3,5%	4,1%	07/05/2018	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	-	52.231.106	NACIONAL
530	BCENC - F	4.500.000	UF	4,0%	4,3%	07/05/2028	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	116.750.266	115.257.083	NACIONAL
551	BCENC - J	3.000.000	UF	5,7%	5,7%	15/10/2029	SEMESTRALES	SEMESTRALES	79.960.315	79.009.401	NACIONAL
551	BCENC - N	4.500.000	UF	4,7%	5,0%	28/05/2030	SEMESTRALES	SEMESTRALES	117.224.803	115.830.727	NACIONAL
551	BCENC - O	54.000.000	CH\$	7,0%	7,7%	01/06/2031	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	50.928.860	50.873.893	NACIONAL
816	BCENC-P	52.000.000	CH\$	4,7%	5,4%	07/11/2022	SEMESTRALES	SEMESTRALES	50.394.056	50.266.600	NACIONAL
816	BCENC-R	5.000.000	UF	2,7%	3,4%	07/11/2041	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	117.355.102	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	NACIONAL
N/A	ÚNICA - A	750.000.000	USD	5,5%	5,5%	20/01/2021	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	500.593.190	504.394.448	NACIONAL
N/A	ÚNICA - A	1.200.000.000	USD	4,9%	5,2%	20/01/2023	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	770.919.307	771.685.964	NACIONAL
N/A	ÚNICA - A	650.000.000	USD	5,2%	5,3%	12/02/2025	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	427.363.867	430.388.334	NACIONAL
N/A	ÚNICA - A	350.000.000	USD	6,6%	6,7%	12/02/2045	SEMESTRALES	UNICO AL FINAL	230.350.331	232.074.329	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VI	114.948	ARG\$	24,0%	24,0%	30/09/2018	MENSUALES	MENSUALES	126.719	1.964	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VII	84.964	ARG\$	0,0%	0,0%	31/01/2019	MENSUALES	MENSUALES	252.821	728.557	NACIONAL
N/A	FF MAS CUOTAS SERIE VIII	153.542	ARG\$	0,0%	0,0%	30/04/2020	MENSUALES	MENSUALES	733.164	-	NACIONAL
Total porción no corriente									2.506.434.669	2.618.875.407	

5. Estimación de Estructura de Capital de la Empresa

5.1 Deuda Financiera

Para determinar la deuda financiera de la empresa consideramos los pasivos financieros correspondientes solo a deuda con bancos y deuda con el público (bonos), corriente y no corriente. En la siguiente tabla se muestran los valores:

Deuda Financiera (M\$)	31-12-13	31-12-14	31-12-15	31-12-16	30-06-17
Obligaciones con banco corriente	441.070.635	629.083.332	193.821.962	215.393.417	291.207.217
Obligaciones con el público (bonos) corriente	74.815.992	50.539.046	61.488.514	127.530.284	249.241.058
Obligaciones con banco no corriente	420.811.688	695.092.202	269.733.099	206.299.337	191.657.809
Obligaciones con el público (bonos) no corriente	1.676.045.068	1.656.384.016	2.586.966.437	2.618.875.407	2.506.434.669
Total Deuda Financiera (M\$)	2.612.743.383	3.031.098.596	3.112.010.012	3.168.098.445	3.238.540.753
Valor UF	23.309,56	24.627,10	25.629,09	26.347,98	26.665,09
Total Deuda Financiera (UF)	112.088.919	123.079.802	121.424.913	120.240.658	121.452.459

5.2 Patrimonio Económico

Para el cálculo del Patrimonio Económico de la compañía, se consideró el número de acciones en circulación y el precio de cierre al último día hábil correspondiente a cada año, según se muestra en la siguiente tabla:

Patrimonio Económico	31-12-13	31-12-14	31-12-15	31-12-16	30-06-17
Nº de acciones pagadas	2.828.723.963	2.828.723.963	2.828.723.963	2.862.536.947	2.862.551.947
Precio de la acción al 31 de Diciembre (\$)	1.892,40	1.514,20	1.415,00	1.879,90	1.763,20
Patrimonio Económico (MM\$)	5.353.077	4.283.254	4.002.644	5.381.283	5.047.252
Valor UF	23.309,56	24.627,10	25.629,09	26.347,98	26.665,09
Patrimonio Económico (UF)	229.651.578	173.924.409	156.175.830	204.238.929	189.283.126

5.3 Estructura de Capital Objetivo

Para establecer la estructura de capital objetivo de la compañía, se calcularon las siguientes razones para cada periodo, considerando como supuesto que la deuda financiera es igual a la deuda de mercado:

- Razón de endeudamiento (B/V)
- Razón Patrimonio a Valor Empresa (P/V)
- Razón Deuda a Patrimonio Empresa (B/P)

En la siguiente tabla se muestran los valores obtenidos:

Estructura de Capital Objetivo	31-12-13	31-12-14	31-12-15	31-12-16	30-06-17	Promedio
B/V	0,33	0,41	0,44	0,37	0,39	0,39
P/V	0,67	0,59	0,56	0,63	0,61	0,61
B/P	0,49	0,71	0,78	0,59	0,64	0,63

A continuación mediante el cálculo de estadísticos básicos analizamos una estructura de capital objetivo:

Estructura de Capital Objetivo - Estadísticas descriptivas	Mínimo	Máximo	Mediana	Desv. estandar
B/V	0,33	0,44	0,39	0,04
P/V	0,56	0,67	0,61	0,04
B/P	0,49	0,78	0,64	0,11

Finalmente determinamos que el promedio ponderado de los periodos analizados representa de mejor forma la estructura de capital objetivo. De esta manera la estructura de capital que se utilizará para valorar Cencosud S.A. será:

Propuesta Estructura de Capital Objetivo	Promedio
B/V	0,39
P/V	0,61
B/P	0,63

6. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

En este capítulo se detalla el cálculo del Costo Patrimonial de la empresa el que será utilizado posteriormente para la determinación del Costo de Capital.

