



VALORACIÓN DE EMPRESAS CENCOSUD S.A Mediante Métodos de Flujo De Caja Descontado

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

**Alumno: Sebastián Lozano Arango
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín**

Santiago, Mayo 2018

Agradecimientos

A toda mi familia, porque son mi razón de vivir, especialmente a mi hermano "Andrés" quien me apoyo incondicionalmente e hizo posible materializar este sueño, a mis padres por sus oraciones y gran amor, a mi novia "Lisseth" quien confió en mí a pesar del tiempo y la distancia, fue mi fortaleza en momentos de debilidad, y principalmente a Dios por sus bendiciones y hacer todo posible.

Contenido

1. Resumen ejecutivo	5
2. Introducción	6
3. Metodología de valoración	7
3.1 Principales Métodos de Valoración	7
3.2 Modelo de descuento de dividendos	7
3.3 Método de Flujos de Caja Descontados	8
3.4 Método de múltiplos	9
4. Descripción de la Empresa e Industria	11
4.1 Descripción Cencosud	11
4.2 Descripción de empresas del mismo sector económico	13
5. Financiamiento Vía Bonos Cencosud	16
6. Estimación de la estructura de Capital de la Empresa	20
6.1 Deuda Financiera de la Empresa	20
6.2 Patrimonio Económico de la empresa	20
6.3 Estructura de Capital Objetivo	20
7. Estimación del Beta de los activos	22
8. Estimación del Costo de Capital de la Empresa	23
9. Análisis operacional del negocio	24
9.1 Análisis de costos operacionales	24
9.2 Análisis de Cuentas No Operacionales	25
9.3 Análisis de activos	27
10. Proyección de EERR	29
10.1 Crecimiento de los ingresos	30
11. Proyección del flujo de caja libre de la empresa	33
11.1 Ajustes para obtener el Flujo de Caja Libre	33
11.2 Flujo de caja libre proyectado	36
12. Valoración Económica de la Empresa	38
13. Conclusiones	40
14. Bibliografía	41
15. Anexos	42
16.1 Anexo A regresiones lineales para cálculo de Beta	42
16.2 Anexo B Estados financieros históricos en UF	44

Índice de tablas

Tabla 1 Descripción de bonos de la empresa.....	16
Tabla 2 Deuda financiera	20
Tabla 3 Patrimonio económico.....	20
Tabla 4 Estructura de capital objetivo	21
Tabla 5 estructura de capital histórica	21
Tabla 6 Beta de los activos históricos.....	22
Tabla 7 Metodología para cálculo del costo de capital.....	23
Tabla 8 Costos operacionales	24
Tabla 9 Composición del costo operacional	24
Tabla 10 Comportamiento depreciación y amortización	25
Tabla 11 Participación de depreciación y amortización dentro de los gastos administrativos.....	25
Tabla 12 Cuentas no operacionales	25
Tabla 13 Análisis de cuentas no operacionales.....	25
Tabla 14 Análisis vertical estado de resultados históricos	26
Tabla 15 Activos corrientes	27
Tabla 16 Activos no corrientes	27
Tabla 17 Valor activos operacionales y activos no operacionales	27
Tabla 18 Ingresos de Cencosud por país	29
Tabla 19 Comportamiento en los ingresos por país	29
Tabla 20 Ingresos por unidad de negocio.....	29
Tabla 21 Comportamiento de los ingresos por unidad de negocio	30
Tabla 22 Comportamiento de ventas de supermercados.....	30
Tabla 23 Crecimiento del PIB fuente. FMI	30
Tabla 24 Superficie de supermercados	31
Tabla 25 Crecimiento en ventas por país	31
Tabla 26 Estado de resultados por función proyectado	32
Tabla 27 Ingresos proyectados por país	33
Tabla 28 Análisis de depreciación y amortización.....	33
Tabla 29 Ajuste de depreciación y amortización	34
Tabla 30 Inversión histórica en Capex y reposición	34
Tabla 31 Análisis de inversión en reposición.....	34
Tabla 32 Inversión en reposición proyectada	35
Tabla 33 Inversión en Capex proyectada	35
Tabla 34 Inversión proyectada en capital de trabajo	35
Tabla 35 Flujo de caja libre proyectado	36
Tabla 36 Calculo de flujo de caja libre más valor terminal	36
Tabla 37 Valor de los flujos de caja libre descontados.....	37
Tabla 38 Calculo de superávit de capital de trabajo	38
Tabla 39 Activos no operacionales	38
Tabla 40 Activos operacionales y no operacionales.....	38
Tabla 41 Calculo del patrimonio y valor económico de la empresa.....	39
Tabla 42 Calculo del precio por acción de la empresa.....	39

1. Resumen ejecutivo

Este documento contiene la valoración económica de Cencosud, Holding cuya casa matriz se encuentra en Santiago, tiene presencia en cinco países y sus ingresos se concentran en 5 unidades de negocio, lo cual le ha permitido a la empresa adquirir protagonismo en Chile y ser una de las principales empresas del sector de supermercados en Latinoamérica. Por todo esto, toma gran relevancia conocer el valor económico de la empresa, el cual será un punto de partida para fijar el precio de las acciones en el mercado bursátil.

Con el fin de conocer el valor de la empresa, el trabajo se desarrolló de la siguiente manera, en primera instancia se describe la empresa, el sector y las principales empresas comparables, a continuación se describe la estructura de capital de la compañía, luego se calculan el costo de patrimonial y el costo de capital con metodología WACC, una vez realizado esto se analizan los estados financieros y sus cuentas, es en ese punto en donde se proyecta el estado de resultados y el flujo de caja libre, con el cual se calculará el valor de la empresa.

A continuación se presenta el valor obtenido mediante la metodología de flujo de caja descontado al 22 de noviembre de 2017, fecha en la cual se dieron a conocer los resultados de Cencosud del tercer trimestre del año.

Costo de capital	5,27%
Valor presente flujos de caja (UF)	320.761.270
Superávit capital de trabajo (UF)	10.145.297
Activos prescindibles (UF)	67.011.253
TOTAL ACTIVOS	397.917.820
Deuda financiera (UF)	-189.796.143
Patrimonio económico UF	208.121.677

AL considerarse el número de acciones suscritas y pagadas, se obtiene el valor de la acción.

N° Acciones	2.862.608.197
Valor objetivo acción UF	0,07
Valor objetivo acción CLP	\$ 1.940
Precio spot 22-11-2017	\$ 1.678
Variación porcentual	16%

Obteniendo así, un valor 16% mayor que el precio spot de la acción en la fecha de la valoración.

2. Introducción

El presente documento presenta la valoración económica de la empresa Cencosud, el cual es un holding con centro en Santiago y con operaciones en sector supermercados, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros.

La valoración se realizó haciendo uso de un método conocido y ampliamente utilizado en la práctica, valoración por flujos de caja descontados, siendo este un método preciso, debido a que considera dentro de su análisis el comportamiento histórico de la empresa, su estructura de capital, la dinámica del mercado o industria en la cual se encuentra inmersa y más importante aún, considera las oportunidades de crecimiento futuras de acuerdo con su estrategia en inversiones.

La información recopilada de Cencosud es pública, y se extrajo de las bases de datos de la superintendencia de valores y seguros a corte del tercer trimestre del año 2017, la fecha de publicación de los resultados fue el 22 de noviembre del mismo año, razón por la cual, la valoración se realizó a esa misma fecha. Adicional se utilizó información propia del fondo monetario internacional, todo esto con el fin de considerar la mayor cantidad de información disponible y obtener un valor del precio de la acción real y representativa

3. Metodología de valoración

3.1 Principales Métodos de Valoración

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

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

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

No concentraremos en adelante en 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.

3.2 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 valorización 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.

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:

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

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

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

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

3.3 Método de Flujos de Caja Descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte 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.⁴

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

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

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

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

³ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

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.

3.4 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 ellos⁵:

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)

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)

⁵ Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

4. Descripción de la Empresa e Industria

4.1 Descripción Cencosud

Razón Social	Cencosud S.A
Rut	93.834.000-5
Nemotécnico	CENCOSUD - Bolsa de Santiago; CNCO - Bolsa de Nueva York
Industria	Retail
Regulación	<p>Chile: SERNAC, secretaria regional de salud, Servicio agrícola y ganadero (SAG), SEREMI, SBIF, SVS.</p> <p>Argentina: secretaria de comercio interior, Servicio nacional de sanidad y calidad agroalimentaria, Administración nacional de medicamentos, alimentos y tecnología (ANMAT), banco central de argentina, Superintendencia de seguros de la nación, Comisión antimonopolio de Argentina.</p> <p>Brasil: Congreso de Brasil, Autoridades antimonopolio, Agencia nacional de vigilancia sanitaria (ANVISA), Autoridades estatales y municipales de salud, Instituto nacional de defensa de la competencia y protección de la propiedad intelectual (INDECOP), Ministerio de agricultura, Ministerio de salud.</p> <p>Colombia: Superintendencia de industria y comercio, Superintendencia de compañías de Colombia, Superintendencia financiera de Colombia, Ministerio de medio ambiente, Superintendencia nacional de salud, Instituto nacional de vigilancia de medicamentos y alimentos (INVIMA), Ministerio de minas y energía de Colombia, Comisión de regulación de energía y gas (CREG), Agencia nacional de hidrocarburos (ANH)</p>
Tipo de Operación	Cencosud cuenta con presencia en Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia, en donde su estrategia multi-formato permite ofrecer servicios y productos como supermercados, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros, los cuales se destacan por su calidad y fácil acceso para diferentes segmentos del mercado.
Filiales	<p>Chile: 384 tiendas con un total de 1.702.529 m2 de superficie de ventas, Marcas: Jumbo, santa Isabel, Easy, Paris, Johnson, Shopping Center, tarjeta Cencosud.</p> <ul style="list-style-type: none">- <i>Supermercados:</i> 245 tiendas con 578.362 m2 de superficie de ventas- <i>Mejoramiento del Hogar:</i> 35 tiendas con 325.315 m2 de superficie de ventas- <i>Tiendas por Departamento:</i> 79 tiendas con 377.288 m2 de superficie de ventas- <i>Centros Comerciales:</i> 25 centros comerciales con una superficie arrendable bruta de 421.564 m2 y una tasa de ocupación de 98,2%- <i>Servicios Financieros:</i> JV con Scotiabank. Portfolio de CLP 698.519 millones <p>Argentina: 356 tiendas con un total de 1.193.570 m2 de superficie de ventas, Marcas: Jumbo, Pisco, Vea, Easy, Shopping center, tarjeta Cencosud.</p>

- *Supermercados*: 283 tiendas con 524.821 m2 de superficie de ventas.
- *Mejoramiento del Hogar*: 51 tiendas con 391.546 m2 de superficie de ventas
- *Centros Comerciales*: 22 centros comerciales con una superficie arrendable bruta a terceros de 277.203 m2 y una tasa de ocupación de 97,2%
- *Servicios Financieros*: Portfolio de ARS 6,472 millones

Brasil: 211 tiendas con 594.855 m2 de superficie de ventas, Marcas: Gbarbosa, Bretas, Prezunic, Mercantil, Perini, tarjeta Cencosud

Perú: 105 tiendas con un total de 398.525 m2 de superficie de ventas, Marcas: Wong, Metro, Paris, Shopping Center, Banco Cencosud, tarjeta Cencosud

- *Supermercados*: 91 tiendas con 272.001 m2 de superficie de ventas
- *Tiendas por Departamento*: 10 tiendas con 55.333 m2 de superficie de ventas
- *Centros Comerciales*: 4 centros comerciales con 71.191 m2 de superficie arrendable bruta a terceros y una tasa de ocupación de 90,5%
- *Servicios Financieros*: Operación Bancaria propia. Portfolio de PEN M\$ 520.934

Colombia: 115 tiendas con un total de 528.543 m2 de superficie de ventas, Marcas: Jumbo, Metro, Easy, Shopping Center, tarjeta Cencosud.