6.1 Beta Patrimonial de la acción

Se obtuvieron los precios de cierre semanales de la acción CENCOSUD y del índice IGPA desde el 1 de Julio de 2011 al 30 de Junio de 2017. De estos datos se determinó los retornos semanales tanto para la acción como para el índice.

Luego utilizando el modelo de mercado:

$$r_{it} = \alpha + \beta_i r_{mt} + \varepsilon$$

y considerando 2 años de retornos semanales (104 datos) se calculó el beta de la acción para los años 2013 al 2017, los que se muestran en la siguiente tabla:

	2013	2014	2015	2016	2017
Beta de la Acción	1,33	1,36	1,29	1,14	1,04
p-value (significancia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

También se obtuvo información sobre la presencia bursátil y el p-value para la acción. Finalmente, al observar que históricamente el Beta ha tenido una tendencia a la baja, se determinó que el Beta de la acción a considerar en los siguientes cálculos será la obtenida para el año 2017, esto es 1,04.

7. Estimación Costo de Capital de la Empresa

En esta sección se describe la metodología de cálculo del costo de capital (WACC) de Cencosud que será la tasa que se utilizará para descontar los flujos de caja futuros. Para los cálculos se utilizó el supuesto de una tasa libre de riesgo de 1,93% (BCU-30 al 29 de Junio de 2017) y un premio por riesgo de mercado de 6,81% para Chile (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Enero de 2017)

7.1 Costo de la Deuda

Se utilizó como costo de la deuda la última YTM registrada a Junio de 2017 del bono BCENC-R que es de más largo plazo que tenía Cencosud y que vence en Mayo del 2024. Presentó una tasa del 2,86 en su última transacción del 26 de Junio de 2017.

7.2 Beta de la Deuda

A continuación utilizando CAMP y la tasa de costo de la deuda, se calculó el Beta de la deuda de Cencosud:

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

$$2,86 = 1,93 + 6,81 \times \beta_d$$

$$\beta_d = 0,14$$

7.3 Beta patrimonial sin Deuda

Para calcular el Beta patrimonial sin Deuda se desapalancó el beta de la acción a Junio de 2017 utilizando la fórmula de Rubinstein. Se consideró la estructura de capital (B/P) y la tasa de impuestos corporativos promedios (T_c) de los años 2015, 2016 y 2017.

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} [1+(1-T_c)*(B/P)] - \beta_d [(1-T_c) *(B/P)]$$

$$1,04 = \beta_p^{S/D} [1+(1-31,8%)*(0,66)] - 0,14 [(1- 31,8%) *(0,66)]$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,76$$

7.4 Beta patrimonial con Deuda

Ahora apalancamos el beta patrimonial sin deuda utilizando nuevamente Rubinstein, la estructura de capital objetivo definida para Cencosud (B/P = 0,63) y la tasa de impuesto de largo plazo correspondiente a un 27% (Fuente: SII):

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} [1+(1-T_c)*(B/P)] - \beta_d [(1-T_c) *(B/P)]$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,76 [1+(1-27%)*(0,63)] - 0,14 [(1- 27%) *(0,63)]$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,043$$

7.5 Costo Patrimonial

Mediante CAMP y utilizando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetivo se estimó el costo patrimonial:

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

$$K_p = 1,93 + 6,81 * 1,043$$

$$K_p = 9,03\%$$

7.6 Costo de Capital

Finalmente, con los datos obtenidos para el costo patrimonial y el costo de la deuda, a través del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) es posible estimar el Costo de Capital de Cencosud.

$$k_0 = k_p * (P/V) + k_b * (1 - T) * (B/V)$$

$$k_0 = 9,03\% * 0,61 + 2,86\% * (1 - 27\%) * 0,39$$

$$k_0 = 6,35\%$$

8. Análisis Operacional del Negocio e Industria

8.1 Análisis de crecimiento de la compañía

Cencosud se encuentra en 5 países y opera en 5 rubros, los cuales han decrecido durante los años 2014, 2015 y 2016. El crecimiento del primer semestre 2017 respecto al primer semestre 2016 ha mostrado una favorabilidad de 0,1%.

A continuación se muestra el crecimiento por país de Cencosud:

Tasa crecimiento por País	31-12-14	31-12-15	31-12-16	30-06-17*
Chile	-6,7%	2,1%	2,1%	0,6%
Argentina	-3,8%	18,5%	-24,6%	2,2%
Brasil	1,7%	-25,1%	-8,1%	1,5%
Perú	10,8%	2,1%	-3,5%	-5,0%
Colombia	4,2%	-18,4%	-6,1%	-4,9%
Total	-2,0%	-1,4%	-8,6%	0,1%

*Tasa calculada como la variación del 1er semestre 2017 vs 1er semestre 2016

A continuación se muestra el crecimiento por rubro de Cencosud:

Tasa crecimiento por Segmento	31-12-14	31-12-15	31-12-16	30-06-17*
Supermercado	0,5%	-5,2%	-9,5%	-1,3%
Shopping Centers	-1,0%	10,9%	-6,4%	6,0%
Mejoramiento del Hogar	-1,4%	15,2%	-14,3%	0,9%
Tiendas por Departamento	-3,3%	1,9%	4,2%	3,3%
Servicios Financieros	-61,4%	35,4%	4,2%	28,2%
Ajustes de operaciones discontinuadas	-88,3%	381,0%	-33,9%	4,7%
Total	-2,0%	-1,4%	-8,6%	0,1%

*Tasa calculada como la variación del 1er semestre 2017 vs 1er semestre 2016

8.2 Análisis de crecimiento de la Industria

Las empresas comparables a Cencosud de acuerdo a los rubros en los que participan son 3, estas representan la industria, y el crecimiento de ellas se muestra a continuación:

Tasa crecimiento Industria	31-12-14	31-12-15	31-12-16	30-06-17
Cencosud	-2,0%	-1,4%	-8,6%	0,1%
Falabella	7,1%	6,3%	-0,9%	1,0%
Ripley	6,2%	-3,9%	0,9%	3,6%
Total	1,8%	1,2%	-4,9%	0,7%

*Tasa calculada como la variación del 1er semestre 2017 vs 1er semestre 2016

8.3 Perspectivas de Crecimiento de la Industria

Para interiorizarnos en las perspectivas de crecimiento de la industria analizamos los estudios de instituciones públicas y privadas que registran y monitorean la actividad económica en el sector.