- *Supermercados*: 103 tiendas con 431.232 m2 de superficie de ventas
- *Mejoramiento del Hogar*: 10 tiendas con 82.320 m2 de superficie de ventas
- *Centros Comerciales*: 2 centros comerciales con 14.991 m2 de superficie arrendable bruta a terceros y una tasa de ocupación de 36,4%
- *Servicios Financieros*: JV con Colpatria. Portfolio de COP MM\$ 731.819

12 Mayores Accionistas

Principales Accionistas al 31/12/2016	Número 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 Itaú 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%

4.2 Descripción de empresas del mismo sector económico.

Nombre Empresa S.A.C.I Falabella

Nemotécnico FALABELLA

Clase Acción Falabella posee un total de 2.434.465.103 acciones, todas de una serie única

Derechos de Clase Serie Única

Industria Retail

Bolsas donde Opera Bolsa de Nueva York (NYSE)

Bolsa de valores de Santiago

Bolsa electrónica de Chile

Bolsa de valores de Valparaíso

Descripción Falabella, junto con sus subsidiarias, se dedican a la venta minorista de diversos productos en Chile, Argentina, Perú, Colombia, Uruguay, México y Brasil. La compañía opera a través de los segmentos de tiendas por departamento, mejoras para el hogar, supermercados, Promotora CMR, bienes raíces y negocios bancarios. Se dedica a la venta al por menor de ropa, accesorios, productos para el hogar, productos electrónicos, productos de belleza y otros productos bajo la marca Falabella; y venta de productos de construcción y mejoras para el hogar, incluidos materiales de construcción, herrajes y herramientas, así como accesorios para la cocina, el baño, el jardín y la decoración, principalmente bajo la marca Sodimac. La compañía también ofrece alimentos y otros artículos no alimenticios a través de supermercados e hipermercados bajo la marca Tottus; emite tarjetas de crédito CMR; y proporciona préstamos al consumo, cuentas corrientes, depósitos a plazo y otros servicios bancarios. Además, construye, administra, opera, administra y arrienda tiendas y centros comerciales; y fabrica textiles. La compañía fue fundada en 1889 y tiene su sede en Santiago de Chile.

Negocios

Unidad de negocio	Promedio	Participación
Tiendas por departamento	101.891	9%
Mejoramiento del hogar	155.552	14%
Supermercados	29.915	3%
Inmobiliario	204.964	18%
Servicios financieros	640.361	57%
TOTAL	1.132.683	100%

Nombre Empresa Ripley Corp

Nemotécnico RIPLEY

Clase Acción Ripley posee un total de 1.936.052.298 acciones, todas de una serie única

Derechos de Clase Acciones nominativas de una misma serie y sin valor nominal

Industria Retail

Bolsas donde Opera Bolsa de comercio de Santiago

Bolsa electrónica de Chile

Bolsa de Valparaíso

Descripción Ripley Corp es hoy una de las mayores compañías del sector retail de Chile y Perú. 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.

Negocios

Unidad de negocio	Promedio	Participación
Retail	42.413.586	25%
Banco	121.688.175	71%
Inmobiliario	8.306.875	5%
TOTAL	172.408.635	100%

Nombre Empresa Walmart Chile S.A

Nemotécnico WMTCL

Clase Acción Acción única, número de acciones 6.520.000.000

Derechos de Clase Acciones comunes, preferentes, etc

Industria Retail

Bolsas donde Opera Actualmente es una sociedad cerrada

Descripción Walmart Chile es uno de los principales actores en la industria de las ventas al por menor del país (retail). Su principal actividad consiste en la venta de alimentos y mercaderías en supermercados, que desarrolla a través de sus formatos Lider, Express de LIDER, Lider.cl, Ekono, SuperBodega aCuenta y Central Mayorista distribuidos en todo el territorio nacional desde Arica a Punta Arenas.

Adicionalmente, Walmart Chile ha incursionado en el negocio financiero a través de la sociedad filial Walmart Chile Servicios Financieros y desarrolla proyectos inmobiliarios a través de su filial Walmart Chile Inmobiliaria, lo cual le permite ofrecer propuestas de valor integrales a sus clientes en todos los segmentos que atiende.

En todas sus actividades, Walmart Chile se caracteriza por el cumplimiento de una misión primordial: Ahorrarle dinero a nuestros clientes, para que puedan vivir mejor.

Actualmente cuenta con más de 380 supermercados, 12 centros comerciales y más de 1,56 millones de cuentas vigentes en sus tarjetas de crédito Presto y Lider MasterCard.

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

Negocios

No hay información actualizada, ya que la empresa desde el año 2014 se retiró de la bolsa de valores, es cerrada

Nombre Empresa Grupo Éxito Colombia

Nemotécnico EXITO

Clase Acción Acción única, número de acciones 447.604.316

Derechos de Clase Acciones nominativas de una misma serie y sin valor nominal

Industria Retail

Bolsas donde Opera Bolsa de valores de Colombia (BVC)

Bolsa de valores de Nueva York (NYSE)

Descripción Compañía multilatinas, líder del mercado al detal en Suramérica. Presentes en Colombia con el Grupo Éxito; en Brasil con el Grupo Pão de Açúcar; en Uruguay con los Grupos Disco y Devoto y en Argentina con Libertad.

En Colombia cuenta con 562 almacenes de las marcas Éxito, Carulla, Surtimax, Super Inter.

En Brasil es el retailer más grande de alimentos, muebles, tecnología y electrodomésticos, y el segundo más grande en cash & carry y en comercio electrónico.

Tiendas en 21 de los 27 estados brasileños.

1.891 tiendas que suman 2.8m2 de área de ventas.

Más de 160,000 empleados.

Es el #1 en Alimentos, el #2 de comercio electrónico.

Grupo Éxito tiene sobre esta compañía el 18.8% de capital y el 50% de los derechos de voto.

En Argentina es uno de los retailers líder de alimentos en la región de Córdoba.

Tercer actor comercial nacional inmobiliario con 145 mil mt2 de área comercial arrendable (líder en la Provincia) y el primero fuera de Buenos Aires.

Grupo Éxito tiene el 100% de participación

Negocios

Cuenta con comercio al detal, comercio directo, comercio al por mayor y cliente profesional, negocio inmobiliario, negocio financiero y complementarios

5. Financiamiento Vía Bonos Cencosud

A continuación se describen los bonos que tiene la empresa Cencosud en el momento de la valoración.

Tabla 1 Descripción de bonos de la empresa

Bono serie	B1	B2	E	F
Nemotécnico	BJUMB-B1	BJUMB-B2	BCENC-E	BCENC-F
Fecha de emisión	01-09-2001	01-09-2001	07-05-2008	07-05-2008
Valor nominal (vn o d)	400.000	2.000.000	2.000.000	4.500.000
Moneda	UF	UF	UF	UF
Tipo de colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de vencimiento	01-09-2026	01-09-2026	07-05-2018	07-05-2028
Tipo de bono	Frances	Frances	Bullet	Bullet
Tasa cupón (ka)	6,50%	6,50%	3,50%	4,00%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (n)	50	50	20	40
Periodo de gracia	8 años	8 años	No Aplica	No Aplica
Motivo de la emisión	Financiamiento de proyectos de inversión y reducción de pasivos	Financiamiento de proyectos de inversión y reducción de pasivos	80% Refinanciamiento, 20% Financiamiento Proyecto Costanera Center	80% Refinanciamiento, 20% Financiamiento Proyecto Costanera Center
Clasificación de riesgo	AA Humphreys	AA Humphreys	AA Humphreys	AA Humphreys
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	6,95% Risk America	7,00% Risk America	3,98% Risk America	4,22% Risk America
Precio de venta el día de la emisión.	En base 100: 95,00 Risk America	En base 100: 95,00 Risk America	En base 100: 96,13 Risk America	En base 100: 97,07 Risk America
Valor de mercado	Colocación: UF 382.004 Bajo la par Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 87,55 Risk America	Colocación: UF 1.900.400 Bajo la par Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 88,54 Risk America	Colocación: UF 1.922.705 Bajo la par Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 100,97 Risk America	Colocación: UF 4.369.332 Bajo la par Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 111,61 Risk America

Bono serie	J	N	O	P
Nemotécnico	BCENC-J	BCENC-N	BCENC-O	BCENC-P
Fecha de emisión	15-10-2008	28-05-2009	01-06-2011	07-11-2016
Valor nominal (vn o d)	3.000.000	4.500.000	54.000.000.000	52.000.000.000
Moneda	UF	UF	CLP	CLP
Tipo de colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de vencimiento	15-10-2029	28-05-2030	01-06-2031	07-11-2022
Tipo de bono	Frances	Frances	Bullet	Frances
Tasa cupón (k _a)	5,70%	4,70%	7,00%	4,70%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (n)	22	12	40	12
Periodo de gracia	10 años	5 años	No Aplica	6 meses
Motivo de la emisión	Refinanciamiento de pasivos de corto plazo	Refinanciamiento de pasivos	Refinanciamiento de pasivos y Financiamiento Proyecto Costanera Center	Refinanciamiento de pasivos
Clasificación de riesgo	AA Humphreys AA Feller-Rate	AA Humphreys AA Feller-Rate	AA Humphreys AA Feller-Rate	AA- Humphreys AA- Feller-Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k _b)	5,70% Risk America	4,95% Risk America	7,40% Risk America	5,34% Risk America
Precio de venta el día de la emisión.	En base 100: 99,98 Risk America	En base 100: 97,04 Risk America	En base 100: 95,91 Risk America	En base 100: 97,21 Risk America
Valor de mercado	Colocación: UF 3.000.000 A la par	Colocación: UF 4.369.888 Bajo la par	Colocación: CLP 51.850.248.759 Bajo la par	Colocación: CLP 50.549.200.000
	Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 119,68 Risk America	Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 115,62 Risk America	Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 100,66 Risk America	Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 100,46 Risk America