Según la información entregada por el INE en su “Boletín Sectores Económicos, Índice de la Actividad del Comercio (IAC)”, el comercio minorista ha crecido un 3,6%, en tanto que el mayorista creció un 0,8% en los últimos 12 meses. En cuanto al ISUP (Índice de Ventas de Supermercados) a precios constantes creció 2,4% en doce meses. En el período de análisis influyó un efecto calendario favorable para el sector en relación con el observado en agosto de 2016, debido a la composición de los días de la semana, impactando positivamente en las ventas”.

Por otra parte la Cámara de Comercio de Santiago (CCS) estima que las ventas del comercio minorista crecerá 3,0% real durante 2017, superando el avance del año anterior (2,5%). Entre los factores que podrían afectar o favorecer esta estimación, se

encuentra una mayor confianza de los consumidores, asociada a una inflación anual controlada y de tendencia a la baja, lo que podría favorecer a la actividad comercial.

Por el contrario, el debilitamiento del mercado laboral con menores aumentos del empleo y remuneraciones y, por consiguiente, de la masa salarial, podría influir de forma negativa al comercio minorista. Así mismo para el 2018 proyectan un crecimiento del 3,3%, el que estará sustentado principalmente en mejoras en la eficiencia operacional y el fortalecimiento de los canales electrónicos.

8.4 Análisis Costos de Operación

Costos de Venta: incluyen el costo de adquisición de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. Estos costos incluyen principalmente los costos de adquisición netos de descuentos obtenidos, los gastos e impuestos de internación no recuperables, los seguros y el transporte de los productos hasta los centros de distribución. El costo de ventas incluye además los cargos por perdidas de la cartera de préstamos por cobrar relacionados con el segmento Servicios Financieros.

Otros Gastos por Función : comprenden, principalmente, gastos de publicidad que la compañía realiza en la promoción de productos y de sus marcas.

Costos de Distribución: corresponden a todos aquellos gastos necesarios para entregar los productos a los clientes.

Gastos de administración: corresponden a las remuneraciones y compensaciones del personal, las depreciaciones de propiedades, plantas y equipos, las amortizaciones de activos no corrientes y otros gastos generales y de administración.

La siguiente tabla muestra la información de los EERR obtenidos en la SVS donde se pueden identificar los ítems descritos como los mayores costos de operación de CENCOSUD.

Moneda: UF	2013	2014	2015	2016	Junio 2017	Prom. Anual	% Ponderación
Costo de ventas	316.245.721	317.838.149	304.857.714	279.204.381	136.648.599	298.288.632	74,8%
Gastos de Admin.	88.690.042	84.216.300	87.979.915	79.633.825	40.118.193	84.151.294	21,0%
Depreciación	7.399.314	7.431.962	7.406.400	7.461.858	3.851.088	7.480.342	1,9%
Amortización	617.826	690.921	1.118.691	1.180.680	607.787	964.738	0,2%
Otros gastos por función	8.679.186	7.393.350	6.800.104	6.477.120	3.172.915	7.139.118	1,8%
Costos de distribución	1.026.664	1.082.299	1.087.431	1.017.833	507.562	1.045.870	0,3%
Total Costos de Operación	422.658.752	418.652.982	409.250.255	374.975.697	184.906.144	399.069.995	100,0%

8.5 Análisis de Cuentas no operacionales

Como cuentas no operacionales del estado resultado Recurrentes se han identificado las siguientes:

- Ingresos Financieros
- Costos Financieros

Como cuentas no operacionales del estado resultado No recurrentes se han identificado las siguientes:

- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación
- Diferencias de Cambio
- Resultados por unidades de reajuste

8.6 Análisis de Activos

Otros Activos Financieros Corriente y no Corrientes: corresponde a Cuotas de Fondos Mutuos, Derivados e Instrumentos Financieros de alta Liquidez.

Otros Activos No Financieros Corrientes y No Corrientes: corresponde a Garantías de Arriendos, Arriendos pagados por anticipados, Seguros pagados por anticipado y otros.

Activos por Impuestos Diferidos: saldos de activos que requieren la obtención de utilidades tributarias suficientes en el futuro.

Activos por Impuestos Corrientes y no corrientes: utilidad tributaria debido al resultado del periodo.

Activos no corrientes para su disposición clasificados como mantenidos para la venta: n activo no corriente (o un grupo de activos para su disposición) será clasificado como mantenido para su venta, si su importe en libros se recuperara fundamentalmente a través de una transacción de venta, en lugar de por su uso continuado.

Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas: corresponde principalmente al cobro por operaciones comerciales a la empresa coligada CAT Administradora de Tarjetas S.A.

Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación: de acuerdo a la NIC 28, son inversiones sobre entidades en las cuales el inversor posee una influencia significativa.

Plusvalía: la plusvalía representa el exceso del costo de adquisición sobre el valor razonable de la participación del grupo en los activos netos identificable de la subsidiario/colegiadas adquirida en la fecha de adquisición. La plusvalía relacionada con adquisiciones de filiales se incluye en la línea "plusvalía" del Estado de Situación Financiera Consolidado. La plusvalía relacionada con adquisiciones de coligadas se incluye en inversiones en coligadas, y se somete a pruebas por deterioro de valor justo con el saldo total de la coligada.

Activos intangibles distintos de la Plusvalía:

- Las Marcas Comerciales: las marcas Comerciales corresponden a activos intangibles de vida útil indefinida que se presentan a su costo histórico, menos cualquier pérdida por deterioro. Las marcas comerciales adquiridas en una combinación de negocios son reconocidas al valor justo a la fecha de la adquisición. Estos activos se someten a pruebas de deterioro anualmente o cuando existan factores que indiquen una posible pérdida de valor.
- Programas informáticos o licencias: las licencias para programas informáticos adquiridas, se capitalizan sobre la base de los costos en que se ha incurrido para adquirirlas y prepararlas para usar el programa específico.

9. Proyección de Estados de Resultados

9.1 Ingresos

Al realizar el análisis del crecimiento histórico real de Cencosud por país expuesto en la sección 8.1, se observan tasas negativas para los periodos 2015 y 2016, dejando solo a Chile con un crecimiento positivo. Dado esto y considerando que las proyecciones de las compañías son siempre crecientes, es que estimaremos los ingresos según las expectativas del crecimiento del producto interno bruto proyectado por el Banco Mundial. A continuación se muestran las proyecciones desde el 2018 a 2021 y perpetuidad:

Tasas de Crecimiento PIB por País

Ingresos	2018	2019	2020	2021	Perpetuidad
Chile	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Argentina	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Brasil	1,8%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Peru	2,8%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Colombia	3,1%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Total	2,4%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%

Ventas por País UF Proyectado

Ingresos	2018	2019	2020	2021	Perpetuidad
Chile	170.962.387	174.894.522	178.917.096	183.032.190	187.241.930
Argentina	102.379.655	105.655.804	109.036.789	112.525.966	116.126.797
Brasil	63.023.417	64.346.909	65.698.194	67.077.856	68.486.491
Peru	36.990.795	38.322.464	39.702.072	41.131.347	42.612.076
Colombia	33.286.820	34.418.572	35.588.803	36.798.823	38.049.983
Total	406.643.074	417.638.270	428.942.955	440.566.182	452.517.276

Proyección (UF)	2017 2H	2018	2019	2020	2021	Perpetuidad
Ingresos	205.372.193	406.643.074	417.638.270	428.942.955	440.566.182	452.517.276

9.2 Costos de Operación

Para realizar la proyección de los costos de operación se hizo la distinción entre costos de explotación y gastos de administración y ventas, también se definió cuales son fijos y cuales variables. En la siguiente tabla se muestra el resumen de los supuestos utilizados.

Costo de Operación	Tipo	Supuesto
Costo de ventas	Variable	% de las ventas determinado entre los años 2013 y 2017 2S
Costos de distribución	Variable	% de las ventas determinado entre los años 2013 y 2017 2S
Gastos de administración	Fijo	Promedio de los gastos entre los años 2013 y 2017 2S
Depreciación	Variable	% de las ventas, dado que un mayor crecimiento se sostiene en una mayor inversión en activos, lo que implica tener una mayor depreciación
Amortización	Variable	% de las ventas, dado que un mayor crecimiento se sostiene en una mayor inversión en activos, lo que implica tener una mayor amortización
Otros gastos, por función	Fijo	Promedio de los gastos entre los años 2013 y 2017 2S
Otras ganancias (pérdidas)	Fijo	Promedio de los gastos entre los años 2013 y 2017 2S

A continuación se muestran los valores obtenidos:

Moneda: UF	2013	2014	2015	2016	2017 a Junio	Valor
Ingresos	443.639.426	434.928.564	428.861.802	392.174.331	191.621.356	
Costo de ventas	316.245.721	317.838.149	304.857.714	279.204.381	136.648.599	71,6%
Costos de distribución	1.026.664	1.082.299	1.087.431	1.017.833	507.562	0,2%
Gastos de administración	88.690.042	84.216.300	87.979.915	79.633.825	40.118.193	84.151.294
Depreciación	7.399.314	7.431.962	7.406.400	7.461.858	3.851.088	1,8%
Amortización	617.826	690.921	1.118.691	1.180.680	607.787	0,2%
Otros gastos, por función	8.679.186	7.393.350	6.800.104	6.477.120	3.172.915	7.139.118
Otras ganancias (pérdidas)	1.131.805	-264.545	-2.461.351	2.260.669	86.271	167.824

Considerando los supuestos y valores anteriores la proyección es la siguiente:

Proyección (UF)	2017 2H	2018	2019	2020	2021	2022
Costo de ventas	-147.120.020	-291.302.033	-299.178.530	-307.276.731	-315.603.123	-324.164.386
Costos de distribución	-512.749	-1.015.259	-1.042.710	-1.070.934	-1.099.954	-1.129.792
Gastos de Adm.	-43.425.313	-84.151.294	-84.151.294	-84.151.294	-84.151.294	-84.151.294
Depreciación	-3.643.333	-7.213.909	-7.408.965	-7.609.512	-7.815.710	-8.027.724
Amortización	-327.959	-649.368	-666.926	-684.979	-703.540	-722.625
Otros gastos, por fun.	-3.966.203	-7.139.118	-7.139.118	-7.139.118	-7.139.118	-7.139.118
Otras ganancias (pérdida)	81.553	167.824	167.824	167.824	167.824	167.824
Total	-198.914.025	-391.303.156	-399.419.719	-407.764.744	-416.344.914	-425.167.114

9.3 Resultado No Operacional

Se analizan las cuentas correspondientes al resultado no operacional de Cencosud y se clasifican en recurrentes y no recurrentes. Estas últimas se consideraron constantes según el dato que tenemos registrado a Junio 2017. Los supuestos para la proyección de las cuentas recurrentes se muestran en la siguiente tabla:

Cuentas No Operacionales	Tipo	Supuesto
Ingresos financieros	Recurrente	Promedio entre 2015 y 1er Semestre 2017
Costos financieros	Recurrente	Variable en función de las ventas
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación.	No recurrente	Constante a partir de Junio 2017
Diferencias de cambio	No recurrente	Constante a partir de Junio 2017
Resultados por unidades de reajuste	No recurrente	Constante a partir de Junio 2017

A continuación se muestran los valores obtenidos:

Moneda: UF	2013	2014	2015	2016	2017 a Junio	Valor
Ingresos	443.639.426	434.928.564	428.861.802	392.174.331	191.621.356	
Ingresos financieros	251.168	272.429	582.878	551.859	291.118	572.324
Costos financieros	11.097.789	7.319.477	10.107.202	10.760.241	4.834.950	2,3%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	441.426	361.111	548.872	451.502	297.743	479.679
Diferencias de cambio	-1.489.666	-991.213	-4.555.091	1.415.184	1.172.752	-655.056
Resultados por unidades de reajuste	-899.184	-1.607.008	-858.732	-543.209	-270.038	-889.642

Considerando los supuestos y valores anteriores la proyección es la siguiente:

Proyección (UF)	2017 2H	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos financieros	281.206	572.324	572.324	572.324	572.324	572.324
Costos financieros	-4.791.048	-9.486.417	-9.742.920	-10.006.642	-10.277.796	-10.556.599
Participación Asociadas	181.937	479.679	479.679	479.679	479.679	479.679
Diferencias de cambio	-1.827.809	-655.056	-655.056	-655.056	-655.056	-655.056
Resultado unid reajuste	-619.604	-889.642	-889.642	-889.642	-889.642	-889.642
Total	-6.775.317	-9.979.112	-10.235.614	-10.499.337	-10.770.491	-11.049.293

9.4 Ganancias antes de impuesto

A continuación se muestra la Ganancia antes de impuesto obtenida con las proyecciones descritas anteriormente, Ingresos Operacionales, Costos Operación y Resultado no Operacional. Además se incluye la partida de "Otros Ingresos" (25.5) que corresponde a principalmente al revaluó de propiedades de inversión, y en menor parte a otros ingresos (venta de cartón y envoltorios y recuperación de comisiones).

Proyección (UF)	2017 2H	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de Actividades Ordinarias	205.372.193	406.643.074	417.638.270	428.942.955	440.566.182	452.517.276
Otros ingresos	4.020.252	6.971.388	6.971.388	6.971.388	6.971.388	6.971.388
Costos de Operación	-198.914.025	-391.303.156	-399.419.719	-407.764.744	-416.344.914	-425.167.114
Resultado No Operacional	-6.775.317	-9.979.112	-10.235.614	-10.499.337	-10.770.491	-11.049.293
Ganancia Antes de Impuesto	3.703.103	12.332.194	14.954.324	17.650.261	20.422.164	23.272.257

9.5 Impuestos

Se aplicó un impuesto de 25.5% para el segundo semestre 2017 y 27% para los siguientes años, de acuerdo a lo publicado por el SII. La siguiente tabla muestra la estimación del impuesto:

Proyección	2017 2H	2018	2019	2020	2021	2022
Tasa Impuesto (%)	25,5%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Impuesto (UF)	944.291	3.329.692	4.037.668	4.765.571	5.513.984	6.283.509

9.6 EERR proyectado

Consolidando todas las estimaciones anteriores finalmente obtenemos el Estado de Resultado proyectado de Cencosud para el periodo 2017 a 2022.

Moneda: UF	2017 2H	2018	2019	2020	2021	2022 Perpetuidad
Ingresos de actividades ordinarias	205.372.193	406.643.074	417.638.270	428.942.955	440.566.182	452.517.276
Costo de ventas	147.120.020	291.302.033	299.178.530	307.276.731	315.603.123	324.164.386
Ganancia bruta	58.252.173	115.341.042	118.459.741	121.666.224	124.963.059	128.352.891
Otros ingresos	4.020.252	6.971.388	6.971.388	6.971.388	6.971.388	6.971.388
Costos de distribución	512.749	1.015.259	1.042.710	1.070.934	1.099.954	1.129.792
Gastos de administración	43.425.313	84.151.294	84.151.294	84.151.294	84.151.294	84.151.294
Depreciación	3.643.333	7.213.909	7.408.965	7.609.512	7.815.710	8.027.724
Amortización	327.959	649.368	666.926	684.979	703.540	722.625
Otros gastos, por función	3.966.203	7.139.118	7.139.118	7.139.118	7.139.118	7.139.118
Otras ganancias (pérdidas)	81.553	167.824	167.824	167.824	167.824	167.824
Resultado Operacional	10.478.420	22.311.306	25.189.939	28.149.599	31.192.655	34.321.550
Ingresos financieros	281.206	572.324	572.324	572.324	572.324	572.324
Costos financieros	4.791.048	9.486.417	9.742.920	10.006.642	10.277.796	10.556.599
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación.	181.937	479.679	479.679	479.679	479.679	479.679
Diferencias de cambio	-1.827.809	-655.056	-655.056	-655.056	-655.056	-655.056
Resultados por unidades de reajuste	-619.604	-889.642	-889.642	-889.642	-889.642	-889.642
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	3.703.103	12.332.194	14.954.324	17.650.261	20.422.164	23.272.257
Impuesto	944.291	3.329.692	4.037.668	4.765.571	5.513.984	6.283.509
Resultado después de impuestos	2.758.812	9.002.502	10.916.657	12.884.691	14.908.180	16.988.747

10. Proyección de Flujo de Caja Libre

Para proyectar el Flujo de Caja Libre utilizamos el resultado que estimamos en el capítulo anterior y le aplicamos ajustes restándole las partidas que no son flujo real y sumándole las que sí lo son y que no figuran en los estados financieros. En la tabla siguiente se muestra el Flujo de Caja Libre obtenido:

Resultado	2017 2H	2018	2019	2020	2021	Perpetuidad
Ganancia	2.758.812	9.002.502	10.916.657	12.884.691	14.908.180	16.988.747
Ajustes	2017 2H	2018	2019	2020	2021	Perpetuidad
Depreciación y Amortización	3.971.292	7.863.277	8.075.892	8.294.491	8.519.250	8.750.349
Otros ingresos después de impuestos	-2.995.088	-5.089.113	-5.089.113	-5.089.113	-5.089.113	-5.089.113
Otras ganancias (pérdidas) después de impuestos	-60.757	-122.512	-122.512	-122.512	-122.512	-122.512
Costos financieros después de impuestos	3.569.330	6.925.085	7.112.332	7.304.849	7.502.791	7.706.317
Diferencias de cambio	1.827.809	655.056	655.056	655.056	655.056	655.056
Resultados por unidades de reajuste	619.604	889.642	889.642	889.642	889.642	889.642
FLUJO DE CAJA BRUTO	9.691.002	20.123.937	22.437.954	24.817.104	27.263.294	29.778.487
Inversión en Reposición	-1.305.772	-3.264.430	-3.264.430	-3.264.430	-3.264.430	-8.750.349
Inversión en Activo Fijo	-4.912.189	-12.280.474	-12.280.474	-12.280.474	-12.280.474	0
Inversión en Capital de Trabajo Neto	284.620	324.311	333.440	342.835	352.506	0
FLUJO DE CAJA LIBRE	3.757.660	4.903.344	7.226.490	9.615.036	12.070.897	21.028.138

A continuación describiremos los ajustes realizados y los supuestos utilizados.

10.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

Para poder proyectar la depreciación y amortización de los activos utilizamos el supuesto que ambos conceptos son variables en función de la venta pues se necesita invertir en activos para generar aumentos en los ingresos. Para esto estimamos el factor promedio de la depreciación y amortización sobre la venta según los datos reales contenidos en los estados financieros de Cencosud. Los datos se muestran a continuación:

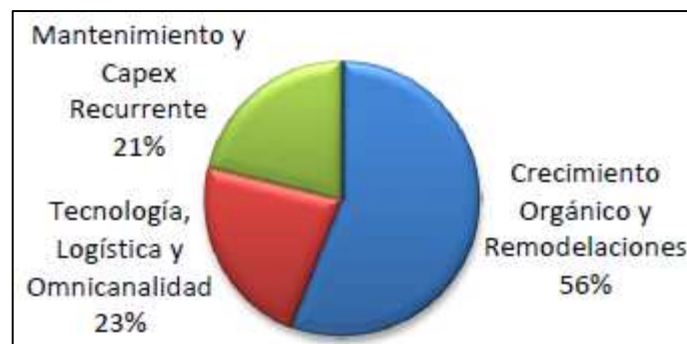
	2013	2014	2015	2016	2017 1H	Totales	Factor
Ingresos	443.639.426	434.928.564	428.861.802	392.174.331	191.621.356	1.891.225.479	
Depreciaciones	7.399.314	7.431.962	7.406.400	7.461.858	3.851.088	33.550.623	1,8%
Amortizaciones	617.826	690.921	1.118.691	1.180.680	607.787	4.215.904	0,2%

Por lo tanto para estimar la depreciación y amortización como un valor en función de la venta utilizaremos el factor 1,8% y 0,2% respectivamente. La siguiente tabla muestra los datos obtenidos:

	2017 2H	2018	2019	2020	2021	2022
Depreciaciones	3.643.333	7.213.909	7.408.965	7.609.512	7.815.710	8.027.724
Amortizaciones	327.959	649.368	666.926	684.979	703.540	722.625
Total	3.971.292	7.863.277	8.075.892	8.294.491	8.519.250	8.750.349

10.2 Inversión de Reposición

Del informe Guidance publicado por Cencosud el 30 de Enero de 2017, se recoge la siguiente distribución de Capex:



Considerando esto se utilizará el 21% del monto de las nuevas inversiones como Inversión en Reposición.

10.3 Nuevas Inversiones

Del informe Guidance publicado por Cencosud el 30 de Enero 2017, se tiene que la inversión en 2017 será de USD 500 millones de los cuales se asume que solo la mitad ha sido utilizada. Adicionalmente en el mismo informe se indica que la inversión para para los próximos 4 años (2018-2021) será USD 2.500 millones. Por lo cual la inversión total en activos para los siguientes años será:

UF	2017 2H	2018	2019	2020	2021
Plan de Inversión	6.217.961	15.544.903	15.544.903	15.544.903	15.544.903

Para la conversión se utilizaron los valores al 30 de Junio de 2017 de la UF y del Dólar Observado, \$26.665,09 y \$663,21 respectivamente.

10.4 Capital de Trabajo

Para el cálculo del Capital de Trabajo CTON de los periodos reales publicados se consideró la siguiente formula:

Activos Corrientes
+ Otros activos no financieros corrientes
+ Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes
+ Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes
+ Inventarios corrientes
Pasivos Corrientes
- Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar
- Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes
= Capital de Trabajo

Para el cálculo de CTON proyectado se utilizó la razón promedio de CTON real sobre los Ingresos de Actividades Ordinarias de los últimos 2 años (2015 y 2016), obteniendo un RCTON de 2,9%, equivalentes a 10,62 días de venta. A continuación se detallan los cálculos:

Activos corrientes	2013	2014	2015	2016	2017 1S
Otros activos financieros corrientes	2.127.193	1.940.098	9.943.807	8.349.354	3.021.988
Otros activos no financieros corrientes	497.886	432.308	563.501	896.778	1.620.766
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	48.625.867	31.736.451	31.988.626	32.911.050	29.704.415
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	18.546	55.671	579.466	1.100.205	539.225
Inventarios corrientes	44.827.385	44.447.360	41.683.467	43.619.511	44.352.604
Total de activos corrientes	96.096.877	78.611.889	84.758.868	86.876.898	79.238.998