Bono serie	R	ÚNICA A	ÚNICA A	ÚNICA A
Nemotécnico	BCENC-R	ÚNICA A	ÚNICA A	USP2205JAE03
Fecha de emisión	07-11-2016	05-05-2008	23-06-2008	12-01-2011
Valor nominal (vn o d)	5.000.000	280.000.000	130.000.000	750.000.000
Moneda	UF	PEN	PEN	USD
Tipo de colocación	Nacional	Extranjero	Extranjero	Extranjero
Fecha de vencimiento	07-11-2041	05-05-2018	12-08-2017	20-01-2021
Tipo de bono	Frances	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa cupón (k _d)	2,70%	7,1878%	7,625%	5,50%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (n)	50	20	17	20
Periodo de gracia	4 años	No Aplica	No Aplica	No Aplica
Motivo de la emisión	Refinanciamiento de pasivos	Refinanciamiento de pasivos de Corto Plazo	Refinanciamiento de pasivos de Corto Plazo	Pago de deudas de la Sociedad y fines generales
Clasificación de riesgo	AA- Humphreys AA- Feller-Rate	BBB- Fitch Ratings	BBB- Fitch Ratings	BBB- Fitch Ratings
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k _b)	3,39% Risk America	-	-	5,529% Estimación
Precio de venta el día de la emisión.	En base 100: 88,57 Risk America	-	-	En Base 100: 98,79 Markets Insider
Valor de mercado	Colocación: UF 4.428.500 Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 96,01 Risk America	-	-	Colocación: USD 748.347.994 Bajo la par Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 106,515 Bloomberg

Bono serie	ÚNICA A	ÚNICA A	ÚNICA A	ÚNICA A
Nemotécnico	USP2205JAH34	US15132HAF82	USP2205JAL46	US15132HAH49
Fecha de emisión	29-11-2012	05-02-2015	05-02-2015	12-07-2017
Valor nominal (vn o d)	1.200.000.000	650.000.000	350.000.000	1.000.000.000
Moneda	USD	USD	USD	USD
Tipo de colocación	Extranjero	Extranjero	Extranjero	Extranjero
Fecha de vencimiento	20-01-2023	12-02-2025	12-02-2045	17-07-2027
Tipo de bono	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa cupón (kd)	4,875%	5,15%	6,625%	4,375%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (n)	20	20	60	20
Periodo de gracia	No Aplica	No Aplica	No Aplica	No Aplica
Motivo de la emisión	Cubrir parte de un crédito puente por USD 2.500 millones que usó en la compra de activos de Carrefour en Colombia.	Pagar préstamo a Scotiabank Chile y HSBC Chile. El resto se utiliza para fines corporativos	Pagar préstamo a Scotiabank Chile y HSBC Chile. El resto se utiliza para fines corporativos	Se utilizará para rescate de deuda al 2021 y 2023 (USP2205JAE03 y USP2205JAH34 respectivamente)
Clasificación de riesgo	BBB- Fitch Ratings	BBB- Fitch Ratings	BBB- Fitch Ratings	BBB- Fitch Ratings
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	4,995% Estimación	5,054% Estimación	7,067% Estimación	4,42% Pulso.cl 4,419% Estimación
Precio de venta el día de la emisión.	En Base 100: 99,06 Markets Insider	En Base 100: 99,64 Markets Insider	En Base 100: 99,91 Markets Insider	En Base 100: 99,65 Markets Insider
Valor de mercado	Colocación: USD 1.188.758.015 Bajo la par Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 104,875 Bloomberg	Colocación: USD 654.874.978 Bajo la par Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 106,75 Bloomberg	Colocación: USD 330.820.043 Bajo la par Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 109,45 Bloomberg	Colocación: USD 996.500.000 Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 98,55 Bloomberg

6. Estimación de la estructura de Capital de la Empresa

Para conocer la estructura de capital de la empresa, se tomó como referente los estados financieros publicados desde el año 2013 hasta el 30 de septiembre de 2017 (informe trimestral publicado el 22 de noviembre del 2017) por la superintendencia de valores y seguros

6.1 Deuda Financiera de la Empresa

Con el fin de conocer la deuda financiera de la empresa se analizaron los pasivos de la misma para los años objeto de estudio, teniendo en cuenta las cuentas “Otros pasivos financieros corrientes” y “Otros pasivos financieros no corrientes”, los resultados se presentan a continuación.

Tabla 2 Deuda financiera

Deuda financiera UF	2013	2014	2015	2016	2017*
Otros pasivos financieros corrientes	115.707.848	109.523.468	86.335.407	88.616.132	83.929.368
Otros pasivos financieros no corrientes	95.539.763	98.962.775	114.266.300	110.385.289	105.866.774
Deuda financiera total UF	211.247.611	208.486.243	200.601.707	199.001.421	189.796.143

6.2 Patrimonio Económico de la empresa

Para establecer el patrimonio económico de Cencosud se consideran el total de acciones suscritas y pagadas para cada año y el precio de la acción para el mismo periodo de tiempo, teniendo en cuenta que se considera cada año al 31 de diciembre, excepto el año 2017 que se consideró al 30 de septiembre.

Tabla 3 Patrimonio económico

Patrimonio económico UF	2013	2014	2015	2016	2017*
N° total de acciones suscritas y pagadas	2.828.723.963	2.828.723.963	2.828.723.963	2.862.536.947	2.862.608.197
Precio de la acción CLP	1.892	1.514	1.415	1.880	1.957
Patrimonio económico CLP	5.353.077.227.581	4.283.253.824.775	4.002.644.407.645	5.381.283.206.665	5.600.979.198.250
Patrimonio económico UF	229.651.578	173.924.409	156.175.830	204.238.929	210.114.541

6.3 Estructura de Capital Objetivo

Una vez identificada la deuda financiera y el patrimonio económico, es posible calcular el valor de los activos de la compañía, y de acuerdo con esto conocer la estructura de capital histórica, con la cual se procederá a proyectar la estructura de capital objetivo de la empresa, que servirá más adelante para conocer el costo de capital o tasa de descuento

Tabla 4 Estructura de capital objetivo

Valor de los activos UF	2013	2014	2015	2016	2017*
Deuda financiera total	211.247.611	208.486.243	200.601.707	199.001.421	189.796.143
Patrimonio económico	229.651.578	173.924.409	156.175.830	204.238.929	210.114.541
Total valor de los activos	440.899.189	382.410.653	356.777.537	403.240.350	399.910.684
Estructura de capital	2013	2014	2015	2016	2017*
B/V	48%	55%	56%	49%	47%
P/V	52%	45%	44%	51%	53%
B/P	92%	120%	128%	97%	90%
Promedio	Mediana	Media armónica	Mínimo	Máximo	
51%	49%	51%	47%	56%	
49%	51%	49%	44%	53%	
1,04					

Se define que la estructura de capital objetivo es **1,0447**, la cual se obtiene de la relación promedio histórica de la deuda, el patrimonio y el valor de la empresa considerando los últimos cinco años (2013 y 2017 a septiembre), el valor obtenido será ocupado para apalancar el beta patrimonial sin deuda.

Tabla 5 estructura de capital histórica

	PROMEDIO	MEDIANA	MEDIA ARMONICA	MINIMO	Máximo
B/V	48%	48,41%	48,39%	47,46%	49,35%
P/V	52%	51,59%	51,58%	50,65%	52,54%
B/P	0,94				

La estructura de capital histórica (considerando 2 años) es de **0,9382**, esta se usará más adelante con el fin de des apalancar el beta de los activos obtenido haciendo uso de regresión lineal con mínimos cuadrados ordinarios.

7. Estimación del Beta de los activos

Con el fin de corroborar la idoneidad de los valores para el beta de los activos de la empresa calculados mediante regresión lineal con base en los retornos, se validó que la empresa Cencosud tuviera alta presencia bursátil, el resultado de la validación arroja que la compañía objeto de estudio tuvo presencia bursátil del 100% durante los periodos analizados.

La regresión lineal realizada considera los retornos del precio de las acciones de Cencosud y los retornos del índice IGPA para los años 2013, 2014, 2015, 2016 y al 22 de noviembre del 2017. Los retornos se calcularon con la siguiente expresión.

$$R_t = \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}}$$

Donde:

R_t : Retorno de la acción para el periodo t

p_t : Precio de la acción en el periodo t

R_{t-1} : Precio de la acción en el periodo t-1

Una vez obtenidos los retornos semanales de ambos instrumentos financieros, se realizó la regresión lineal haciendo uso de mínimos cuadrados ordinarios, en la cual se consideraron 104 datos con frecuencia semanal (dos años), con la cual se obtuvo el beta de los activos de Cencosud. A continuación se presentan los betas obtenidos, los cuales representan el riesgo sistemático de la empresa.

Tabla 6 Beta de los activos históricos

	2013	2014	2015	2016	2017
Beta de la acción	1,292	1,307	1,328	1,177	1,055
P-Value (significancia)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Presencia bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Los valores obtenidos para el beta oscilan entre 1,055 y 1,328, siendo **1,055** el valor a considerar para próximos cálculos realizados para la obtención del costo de capital de la empresa. De acuerdo con el cuadro, se concluye que el valor del beta tiene alta significancia estadística.

8. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Con el fin de conocer la tasa de descuento de Cencosud o costo de capital, fue necesario recopilar la información del precio de la acción de la empresa y el valor del índice bursátil IGPA de dos años con frecuencia semanal, considerando como último dato el correspondiente al 22 de noviembre cuando se publicaron los resultados del tercer trimestre del 2017, con lo cual se obtuvo el beta de los activos mediante regresión lineal. Se estableció que el costo de la deuda es la tasa del bono con mayor duración transado al momento de la valoración (Bono Bcenc-R TIR 2,9% duración 17,5 años, fuente BICE inversiones), la tasa libre de riesgo se asocia a un bono en UF del banco central (BCU-30 al 29 de Septiembre de 2017). Una vez recopilada la información necesaria y haciendo uso de CAPM, se calcula el beta de la deuda (0,15). Dado que la deuda es riesgosa se ocupa la expresión de Rubinstein para conocer el beta patrimonial sin deuda.

Una vez obtenido el beta patrimonial sin deuda se procede a apalancar el beta con las características proyectadas para el horizonte de análisis haciendo uso de nuevo de la expresión de Rubinstein, obteniendo así el beta patrimonial con deuda, paso siguiente se calcula el costo patrimonial de acuerdo con la expresión propuesta por CAPM. Finalmente se calcula el costo de capital como el promedio ponderado del costo patrimonial y el costo de la deuda (WACC por sus siglas en ingles), a continuación se presentan los cálculos y la metodología aplicada.

Tabla 7 Metodología para cálculo del costo de capital

INFORMACIÓN PARA DES APALANCAR

Beta De los activos	1,0550	Calculado con dos años de información, frecuencia semanal al 22 de noviembre de 2017
Impuestos	24,5%	Es el impuesto promedio de los años usados para el cálculo del beta incluye 2016 y 2017
Estructura de capital (B/P)	0,9382	Estructura promedio considerando el periodo usado para la estimación del beta
Costo de la deuda	2,90%	Tasa del bono con mayor duración
Tasa libre de riesgo (UF)	1,99%	BCU 30 al 29 de Septiembre de 2017
Prima por riesgo de mercado	6,06%	Premio por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Julio de 2017
Beta De la deuda	0,1502	Se despeja de la siguiente identidad $k_b = r_f + [PRM]\beta_b$
Beta Patrimonial sin deuda	0,6798	Dado que el beta de la deuda es mayor que cero (riesgosa), se ocupa Rubinstein, para esto se usa el t_c (impuestos) promedio de los años usados para la estimación del beta, el beta patrimonial sin deuda se despeja de la siguiente expresión: $\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_b \frac{B}{P}$

INFORMACIÓN PARA APALANCAR

Beta Patrimonial sin deuda	0,6798	beta patrimonial sin deuda obtenido anteriormente
Impuestos	27,00%	Impuestos actuales o proyectados oficialmente
Estructura de capital objetivo (b/p)	1,0447	Estructura promedio de los últimos 5 años (31/12/2013 al 30/09/2017)
Beta De la deuda	0,1502	Obtenida anteriormente
Beta Patrimonial con deuda	1,0838	beta patrimonial con deuda considerando la estructura objetivo, se calcula con la siguiente expresión: $\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_b \frac{B}{P}$

INFORMACIÓN PARA CALCULAR EL COSTO DE CAPITAL

Costo patrimonial	8,56%	Calculado con CAPM $k_p = r_f + [E(r_m) - r_f]\beta_p^{C/D}$
Costo de capital	5,27%	Calculado con WACC $k_o = k_p \frac{P}{V} + k_b(1 - t_c) \frac{B}{V}$
B/V	51,1%	
P/V	48,9%	

El costo de capital obtenido es de **5,27%**, el cual se utilizará más adelante para descontar el flujo de caja libre.

9. Análisis operacional del negocio

9.1 Análisis de costos operacionales

Los costos operacionales de Cencosud se componen de 4 cuentas, las cuales se presentan a continuación considerando su participación dentro del total de costos operacionales:

- Costo de venta, considera el costo de adquisición de los productos vendidos y los costos en los que incurre la empresa para transportar los productos a los centros de distribución en óptimas condiciones, pesa un 75% del total de costos operacionales.
- Gastos de administración, tiene en cuenta las depreciaciones, amortizaciones remuneraciones del personal, otros gastos generales y de administración principalmente, tiene una participación del 23% aproximadamente dentro del total de los costos operativos
- Costos de distribución y otros gastos por función, los costos de distribución se atribuyen a los gastos necesarios para entregar los productos a los clientes. En otros gastos por función se consideran inversiones en publicidad y promociones de productos e impulso de la marca, ambos costos suman aproximadamente el 2% del total de costos operacionales.

A continuación, se detallan para cada año el valor de los costos mencionados anteriormente en UF

Tabla 8 Costos operacionales

	2013 UF	2014 UF	2015 UF	2016 UF	3Q 2017 UF
Costo de ventas	-316.245.721	-317.324.136	-304.857.714	-279.204.381	-204.008.146
Costos de distribución	-1.026.664	-1.082.299	-1.087.431	-1.017.833	-766.237
Gasto de administración	-96.707.182	-92.853.196	-96.505.006	-88.276.363	-66.427.182
Otros gastos, por función	-8.679.186	-7.393.350	-6.800.104	-6.477.120	-4.753.536
Costos de operación totales	-422.658.752	-418.652.982	-409.250.255	-374.975.697	-275.955.102

De acuerdo con el análisis vertical se obtienen las siguientes participaciones de cada cuenta del costo para los años objeto de estudio.

Tabla 9 Composición del costo operacional

	2013	2014	2015	2016	3Q 2017	PROMEDIO
costo de ventas	75%	76%	74%	74%	74%	75%
costos de distribución	0%	0%	0%	0%	0%	0%
gasto de administración	23%	22%	24%	24%	24%	23%
otros gastos, por función	2%	2%	2%	2%	2%	2%
costos de operación totales	100%	100%	100%	100%	100%	

Los gastos de administración incluyen la depreciación y amortización, en la siguiente tabla se detalla para cada año analizado el valor en UF de la depreciación y la amortización

Tabla 10 Comportamiento depreciación y amortización

Depreciación y Amortización	2013 (UF)	2014 (UF)	2015 (UF)	2016 (UF)	3Q 2017 (UF)
Depreciaciones	7.399.314	7.431.962	7.406.400	7.461.858	5.842.827
Amortizaciones	604.956	690.921	1.118.691	1.180.680	927.985
Total	8.004.270	8.122.883	8.525.091	8.642.538	6.770.812

La participación de la depreciación y la amortización en el total gastos de administración se presenta la siguiente tabla

Tabla 11 Participación de depreciación y amortización dentro de los gastos administrativos

	2013	2014	2015	2016	3Q 2017
Participación De Depreciación Y Amortización En Los Gastos De Administración	8,3%	8,7%	8,8%	9,8%	10,2%

9.2 Análisis de Cuentas No Operacionales.

Dentro de las cuentas de resultado no operacionales, Cencosud muestra las siguientes partidas, donde las de mayor peso absoluto son los Costos Financieros y los Gastos por Impuesto a las Ganancias.

Tabla 12 Cuentas no operacionales

Cuentas de resultado no operacionales (UF)	2013	2014	2015	2016	Q3 2017	2017 E
Otras ganancias (pérdidas)	1.132	1.406	-2.461	2.261	172	228
Ingresos financieros	251	272	583	552	432	572
Costos financieros	-11.098	-9.021	-10.107	-10.760	-8.716	-11.560
Participación en las ganancias (pérdidas)	441	361	549	452	556	737
Diferencias de cambio	-1.490	-960	-4.555	1.415	2.384	3.162
Resultados por unidades de reajuste	-899	-1.607	-859	-543	-263	-348
Ganancias por dif. anterior / v. justo	0	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	13.982	11.374	10.975	22.004	8.348	11.072
Gasto por impuestos a las ganancias	-4.125	-4.080	-2.284	-7.286	-3.825	-5.073
Ganancia procedente de op. Continuas	9.857	7.293	8.691	14.718	4.523	5.999

En términos porcentuales y bajo un análisis vertical tomando como base los Ingresos de Actividades Ordinarias, las partidas se muestran de la siguiente manera.

Tabla 13 Análisis de cuentas no operacionales

Cuenta de resultado no operacionales (UF)	2013	2014	2015	2016	Q3 2017	2017 E
Otras ganancias (pérdidas)	0,3%	0,3%	-0,6%	0,6%	0,1%	0,1%
Ingresos financieros	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%

Costos financieros	-2,5%	-2,1%	-2,4%	-2,7%	-3,1%	-3,1%
Participación en las ganancias (pérdidas)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Diferencias de cambio	-0,3%	-0,2%	-1,1%	0,4%	0,8%	0,8%
Resultados por unidades de reajuste	-0,2%	-0,4%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Ganancias por dif v anterior / v.justo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	3,2%	2,6%	2,6%	5,6%	2,9%	2,9%
Gasto por impuestos a las ganancias	-0,9%	-0,9%	-0,5%	-1,9%	-1,3%	-1,3%
Ganancia procedente de op. Continuas	2,2%	1,7%	2,0%	3,8%	1,6%	1,6%

Porcentualmente la cuenta de Costos Financieros (intereses por préstamos) significa en promedio un 2,5% de los ingresos anuales de la compañía, mientras que el Gasto por Impuesto a las Ganancias reporta un promedio de un 1,3% de los ingresos, haciendo que el resultado del ejercicio bordee el 2,1 de las ventas. El resto de las cuentas resultan ser de menor importancia representando cerca del 0,1% de los ingresos.

Para definir la participación de cada cuenta se realizó un análisis vertical para los años considerados, y se promedió el resultado como se muestra a continuación.

Tabla 14 Análisis vertical estado de resultados históricos

	2013	2014	2015	2016	3Q 2017	PROMEDIO
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-71%	-73%	-71%	-71%	-71%	-72%
Ganancia bruta	29%	27%	29%	29%	29%	28%
Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Pérdidas que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros ingresos, por función	1%	1%	2%	3%	2%	2%
Costos de distribución	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Gasto de administración	-22%	-21%	-23%	-23%	-23%	-22%
Otros gastos, por función	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Otras ganancias (pérdidas)	0%	0%	-1%	1%	0%	0,13%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	6%	5%	6%	8%	5%	6%
Ingresos financieros	0,06%	0,06%	0,14%	0,14%	0,15%	0,11%
Costos financieros	-3%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Diferencia de cambio	0%	0%	-1%	0%	1%	0%
Resultado por unidad de reajuste	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	3%	3%	3%	6%	3%	3%
Gasto por impuestos a las ganancias	-1%	-1%	-1%	-2%	-1%	-1,1%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	2%	2%	2%	4%	2%	2%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancia (pérdida)	2%	2%	2%	4%	2%	2%

Las cuentas no operacionales se fijarán basándose en el promedio de los 3 años anteriores, si no se identifica un comportamiento estable de las cuentas no operacionales, el valor con el cual se proyectará el estado de resultados será el último valor conocido correspondiente a un año, para este caso el valor del año 2016.