Pasivos corrientes	2013	2014	2015	2016	2017 1S
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	83.999.579	80.524.549	72.438.186	73.130.732	63.826.928
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	23.874	134.080	1.139.211	710.602	588.180
Total de pasivos corrientes	84.023.453	80.658.629	73.577.398	73.841.333	64.415.108

CTON UF	12.073.424	-2.046.740	11.181.471	13.035.565	14.823.890
----------------	------------	------------	------------	------------	------------

Ingresos	2013	2014	2015	2016	2017 1S
Ingresos de actividades ordinarias (UF)	443.639.426	434.928.564	428.861.802	392.174.331	191.621.356

RCTON	2,72%	-0,47%	2,61%	3,32%	7,74%
-------	-------	--------	-------	-------	-------

RCTON Promedio (2015-2016)	2,95%
-----------------------------------	--------------

Días de Venta	10,62
---------------	-------

Al aplicar esta tasa (2,95%) sobre los Ingresos de Actividades Ordinarias proyectados el CTON proyectado es:

UF	2017	2018	2019	2020	2021	2021
RCTON prom.	2,95%	2,95%	2,95%	2,95%	2,95%	2,95%
Ingresos Proy.	396.993.549	406.643.074	417.638.270	428.942.955	440.566.182	452.517.276
CTON	11.709.603	11.994.222	12.318.533	12.651.973	12.994.808	13.347.314

Luego considerando los cálculos de CTON real y proyectado para Junio y Diciembre de 2017 respectivamente, se determinó si existe déficit o exceso de capital de trabajo:

	UF
+ CTON Real Junio 2017	14.823.890
- CTON Proyectado Diciembre 2017	11.709.603
= Superávit de Capital de trabajo	3.114.287

Existe un superávit de capital de trabajo de UF 3.114.287.

10.5 Activos prescindibles

Se consideraron activos prescindibles el efectivo y activos no corrientes disponibles para la venta.

Activos Prescindibles UF	30-06-17
Efectivo y equivalentes al efectivo	5.652.587
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	2.403.043
Total	8.055.629

10.6 Deuda Financiera

Para la determinación de la deuda financiera se consideraron las partidas de Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

Deuda Financiera UF	30-06-17
Otros pasivos financieros corrientes	22.712.495
Otros pasivos financieros no corrientes	103.636.905
Total de pasivos no corrientes	126.349.400

11. Valoración Económica de la Empresa y su Precio de Acción

Para calcular el valor económico de la empresa traeremos a valor presente los flujos de caja libre proyectados incluyendo el valor terminal. Para calcular el valor terminal se utilizó el supuesto que no existe crecimiento, es decir, que posterior al último año proyectado la compañía deja de crecer y se calcula una perpetuidad sobre ese año. Las únicas diferencias de la perpetuidad con los años anteriores serán que la empresa no tendrá nuevas inversiones y que la inversión en reposición será igual a la depreciación del período para que se mantenga los activos productivos año a año.

	2017 2H	2018	2019	2020	2021	Perpetuidad
FLUJO DE CAJA LIBRE	3.757.660	4.903.344	7.226.490	9.615.036	12.070.897	21.028.138
Valor Terminal					330.904.116	
FCL + VT	3.757.660	4.903.344	7.226.490	9.615.036	342.975.013	

Luego utilizando el costo de capital calculado (WACC=6,35%) descontamos los flujos futuros de los periodos 2018 a 2021 incluido el valor terminal, obteniendo de esta forma el valor presente al 31 de Diciembre de 2017. A este resultado se le sumó el flujo de caja estimado para el segundo semestre del 2017, para finalmente descontar este total al 30 de Junio de 2017. A continuación se muestra el detalle del cálculo:

Valoración	UF
Valor de los Activos Operacionales al 31/Dic 2017	287.053.304
FCN 2do Semestre 2017	3.757.660
Suma de los Activos	290.810.964
Valor de los Activos Operacionales al 30/Junio 2017	281.989.103
Activos Prescindibles (de Balance de 30/Junio 2017)	8.055.629
Exceso (déficit) de Capital de Trabajo (de Balance de 2016)	3.114.287
Valor Total de los Activos	293.159.020
Deuda Financiera (de Balance 30/Jun 2017)	- 126.349.400
Patrimonio Económico	166.809.619
Número de Acciones	2.862.551.947
Precio de la acción (en pesos, Valor de UF \$26.665)	\$ 1.553,86

12. Conclusiones

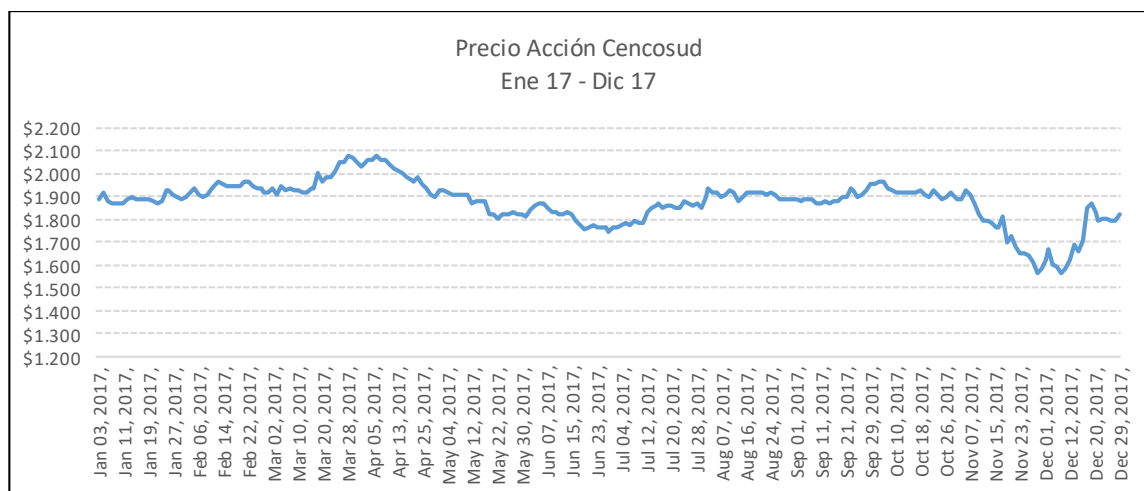
Este informe de valoración de la empresa CENCOSUD S.A. fue realizado mediante el método de flujo de cajas descontados, se revisó en detalle la metodología para calcular el valor económico de la compañía, se describieron sus negocios, la industria en que se desarrolla y sus principales competidores, se realizó un acabado y completo análisis de sus estados financieros y se generaron proyecciones de crecimiento y resultados para los siguientes años.