9.3 Análisis de activos

Con el fin de poder realizar la valoración de la empresa Cencosud, es necesario identificar cuáles de sus activos son prescindibles (no operacionales) y cuales son no prescindibles (operacionales), para esto se analizarán en detalle todas las cuentas del activo del balance general al 30 de septiembre del 2017.

A continuación, se presentan los activos corrientes y no corrientes clasificados como operacionales y no operacionales.

Tabla 15 Activos corrientes

Total activos corrientes UF	3Q 2017	clasificación
Efectivo y equivalentes al efectivo	5.464.012	operacional
Otros activos financieros, corrientes	2.374.551	no operacional
Otros activos no financieros, corrientes	1.439.257	operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	30.736.957	operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	691.531	no operacional
Inventarios corrientes	44.861.198	operacional
Activos biológicos, corrientes	-	operacional
Activos por impuestos corrientes, corrientes	3.390.005	operacional
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	88.957.511	operacional
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	991.478	no operacional
Total activos corrientes	89.948.988	

Tabla 16 Activos no corrientes

Total activos no corrientes UF	3Q 2017	clasificación
Otros activos financieros, no corrientes	8.581.967	operacional
Otros activos no financieros, no corrientes	1.877.687	no operacional
Derechos por cobrar, no corrientes	709.017	operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	-	operacional
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	7.862.089	no operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	15.228.473	operacional
Plusvalía	53.213.919	no operacional
Propiedades, planta y equipo	93.512.557	operacional
Activos biológicos, no corrientes	-	operacional
Propiedad de inversión	80.751.546	operacional
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	3.453.921	operacional
Activos por impuestos diferidos	12.888.568	operacional
Total activos no corrientes	278.079.744	
Total de activos	368.028.732	

El total de activos operacionales y no operacionales se presenta en la siguiente tabla resumen.

Tabla 17 Valor activos operacionales y activos no operacionales

Clasificación	3Q 2017 (UF)
Activos operacionales	389.974.990
Activos no operacionales	67.011.253

Los activos prescindibles son aquellos que no son esenciales para la operación de la compañía, por lo tanto, no afecta el desempeño si son puestos a la venta, sin embargo, si deben tenerse en cuenta en el momento de fijar el valor económico de la empresa.

A continuación, se explican en detalle los activos de la empresa Cencosud clasificados como prescindibles o no operacionales

- Otros activos financieros, corrientes. Está compuesto únicamente por cuotas de fondos mutuos, son principalmente inversiones denominadas de renta fija del mercado chileno.
- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes. Son deudas con otras compañías o con personas naturales que tienen un vínculo con Cencosud, por lo tanto, no impactan la operación de la empresa, se presentan las principales relaciones de Cencosud.

Sociedad	Descripción de la Transacción	Plazo de la Transacción	Naturaleza de la Relación
CAT Administradora de Tarjetas S.A	Operaciones Comerciales	A la Vista	Coligada
CAT Administradora de Tarjetas S.A	Dividendos por Cobrar	A la Vista	Coligada
CAT Corredores de Seguros y Servicios S.A	Operaciones Comerciales	A la Vista	Coligada
CAT Corredores de Seguros y Servicios S.A	Dividendos por Cobrar	A la Vista	Coligada
Operadora de Procesos S.A	Dividendos por Cobrar	A la Vista	Coligada
Operadora de Procesos S.A	Operaciones Comerciales	A la Vista	Coligada
Servicios Integrales S.A	Dividendos por Cobrar	A la Vista	Coligada
Servicios Integrales S.A	Operaciones Comerciales	A la Vista	Coligada

- Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios. Son activos corrientes que la empresa destina para la venta o para ser repartidos entre los socios, sin impactar el desarrollo normal de las actividades de la empresa
- Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta. Son todos los activos considerados como no estratégicos para la operación de la empresa, pueden ser inmobiliarios y/o negocios
- Otros activos no financieros, no corrientes. Están comprendidos por seguros, arriendos anticipados, garantías y cuentas que no tienen impacto directo en el desarrollo de la compañía.
- Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación. Tiene en cuenta la participación de Cencosud en otros negocios o empresas con menos del 50% de propiedad.
- Plusvalía. Representa la ganancia de valor por encima de lo razonable en activos propios de la compañía.

10. Proyección de EERR

Con el fin de proyectar la utilidad de la empresa, la cual se obtiene del estado de resultados, se hace necesario definir como se comportarán las cuentas de dicho estado financiero en el horizonte de proyección definido, para tal fin se clasificaron las cuentas como operacionales y no operacionales.

Anteriormente se analizaron las cuentas operacionales y no operacionales, en donde se concluye que las cuentas operacionales variarían directamente respecto al nivel de los ingresos operacionales.

Una vez identificado el comportamiento de los costos de la empresa, es necesario conocer cómo se comportarían los ingresos durante el periodo de proyección. Los ingresos de Cencosud convertidos a UF de acuerdo a su valor por año se reflejan en la siguiente tabla.

Tabla 18 Ingresos de Cencosud por país

	2013 UF	2014 UF	2015 UF	2016 UF	3Q 2017 UF	2017 E UF
Chile	169.471.384	166.255.345	161.374.516	164.813.583	120.063.143	160.084.191
Argentina	111.621.621	107.354.053	127.233.429	95.984.208	71.427.130	95.236.173
Brasil	86.139.815	87.633.379	65.651.960	60.337.377	44.226.931	58.969.241
Perú	34.326.864	38.047.679	38.831.734	37.459.646	26.685.284	35.580.378
Colombia	42.079.742	43.833.379	35.770.213	33.579.538	22.970.845	30.627.794
Total	443.639.426	443.123.835	428.861.852	392.174.353	285.373.333	380.497.777

El crecimiento porcentual de los ingresos por país se detalla a continuación, cabe señalar que el promedio simple contempla de los años 2014 al 2017 E. No se incluye el año 2013 debido a que el porcentaje de crecimiento de 2012 a 2013 de Colombia altera el resto de los promedios.

Tabla 19 Comportamiento en los ingresos por país

	2013	2014	2015	2016	3Q 2017	2017 E	PROMEDIO
Chile	5,7%	-1,9%	-2,9%	2,1%	-27,2%	-2,9%	-1,39%
Argentina	2,4%	-3,8%	18,5%	-24,6%	-25,6%	-0,8%	-2,66%
Brasil	-6,3%	1,7%	-25,1%	-8,1%	-26,7%	-2,3%	-8,43%
Perú	6,0%	10,8%	2,1%	-3,5%	-28,8%	-5,0%	1,09%
Colombia	503,3%	4,2%	-18,4%	-6,1%	-31,6%	-8,8%	-7,29%

Cencosud segmenta su mercado por país donde opera y por rubro en el que trabaja. Dado lo anterior, la siguiente tabla detalla los ingresos por rubro durante los años de estudio.

Tabla 20 Ingresos por unidad de negocio

	2013 UF	2014 UF	2015 UF	2016 UF	3Q 2017 UF	2017 E UF
Supermercados	328.293.176	326.196.416	313.926.876	282.365.534	205.966.330	274.621.773
Mejoramiento del hogar	48.800.337	47.842.141	57.467.488	50.982.666	36.120.608	48.160.811
Tiendas por depto.	44.363.943	39.143.570	41.170.738	43.139.179	30.109.533	40.146.044
Centros comerciales	8.872.789	8.698.571	9.863.823	7.843.487	6.933.492	9.244.657
Servicios financieros	13.309.183	13.047.857	6.432.928	7.843.487	6.243.369	8.324.493
Total	443.639.426	434.928.555	428.861.852	392.174.353	285.373.333	380.497.777

El crecimiento de las ventas por unidad de negocio se aprecia en la columna “promedio”, que al igual que en el crecimiento por país, el promedio se calcula desde el año 2014 al 2017 E.

Tabla 21 Comportamiento de los ingresos por unidad de negocio

	2013	2014	2015	2016	3Q 2017	2017	PROMEDIO
Supermercados	10,8%	-0,6%	-3,8%	-10,1%	-27,1%	-2,7%	-4,30%
Mejoramiento del hogar	10,8%	-2,0%	20,1%	-11,3%	-29,2%	-5,5%	0,33%
Tiendas por depto.	10,8%	-11,8%	5,2%	4,8%	-30,2%	-6,9%	-2,19%
Centros comerciales	10,8%	-2,0%	13,4%	-20,5%	-11,6%	17,9%	2,20%
Servicios financieros	10,8%	-2,0%	-50,7%	21,9%	-20,4%	6,1%	-6,15%

Dentro de la segmentación por rubros, son los supermercados los que aportan en promedio un 73% de los ingresos de Cencosud, por lo mismo, la evolución de este rubro en Chile desde el año 2013 al 2017 fue de un 1,1% negativo.

Tabla 22 Comportamiento de ventas de supermercados

Crecimiento ventas de supermercados	%
2013	-0,7%
2014	-3,4%
2015	-2,5%
2016	0,3%
2017	0,8%
Promedio	-1,1%

Fuente: Cámara Nacional de Comercio, Servicios y Turismo (CNC), diciembre 2017.

10.1 Crecimiento de los ingresos

Para proyectar el crecimiento de los ingresos teniendo en cuenta que Cencosud tiene presencia en 5 países, se estableció que el primer driver para la proyección es el crecimiento del PIB estimado por el fondo monetario internacional, el cual se presenta a continuación

Tabla 23 Crecimiento del PIB fuente. FMI

Crecimiento Porcentual del PIB	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Argentina	2,50%	2,50%	2,70%	3,10%	3,20%	3,20%
Brasil	0,70%	1,50%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Chile	1,40%	2,50%	2,70%	2,90%	3,20%	3,30%
Colombia	1,70%	2,80%	3,50%	3,60%	3,60%	3,60%
Perú	2,70%	3,80%	4,00%	3,90%	3,80%	3,80%
América del Sur	0,60%	1,60%	2,30%	2,50%	2,50%	2,50%

Con el fin de ajustar la tasa de crecimiento proyectada de acuerdo con el PIB se consideró el comportamiento real de los ingresos por país y por unidad de negocio, los cuales se presentaron anteriormente.

Del análisis de ingresos por país y por segmento se puede concluir que hay un decrecimiento del negocio en algunos países, esto responde a la dinámica que se vivió en latino américa durante los últimos 5 años, sin embargo, el FMI prevé una recuperación y un crecimiento fortalecido para los próximos 5 años. De acuerdo con esto se definen las siguientes tasas de crecimiento para realizar las proyecciones de los ingresos.

Las tasas de crecimiento se ajustaron considerando que los ingresos de Brasil, Colombia y Argentina tienen comportamiento decreciente, Perú y Chile crecen a menor ratio que el PIB proyectado según el FMI

Otros factores que apuntan a la proyección del aumento en las ventas son: la estrategia de inversión en Capex que tiene Cencosud para los años 2017 a 2021 consistentes en USD 500 millones por año que se traducirán en la apertura de nuevos supermercados, renovación de locales existentes, mejora en infraestructura malls, y la disponibilidad de terreno que mantienen en los países donde opera la compañía.

Tabla 24 Superficie de supermercados

País	Número de terrenos	Superficie (m ²)	Propio/arrendado
Argentina	75	3.284.711	Propio
Brasil	25	351.087	Propio
Brasil	5	19.120	Arrendado
Chile	51	2.368.360	Propio
Chile	8	306.747	Arrendado
Colombia	3	71.681	Propio
Perú	24	132.517	Propio
Perú	6	11.625	Arrendado
Total	197	6.545.848	

De acuerdo con lo expuesto se fijaron las siguientes tasas de crecimiento para cada país en donde tiene presencia Cencosud.

Tabla 25 Crecimiento en ventas por país

Tasas de Crecimiento	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Argentina	0,43%	0,43%	0,53%	0,73%	0,78%	0,78%
Brasil	-3,65%	-3,25%	-3,00%	-3,00%	-3,00%	-3,00%
Chile	0,71%	1,26%	1,36%	1,46%	1,61%	1,66%
Colombia	-2,79%	-2,24%	-1,89%	-1,84%	-1,84%	-1,84%
Perú	2,39%	2,94%	3,04%	2,99%	2,94%	2,94%

Una vez definidas las tasas de crecimiento, se procedió a proyectar el último cuarto del 2017 y los años completos del 2018 hasta el 2021.

Tabla 26 Estado de resultados por función proyectado

Estado de resultado por función	4Q2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos de actividades ordinarias	97.878.796	392.529.877	394.240.266	396.443.244	399.071.111
Costo de ventas	-70.083.543	-281.060.717	-282.285.396	-283.862.781	-285.744.396
Ganancia bruta	27.795.253	111.469.160	111.954.870	112.580.463	113.326.715
Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	-	-	-	-	-
Pérdidas que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	-	-	-	-	-
Otros ingresos, por función	1.659.902	6.656.816	6.685.822	6.723.182	6.767.747
Costos de distribución	-247.020	-990.640	-994.956	-1.000.516	-1.007.148
Gasto de administración	-21.814.643	-87.484.719	-87.865.920	-88.356.907	-88.942.590
Otros gastos, por función	-1.675.527	-6.719.479	-6.748.758	-6.786.470	-6.831.454
Otras ganancias (pérdidas)	584.268	584.268	584.268	584.268	584.268
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	6.302.234	23.515.407	23.615.326	23.744.021	23.897.538
Ingresos financieros	551.859	551.859	551.859	551.859	551.859
Costos financieros	-2.561.649	-10.246.595	-10.246.595	-10.246.595	-10.246.595
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	450.728	450.728	450.728	450.728	450.728
Diferencia de cambio	1.415.184	1.415.184	1.415.184	1.415.184	1.415.184
Resultado por unidad de reajuste	-543.209	-543.209	-543.209	-543.209	-543.209
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	5.615.146	15.143.373	15.243.292	15.371.987	15.525.504
Gasto por impuestos a las ganancias	-1.516.090	-4.088.711	-4.115.689	-4.150.437	-4.191.886
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	4.099.057	11.054.662	11.127.603	11.221.551	11.333.618
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	-	-	-	-	-
Ganancia (pérdida)	4.099.057	11.054.662	11.127.603	11.221.551	11.333.618

11. Proyección del flujo de caja libre de la empresa

Para poder realizar la valoración de Cencosud con el método de flujos de caja descontados, se deben de realizar una serie de ajustes al estado de resultados proyectado hasta el año 2021. Los ajustes permitirán conocer para cada año de proyección el flujo de caja libre teniendo en cuenta los movimientos efectivos de dinero de la empresa.

EERR Ajustado de Acuerdo a Proyecciones

Con el objetivo de mostrar los resultados de Cencosud en términos reales, sus cifras han sido transformadas a Unidades de Fomento acorde al tipo de cambio de cierre de cada año. Las ventas anuales proyectadas se muestran en el siguiente cuadro, el incremento de éstas se basó en las proyecciones de crecimiento de los 5 países donde opera Cencosud entregadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y crecimiento histórico de las ventas de la compañía.

Tabla 27 Ingresos proyectados por país

Ingresos UF	2017	2018	2019	2020	2021
Chile	165.987.187	168.082.077	170.371.488	172.862.455	175.649.135
Argentina	96.395.013	96.807.576	97.318.712	98.027.185	98.789.828
Brasil	58.137.041	56.249.494	54.563.854	52.928.728	51.342.602
Perú	38.354.206	39.481.076	40.680.536	41.896.096	43.127.029
Colombia	32.641.736	31.909.654	31.305.675	30.728.781	30.162.517
Total	391.515.183	392.529.877	394.240.266	396.443.244	399.071.111

La proyección se ha calculado con base en el comportamiento histórico de la compañía, sin embargo, la tasa de impuesto a la renta ha sido modificada acorde a lo estipulado en la reforma tributaria, es decir, 27% desde el año 2017 en adelante.

11.1 Ajustes para obtener el Flujo de Caja Libre

Depreciación del Ejercicio y Amortización de Intangibles

Para definir la depreciación y amortización de intangibles para el periodo de proyección, se estimó la proporción que representa la depreciación y amortización sobre las ventas proyectadas, las ventas responderán directamente a las inversiones que realice la empresa en reposición y Capex, por esto se concluye que la proporción propuesta es un proxy representativo para tenerlo en cuenta en los ajustes.

Para esto se consideraron los años 2014, 2015 y 2016 con el objetivo de ajustar el la proyección con el histórico más reciente y evitar distorsiones, a continuación se presenta el cálculo.

Tabla 28 Análisis de depreciación y amortización

Proporción	2014.12	2015.12	2016.12
Depreciación	7.431.962	7.406.400	7.461.858
Dep / ingresos	1,71%	1,73%	1,90%
	Promedio		1,779%

Proporción	2014.12	2015.12	2016.12
Amortización	690.921	1.118.691	1.180.680
Amort / ingresos	0,16%	0,26%	0,30%
	Promedio		0,24%

El resultado obtenido de multiplicar la proyección de las ventas de cada año con la proporción promedio propuesta se presenta a continuación.

Tabla 29 Ajuste de depreciación y amortización

Ajustes	4Q2017	2018	2019	2020	2021	2022
+ Depreciación de activo fijo	1.741.739	6.985.012	7.015.448	7.054.650	7.101.413	7.101.413
+ Amortización de activos intangibles	235.160	943.078	947.188	952.481	958.794	958.794

Inversión en Reposición

La empresa con el fin de mantener sus operaciones y asegurar los ingresos propios de su negocio, debe realizar inversiones periódicas destinadas en reponer el desgaste de sus activos, estas inversiones, denominadas como inversiones en reposición se deben proyectar e incluirse como un ajuste para obtener el flujo de caja libre.

Para realizar la proyección se tomó información del Cencosud Guidance 2014, 2015, 2016 y 2017, en el cual la empresa declara las inversiones como se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 30 Inversión histórica en Capex y reposición

CÁLCULO DE INVERSIÓN EN REPOSICIÓN				
	2014	2015	2016	2017
Inversión Total USD	\$ 425.000.000	\$ 545.000.000	\$ 500.000.000	\$ 500.000.000
Inversión en Mantenimiento y Capex Recurrente	27%	21%	18%	21%
Inversión Crecimiento Orgánico	49%	59%	60%	56%
Inversión en Tecnología, Logística y Omnicanalidad	24%	20%	22%	23%

De acuerdo con esta declaración realizada por la empresa, se calculó la inversión en reposición para el periodo de proyección, como la proporción de inversión en reposición histórica sobre la depreciación para los periodos comprendidos entre 2014 y 2017, luego se calculó el promedio.

Tabla 31 Análisis de inversión en reposición

Conceptos	2014	2015	2016	2017
Inversión en mantenimiento y capex recurrente (inversión reposición) (uf)	2.836.254	3.158.718	2.299.053	2.508.526
Inversión crecimiento orgánico (uf)	5.179.246	8.874.493	7.663.510	6.689.403
Inversión en tecnología, logística y omnicanalidad (uf)	2.466.307	3.008.303	2.809.954	2.747.433
Depreciación (uf)	7.431.962	7.406.400	7.461.858	7.790.436
Inversión reposición / depreciación	38%	43%	31%	32%
Promedio	36%			

El resultado obtenido se muestra a continuación.

Tabla 32 Inversión en reposición proyectada

Concepto	4Q2017	2018	2019	2020	2021	2022
- Inversión en Reposición	-1.045.043	-2.511.500	-2.522.443	-2.536.538	-7.101.413	-7.101.413

Inversión en Capex e Inversión de Reposición.

En sus memorias del año 2016, Cencosud manifestó que invertirá 2.500 millones de dólares en los próximos 4 años comenzando en 2017 invirtiendo USD 500 millones.

Para efectos de esta valoración se tomará la inversión de USD 500 millones para el año 2017 y los USD 2.500 millones restantes se distribuirán entre los años 2018, 2019 y 2020 tal como se muestra en el siguiente cuadro. Esto se realiza con el objetivo de no invertir en nuevos Activos Fijos en el año 2021 para que las ventas del año 2022, año de la perpetuidad, sean constantes.

Tabla 33 Inversión en Capex proyectada

Cálculo de Capex				
Inversión de USD 2.500 Millones en 4 Años Iniciando en 2017				
CLP / USD	636,85			
UF	26.656,79	Inversión en UF	Inv. Reposición UF	Inv. CAPEX AF UF
2017	USD 500.000.000	11.945.362	2.508.526	9.436.836
2018	USD 667.000.000	15.935.113	3.346.374	12.588.739
2019	USD 667.000.000	15.935.113	3.346.374	12.588.739
2020	USD 666.000.000	15.911.222	3.341.357	12.569.865

El tipo de cambio CLP/USD y CLP/UF se fijaron a los valores reales del viernes 29 de septiembre de 2017. La inversión en Capex total se refleja en la columna "Inversión en UF". La distribución entre inversión de reposición y Capex en Activo Fijo se realizó bajo el supuesto indicado en la memoria de Cencosud del año 2016 donde indica que el 21% de la inversión en Capex será destinada a reposición.