De este estudio se obtuvo un valor de patrimonio económico de UF 166.809.619 y un valor estimado de la acción de \$1.553,86. Este valor se ubica un 11,9% por debajo de los \$1.763,2 que registró la acción al 30 de Junio de 2017.

Valores bajo los \$1.600 se observaron en Diciembre 2017 probablemente como respuesta del mercado al resultado de la primera vuelta en las elecciones presidenciales.

De lo anterior podemos establecer dos tipos de conclusiones:

1. Que la acción puede estar sobrevalorada en el mercado.
2. Que el valor obtenido puede ser el resultado de una estimación conservadora respecto a las proyecciones de crecimiento en ventas para los periodos siguientes.



13. Bibliografía

- Estados Financieros Cencosud S.A., Junio 2017
- Estados Financieros Cencosud S.A., Diciembre 2016
- Estados Financieros Cencosud S.A., Diciembre 2015
- Estados Financieros Cencosud S.A., Diciembre 2014
- Estados Financieros Cencosud S.A., Diciembre 2013
- “Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica”, Carlos Maquieira, Editorial Andrés Bello, Tercera Edición, abril 2014.
- “Memoria Anual 2016”, Cencosud S.A., Diciembre 2016
- www.bancomundial.org
- www.bcentral.cl
- www.bolsadesantiago.com
- www.falabella.cl
- www.ine.cl
- www.ripley.cl
- www.svs.cl

14. Anexos

	<i>Observaciones</i>
Bono	BJUMB - B1
Nemotécnico	BJUMB - B1
Fecha de Emisión	05-09-2001
Valor Nominal (VN o D)	400.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-09-2026
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	6,5%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	50
Periodo de Gracia	
Motivo de la Emisión	FI – Financiamiento de Inversión
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	
Precio de venta el día de la emisión.	
Valor de Mercado	

	<i>Observaciones</i>
Bono	BJUMB – B2
Nemotécnico	BJUMB – B2
Fecha de Emisión	05-09-2001
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-09-2026
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	6,5%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	50
Periodo de Gracia	
Motivo de la Emisión	FI – Financiamiento de Inversión
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	
Precio de venta el día de la emisión.	
Valor de Mercado	

	<i>Observaciones</i>
Bono	BCENC – E
Nemotécnico	BCENC - E
Fecha de Emisión	16-04-2008
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	07-05-2018
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,5%
Periodicidad	Único al Final
Número de pagos (N)	1
Periodo de Gracia	
Motivo de la Emisión	RP – Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	
Precio de venta el día de la emisión.	

Valor de Mercado	
------------------	--

	<i>Observaciones</i>
Bono	BCENC – F
Nemotécnico	BCENC – F
Fecha de Emisión	16-04-2008
Valor Nominal (VN o D)	4.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	07-05-2018
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	4,0%
Periodicidad	Único al Final
Número de pagos (N)	1
Periodo de Gracia	
Motivo de la Emisión	RP – Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	
Precio de venta el día de la emisión.	
Valor de Mercado	

	<i>Observaciones</i>
Bono	BCENC – J
Nemotécnico	BCENC – J
Fecha de Emisión	14-10-2008
Valor Nominal (VN o D)	3.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-10-2029
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	5,7 %
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	
Motivo de la Emisión	RP – Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA-

Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	
Precio de venta el día de la emisión.	
Valor de Mercado	

	Observaciones
Bono	BCENC – N
Nemotécnico	BCENC – N
Fecha de Emisión	14-10-2008
Valor Nominal (VN o D)	4.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	28-05-2030
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4,7 %
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	44
Periodo de Gracia	
Motivo de la Emisión	RP – Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	
Precio de venta el día de la emisión.	
Valor de Mercado	

	Observaciones
Bono	BCENC – O
Nemotécnico	BCENC – O
Fecha de Emisión	14-10-2008
Valor Nominal (VN o D)	54.000.000.000
Moneda	CH\$
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-06-2031
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	7%
Periodicidad	Único al Final
Número de pagos (N)	1

Periodo de Gracia	
Motivo de la Emisión	RP – Sustitución de pasivos FI – Financiamiento de Inversión
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	
Precio de venta el día de la emisión.	
Valor de Mercado	
	<i>Observaciones</i>
Bono	BCENC – P
Nemotécnico	BCENC – P
Fecha de Emisión	14-07-2015
Valor Nominal (VN o D)	52.000.000.000
Moneda	CH\$
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	07-11-2022
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4,7%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	14
Periodo de Gracia	
Motivo de la Emisión	RP – Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	
Precio de venta el día de la emisión.	
Valor de Mercado	

	<i>Observaciones</i>
Bono	BCENC – R
Nemotécnico	BCENC – R
Fecha de Emisión	14-07-2017
Valor Nominal (VN o D)	5.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	07-11-2041
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	2,7%

Periodicidad	Único al Final
Número de pagos (N)	1
Periodo de Gracia	
Motivo de la Emisión	RP – Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	
Precio de venta el día de la emisión.	
Valor de Mercado	