Inversión en Capital de Trabajo

Al proyectarse un incremento sostenido en los ingresos operacionales de Cencosud, se debe de considerar inversión en capital de trabajo, el cual servirá para apalancar ese crecimiento. Para realizar esta proyección de inversión en capital de trabajo, se calcula el capital de trabajo desde el 2013 hasta el 2016, una vez calculado el capital de trabajo operativo neto (CTON), se calcula la proporción CTON / Ingresos, obteniendo un valor promedio de 1,63%.

La inversión en capital de trabajo se define como $(Ingresos_{t+1} - Ingresos_t) * Prom (CTON/Ingresos)$, siendo la segunda parte de la ecuación 1,63%, de esta manera se obtiene la proyección en inversión en capital de trabajo como se muestra a continuación.

Tabla 34 Inversión proyectada en capital de trabajo

	Inv Capital De Trabajo UF				
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Ventas Proyectadas	391.515.183	392.529.877	394.240.266	396.443.244	399.071.111
Inversión CT	16.566,89	27.925,46	35.967,96	42.905,12	
CTON	6.392.257	6.408.824	6.436.750	6.472.718	6.515.623

11.2 Flujo de caja libre proyectado

Tomando como base el Estado de Resultados descrito con anterioridad, se ha extendido la proyección hasta el año 2022 para efectos de cálculo de la perpetuidad sin crecimiento.

Los ajustes posteriores reflejan el aumento en Depreciaciones y Amortizaciones explicadas. Los ítems calculados con glosa “después de impuestos” consideran la tasa vigente para estos efectos del 27% desde el año 2017 en adelante.

A continuación se presenta el flujo de caja libre proyectado considerando los ajustes descritos en la sección anterior.

Tabla 35 Flujo de caja libre proyectado

	4Q2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Utilidad (pérdida) del ejercicio	4.099.057	11.054.662	11.127.603	11.221.551	11.333.618	11.333.618
Ajustes						
+ Depreciación de activo fijo	1.741.739	6.985.012	7.015.448	7.054.650	7.101.413	7.101.413
+ Amortización de activos intangibles	235.160	943.078	947.188	952.481	958.794	958.794
- Otros ingresos, por función (después de impuestos)	-1.211.729	-4.859.476	-4.880.650	-4.907.923	-4.940.456	-4.940.456
+ Otros gastos, por función (después de impuestos)	1.223.135	4.905.220	4.926.593	4.954.123	4.986.962	4.986.962
- Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)	-426.516	-426.516	-426.516	-426.516	-426.516	-426.516
- Ingresos financieros (después de impuestos)	-402.857	-402.857	-402.857	-402.857	-402.857	-402.857
+ Costos financieros (después de impuestos)	1.870.004	7.480.015	7.480.015	7.480.015	7.480.015	7.480.015
- Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación (después de impuestos)	-329.031	-329.031	-329.031	-329.031	-329.031	-329.031
-/+ Diferencia de cambio	-1.033.084	-1.033.084	-1.033.084	-1.033.084	-1.033.084	-1.033.084
-/+ Resultados por unidad de reajuste	396.542	396.542	396.542	396.542	396.542	396.542
= Flujo de caja bruto	6.162.420	24.713.566	24.821.251	24.959.950	25.125.400	25.125.400
- Inversión en reposición	-1.045.043	-2.511.500	-2.522.443	-2.536.538	-7.101.413	-7.101.413
- Inversión en capital físico	-2.359.209	-12.588.739	-12.588.739	-12.569.865		
- Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	16.567	27.925	35.968	42.905		
=flujo de caja libre	2.774.735	9.641.252	9.746.037	9.896.451	18.023.987	18.023.987

Una vez obtenido el flujo de caja libre, se procede a obtener el valor terminal al año 2022, que para este caso el supuesto es que Cencosud mantiene su funcionamiento a perpetuidad sin crecimiento, se calcula realizando la división entre el flujo de caja del primer año en perpetuidad (año 2022) y la tasa de descuento establecida. Este valor terminal se suma el valor del flujo de caja libre del año 2022 para posteriormente proceder a descontar los flujos a la tasa de descuento obtenida de 5,27%

Tabla 36 Calculo de flujo de caja libre más valor terminal

Flujos de caja	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Flujo de caja libre	2.774.735	9.641.252	9.746.037	9.896.451	18.023.987
Valor terminal					342.207.248
Flujo de caja libre + valor terminal	2.774.735	9.641.252	9.746.037	9.896.451	360.231.236

El valor actual de los flujos al 31 de diciembre de 2017 da 319 millones de UF y fracción, que se obtiene de la operación de traer a valor presente los flujos de los años 2018 al 2022,

pero como este trabajo contempla la valoración de Cencosud al 22 de noviembre de 2017, se debe sumar al Valor Actual Neto de 319 millones de UF y fracción, el valor del flujo de caja libre del último trimestre del 2017 y este valor dividirlo por la tasa de descuento elevada a 1/9 (porción que le corresponde al periodo del 22 de noviembre al 31 de diciembre del 2017), esto nos da un VAN al 22 de noviembre de 2017 de 320.761.270 UF

Tabla 37 Valor de los flujos de caja libre descontados

Valor de los flujos descontados al 31-12-2017	319.806.045
valor de los flujos descontados al 22-11-2017	320.761.270

12. Valoración Económica de la Empresa

Para realizar la valoración económica de la empresa se debe considerar la ecuación Activo = Pasivo + Patrimonio, en ese orden de ideas se debe de calcular el activo como el valor de los flujos de caja libre descontados +/- déficit o exceso de capital de trabajo + activos prescindibles.

Superávit de Capital de Trabajo

El déficit/exceso de capital de trabajo se calculó considerando la necesidad de inversión en capital de trabajo operativo neto, dada la diferencia de ingresos entre diciembre 2017 y diciembre 2016.

Tabla 38 Calculo de superávit de capital de trabajo

CTON Observado Diciembre 2016	6.392.257
CTON Necesario Diciembre 2017	16.537.554
Superávit de Capital de Trabajo UF	10.145.297

Activos Prescindibles o No Operacionales

Los siguientes activos se consideraron como prescindibles, tomando su valor libro al momento de la valoración, 30/09/2017

Tabla 39 Activos no operacionales

Total Activos Corrientes UF	3Q 2017	CLASIFICACION
Otros activos financieros, corrientes	2.374.551	No operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	691.531	No operacional
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	991.478	No operacional
Total activos no corrientes uf	3Q 2017	Clasificación
Otros activos no financieros, no corrientes	1.877.687	No operacional
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	7.862.089	No operacional
Plusvalía	53.213.919	No operacional

Tabla 40 Activos operacionales y no operacionales

Clasificación	3Q 2017 (UF)
Activos operacionales	389.974.990
Activos no operacionales	67.011.253

Los activos prescindibles son todos aquellos que no se consideran necesarios para mantener la operación de la empresa, por esto se plantea que se pueden vender al momento de valorizar la empresa sin afectar la continuidad de la misma.

Deuda financiera

La deuda financiera de la empresa al 30/09/2017 es de 189.796.143 UF, el valor se obtiene del balance general y se considera como buen proxy de su valor de mercado.

Valoración económica de la empresa

A pesar de que la valoración se realiza con fecha 22 de noviembre de 2017, fecha en la cual se conocen los resultados del tercer trimestre del 2017, el VAN se calcula al 30 de septiembre de 2017 y a este se le debe sumar el déficit / superávit en capital de trabajo más los activos prescindibles para obtener el total de Activos. A este total se le resta la deuda financiera y se obtiene el Patrimonio económico.

Tabla 41 Calculo del patrimonio y valor económico de la empresa

Costo de capital	5,27%
Valor presente flujos de caja (UF)	320.761.270
Superávit capital de trabajo (UF)	10.145.297
Activos prescindibles (UF)	67.011.253
TOTAL ACTIVOS	397.917.820
Deuda financiera (UF)	-189.796.143
Patrimonio económico	208.121.677

El Patrimonio Económico de Cencosud se divide en más de 2 mil ochocientos millones de acciones, lo que da un valor por acción de 0,07 UF o su valor equivalente en pesos de 1.917 pesos, un 14% más que su valor spot al 22 de noviembre de 2017 de 1.678 pesos por acción.

Tabla 42 Calculo del precio por acción de la empresa

N° Acciones	2.862.608.197
Valor objetivo acción UF	0,07
Valor objetivo acción CLP	\$ 1.940
Precio spot 22-11-2017	\$ 1.678
Variación porcentual	16%

13. Conclusiones

El método de valoración por Flujo de Caja Descontado tomó todos los datos públicos que la compañía ofrece al mercado, tanto en sus Memorias como en su página de inversionistas. Del mismo modo, se tomó en consideración la evolución histórica de sus ventas y la proyección del PIB por país donde Cencosud opera. Con esta información se procedió a la proyección del estado de resultados y a realizar los ajustes correspondientes para obtener el flujo de caja libre, datos que se utilizaron para determinar el valor de los flujos descontados al 31 de diciembre de 2017. Con este valor más los ajustes correspondientes se obtuvo el valor de los flujos descontados al 22 de noviembre de 2017. Finalmente, el valor por acción obtenido con este método es de CLP 1.940, un 16% superior al valor del 22 de noviembre de 2017, fecha en la que se dieron a conocer los resultados del tercer trimestre de 2017, de CLP 1.678.

Se evidencia que el método de FCL descontado es robusto y preciso, esto debido a que en su análisis considera expectativas de crecimiento, comportamientos micro y macro económicos, sin embargo, al considerar expectativas y especulaciones sobre comportamientos externos a la gestión propia de la empresa, se debe tener especial cautela, ya que pequeñas imprecisiones pueden alterar el valor de la empresa en demasía, distorsionando el valor de la acción calculado.

Dado que la metodología ocupada sugiere un mayor precio de la acción comparado con el precio spot de la misma, se podría recomendar adquirir acciones de la empresa, ya que hay evidencia de que la acción podría transarse por un mayor valor.

14. Bibliografía

- “Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica”, Carlos Maquieira Villanueva, Thomson Reuters, Primera edición, 2015.
- Apuntes de Clases: Valoración de Empresas, Carlos Maquieira.
- Memoria Anual 2013, Cencosud S.A., diciembre 2013
- Memoria Anual 2014, Cencosud S.A., diciembre 2014
- Memoria Anual 2015, Cencosud S.A., diciembre 2015
- Memoria Anual 2016, Cencosud S.A., diciembre 2016
- Estados Financieros Cencosud S.A., Septiembre 2017
- <http://investors.cencosud.com>
- <http://www.svs.cl>
- <http://www.bolsadesantiago.com>
- <http://www.bcentral.cl>
- <http://www.bloomberg.com>
- <http://www.riskamerica.com>
- <http://www.imf.org>
- <http://www.bancomundial.org>
- <http://www.falabella.cl>
- <http://www.ripley.cl>
- <http://www.imf.org>
- <http://www.cepal.org>

15. Anexos

16.1 Anexo A regresiones lineales para cálculo de Beta

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coeficiente de correlación	
múltiple	0,62545413
Coeficiente de	
determinación R ²	0,39119287
R ² ajustado	0,38528212
Error típico	0,02394496
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	de cuadrado de los cua	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,03794693	0,03794693	66,1833019
Residuos	103	0,05905619	0,00057336	9,83466E-13
Total	104	0,09700313		

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,002839	0,002337	-1,214846	0,227203	-0,007474	0,001796	-0,007474	0,001796
Retorno IGPA	1,293917	0,159050	8,135312	0,000000	0,978480	1,609355	0,978480	1,609355

Tabla 43 Regresión año 2013

Coeficiente de	
correlación múltiple	0,55940318
Coeficiente de	
determinación R ²	0,31293192
R ² ajustado	0,30619596
Error típico	0,03042458
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	de cuadrado de los cua	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,04300307	0,04300307	46,4569039
Residuos	102	0,09441682	0,00092566	6,71586E-10
Total	103	0,13741989		

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,003256	0,002984	-1,091017	0,277836	-0,009174	0,002663	-0,009174	0,002663
Retorno IGPA	1,306991	0,191755	6,815930	0,000000	0,926645	1,687336	0,926645	1,687336

Tabla 44 Regresión año 2014

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,48006367
Coefficiente de determinación R ²	0,23046113
R ² ajustado	0,22291663
Error típico	0,03651635
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	de cuadrado de los cua	F	Valor crítico de F	
Regresión	1	0,04073259	0,04073259	30,546911	2,51216E-07
Residuos	102	0,13601127	0,00133344		
Total	103	0,17674386			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,001320	0,003581	-0,368593	0,713195	-0,008422	0,005783	-0,008422	0,005783
Retorno IGPA	1,328262	0,240326	5,526926	0,000000	0,851577	1,804947	0,851577	1,804947

Tabla 45 Regresión año 2015

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,47622245
Coefficiente de determinación R ²	0,22678783
R ² ajustado	0,21920731
Error típico	0,03250809
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	de cuadrado de los cua	F	Valor crítico de F	
Regresión	1	0,0316158	0,0316158	29,9172195	3,22668E-07
Residuos	102	0,10779114	0,00105678		
Total	103	0,13940694			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,001770	0,003193	0,554255	0,580617	-0,004564	0,008103	-0,004564	0,008103
Retorno IGPA	1,176799	0,215150	5,469664	0,000000	0,750050	1,603548	0,750050	1,603548

Tabla 46 Regresión año 2016

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,63511645
Coefficiente de determinación R ²	0,4033729
R ² ajustado	0,39752361
Error típico	0,02021045
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	de cuadrado de los cua	F	Valor crítico de F	
Regresión	1	0,02816798	0,02816798	68,9610574	4,45245E-13
Residuos	102	0,04166314	0,00040846		
Total	103	0,06983111			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,002445	0,002025	-1,207490	0,230036	-0,006461	0,001571	-0,006461	0,001571
Retorno IGPA	1,055027	0,127046	8,304279	0,000000	0,803031	1,307022	0,803031	1,307022

Tabla 47 Regresión año 2017

16.2 Anexo B Estados financieros históricos en UF

Balance general

	2013	2014	2015	2016	3Q 2017
ACTIVOS UF					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	7.366.575	8.887.437	10.467.602	10.445.545	5.464.012
Otros activos financieros, corrientes	2.127.193	1.940.098	9.943.807	8.349.354	2.374.551
Otros activos no financieros, corrientes	497.886	432.308	563.501	896.778	1.439.257
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	48.625.867	31.736.451	31.988.626	32.911.050	30.736.957
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes	18.546	55.671	579.466	1.100.205	691.531
Inventarios corrientes	44.827.385	44.447.360	41.683.467	43.619.511	44.861.198
Activos biológicos, corrientes	-	-	-	-	-
Activos por impuestos corrientes, corrientes	580.506	2.200.682	2.387.796	2.813.713	3.390.005
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	104.043.958	89.700.007	97.614.267	100.136.155	88.957.511
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-	32.217.215	-	2.168.055	991.478
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	-	32.217.215	-	2.168.055	-
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	104.043.958	121.917.222	97.614.267	102.304.210	89.948.988
Otros activos financieros, no corrientes	3.964.269	12.282.388	16.447.427	10.906.365	8.581.967
Otros activos no financieros, no corrientes	1.641.530	1.375.453	1.244.983	1.986.311	1.877.687
Derechos por cobrar, no corrientes	6.685.661	1.412.158	1.209.440	451.409	709.017
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, no corrientes	-	-	-	-	-
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2.142.561	2.121.562	9.814.141	7.618.327	7.862.089
Activos intangibles distintos de la plusvalía	24.523.050	16.264.285	15.675.524	15.491.439	15.228.473
Plusvalía	72.761.592	68.312.898	54.301.268	54.361.643	53.213.919
Propiedades, Planta y Equipo	133.073.463	122.212.053	105.797.382	97.874.432	93.512.557
Activos biológicos, no corrientes	-	-	-	-	-
Propiedad de inversión	67.287.073	67.551.291	70.509.534	79.007.728	80.751.546
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	2.304.936	1.747.975	345.480	3.164.434	3.453.921
Activos por impuestos diferidos	13.379.039	19.953.554	21.542.477	23.401.390	12.888.568
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	327.763.173	313.233.617	296.887.657	294.263.477	278.079.744
TOTAL DE ACTIVOS	431.807.130	435.150.839	394.501.924	396.567.687	368.028.732
PASIVOS					
Otros pasivos financieros, corrientes	31.708.270	28.998.919	13.897.220	15.485.400	21.328.391
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	83.999.579	80.524.549	72.438.186	73.130.732	62.600.977
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, corrientes	23.874	134.080	1.139.211	710.602	730.774
Otras provisiones, corrientes	1.990.869	617.107	610.321	447.072	506.755
Pasivos por Impuestos, corrientes	2.708.393	2.461.350	1.928.817	2.830.787	1.363.347
Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes	4.148.378	4.162.634	3.819.451	4.041.936	4.631.203
Otros pasivos no financieros, corrientes	2.051.041	1.750.282	828.182	1.023.899	1.449.879
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	126.630.404	118.648.922	94.661.388	97.670.427	92.611.326
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-	8.802.962	-	594.703	106.781
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	126.630.404	127.451.884	94.661.388	98.265.130	92.718.107
Otros pasivos financieros, no corrientes	95.155.594	97.563.913	114.090.602	110.202.971	105.859.120
Otras cuentas por pagar, no corrientes	384.169	1.398.862	175.698	182.319	7.655
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, no corrientes	-	-	-	-	-
Otras provisiones, no corrientes	3.784.824	4.254.085	3.050.775	2.590.565	2.363.867
Pasivo por impuestos diferidos	20.226.937	27.404.034	25.343.714	27.309.194	15.875.874
Provisiones por beneficios a los empleados, no corrientes	-	-	-	-	-
Otros pasivos no financieros, no corrientes	2.808.920	2.819.386	2.245.965	3.013.151	2.942.039
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	122.360.445	133.440.280	144.906.755	143.298.199	127.048.554
TOTAL PASIVOS	248.990.849	260.892.164	239.568.143	241.563.329	219.766.660
Capital emitido	99.589.222	94.261.238	90.576.019	91.869.082	90.811.512
Ganancias (pérdidas) acumuladas	87.924.583	87.974.166	90.889.356	94.482.022	94.156.523
Primas de emisión	22.593.020	21.384.302	20.548.265	17.508.063	17.302.935
Acciones propias en cartera	-	-	-	-	-
Otras participaciones en el patrimonio	-	-	-	-	-
Otras reservas	-27.294.836	-29.327.256	-47.043.418	-48.808.945	-54.030.583
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	182.811.988	174.292.450	154.970.222	155.050.222	148.240.387
Participaciones no controladoras	4.294	-33.775	-36.441	-45.863	21.685
TOTAL PATRIMONIO	182.816.282	174.258.675	154.933.781	155.004.358	148.262.072
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVOS	431.807.130	435.150.839	394.501.924	396.567.687	368.028.732

Estado de resultados

ESTADO DE RESULTADO POR FUNCION

	2013	2014	2015	2016	3Q 2017
Ingresos de actividades ordinarias	443.639.426	434.928.564	428.861.802	392.174.331	285.373.310
Costo de ventas	-316.245.721	-317.324.136	-304.857.714	-279.204.381	-204.008.146
Ganancia bruta	127.393.706	117.604.428	124.004.088	112.969.951	81.365.164
Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	-	-	-	-	-
Pérdidas que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	-	-	-	-	-
Otros ingresos, por función	4.663.923	4.646.821	8.214.129	11.429.795	4.365.864
Costos de distribución	-1.026.664	-1.082.299	-1.087.431	-1.017.833	-766.237
Gasto de administración	-96.707.182	-92.853.196	-96.505.006	-88.276.363	-66.427.182
Otros gastos, por función	-8.679.186	-7.393.350	-6.800.104	-6.477.120	-4.753.536
Otras ganancias (pérdidas)	1.131.805	1.405.950	-2.461.351	2.260.669	171.600
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	26.776.401	22.328.354	25.364.325	30.889.098	13.955.672
Ingresos financieros	251.168	272.429	582.878	551.859	431.619
Costos financieros	-11.097.789	-9.021.150	-10.107.202	-10.760.241	-8.716.272
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	441.426	361.111	548.872	451.502	555.523
Diferencia de cambio	-1.489.666	-960.036	-4.555.091	1.415.184	2.384.445
Resultado por unidad de reajuste	-899.184	-1.607.008	-858.732	-543.209	-262.721
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	13.982.356	11.373.700	10.975.050	22.004.193	8.348.264
Gasto por impuestos a las ganancias	-4.125.250	-4.080.305	-2.284.126	-7.285.893	-3.824.808
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	9.857.106	7.293.395	8.690.923	14.718.300	4.523.456
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	358.533	463.266	360.702	-	-
Ganancia (Pérdida)	10.215.639	7.756.661	9.051.625	14.718.300	4.523.456