



VALORACIÓN DE EMPRESAS CENCOSUD S.A Mediante Métodos de Múltiplos

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

**Alumno: Pablo Pino González
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín**

Santiago, Mayo 2018

Índice

Índice	2
Índice de Tablas	3
Resumen Ejecutivo.....	4
Capítulo 1 - Metodología.	5
Capítulo 2 - Descripción de Cencosud e Industria	7
2.1 Descripción de empresas del mismo sector económico	9
2.2 Financiamiento de la Compañía	12
2.3 Estimación de la estructura de Capital de la Empresa	16
2.3.1 Deuda Financiera de la Empresa	16
2.3.2 Patrimonio Económico de la empresa	16
2.3.3 Estructura de Capital Objetivo	17
2.4 Estructura de Capital de la Empresa	18
2.4.1 Estructura de Capital Objetivo:.....	20
2.5 Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital.	20
Capítulo 3 - Valoración Económica de la Empresa Mediante el Método de Múltiplos	22
Conclusión	26
Bibliografía.....	27

Índice de Tablas

Tabla 1 Mayores Accionistas de Cencosud.....	9
Tabla 2 Descripción de Bonos de la Empresa.....	15
Tabla 3 Deuda Financiera	16
Tabla 4 Patrimonio Económico.....	16
Tabla 5 Estructura Capital Objetivo	17
Tabla 6 Estructura Capital Histórica	17
Tabla 7 Información Relevante de Empresas de la Industria	22
Tabla 8 Múltiplos de Falabella	24
Tabla 9 Múltiplos de Ripley.....	24
Tabla 10 Múltiplos de la Industria	24
Tabla 11 Valor de la Acción para Cencosud de acuerdo a Múltiplos	25

Resumen Ejecutivo

El presente documento contiene la valoración económica de Cencosud, Holding cuya casa matriz se encuentra en Santiago y que cuenta con presencia en cinco países. 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.

Con el fin de conocer el valor de la empresa, el trabajo se desarrolló de la siguiente manera, en primera instancia se describe la metodología de Valoración por Múltiplos escogida para valorar Cencosud. A continuación se describe la empresa, el sector donde opera, principales empresas comparables y su modalidad de financiamiento. Posteriormente, se describe su estructura de capital, costo patrimonial y el costo de capital, para finalizar valorando la compañía mediante el Método de Valoración por Múltiplos.

Este tipo de valoración consiste en comparar datos específicos de empresas semejantes a Cencosud con nuestra empresa, este estudio utilizó como referencia a Falabella y Ripley, ambas empresas pertenecientes al mismo sector económico y de características similares a Cencosud.

El procedimiento de valoración consistió en recopilar información financiera de las empresas comparables, escoger los múltiplos a utilizar y calcularlos para luego promediarlos con nuestra compañía en estudio.

El resultado de esta valoración fue comparado con el valor bursátil de la acción de la compañía al 30 de septiembre de 2017.

Capítulo 1 - Metodología.

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

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

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

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)

Capítulo 2 - Descripción de Cencosud e Industria

Cencosud S.A, Rut: 93.834.000-5, Industria Retail

Nemotécnico CENCOSUD para Bolsa de Santiago; CNCO para Bolsa de Nueva York

Regulación según país de operación.

Chile: SERNAC, Secretaria Regional De Salud, Servicio Agrícola y Ganadero (SAG), SEREMI, SBIF, SVS.

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.

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 (INDECOPI), Ministerio de Agricultura, Ministerio de Salud.

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)-

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

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.

- Supermercados: 245 tiendas con 578.362 m2 de superficie de ventas
- Mejoramiento del Hogar: 35 tiendas con 325.315 m2 de superficie de ventas
- Tiendas por Departamento: 79 tiendas con 377.288 m2 de superficie de ventas
- Centros Comerciales: 25 centros comerciales con una superficie arrendable bruta de 421.564 m2 y una tasa de ocupación de 98,2%.
- Servicios Financieros: JV con Scotiabank. Portfolio de CLP 698.519 millones

Argentina: 356 tiendas con un total de 1.193.570 m2 de superficie de ventas, Marcas: Jumbo, Pisco, Vea, Easy, Shopping Center, Tarjeta Cencosud.

- 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 Colpatría. 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 Latadía 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%

Tabla 1 Mayores Accionistas de Cencosud

2.1 Descripción de empresas del mismo sector económico

S.A.C.I Falabella, Rut 90.749.000-9, Industria Retail

Nemotécnico FALABELLA, 2.434.465.103 acciones serie única

Opera en Bolsa de Nueva York (NYSE), Bolsa de valores de Santiago, Bolsa electrónica de Chile, Bolsa de valores de Valparaíso.

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%

Ripley Corp, Rut: 99.579.730-5, Industria Retail.

Nemotécnico RIPLEY, 1.936.052.298 acciones serie única

Opera en Bolsa de comercio de Santiago, Bolsa electrónica de Chile, Bolsa de Valparaíso. 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%

Walmart Chile S.A, Rut: 96.439.000-2, Industria Retail

Nemotécnico WMTCL, 6.520.000.000 de acciones serie única

Actualmente Walmart ya no transa en bolsa, pasó a ser una Sociedad Anónima Cerrada. 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, convirtiéndose en una Sociedad Anónima Cerrada.

Grupo Éxito Colombia, Nit 8909006089 Industria Retail

Nemotécnico ÉXITO, 447.604.316 acciones serie única.

Opera en Bolsa de valores de Colombia (BVC) y Bolsa de valores de Nueva York (NYSE) Éxito es una 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 con 1.891 tiendas que suman 2.8m² de área de ventas y más de 160.000 empleados. Actualmente es el número uno en alimentos, el número dos en 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 y el 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

2.2 Financiamiento de la Compañía

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

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 (k _d)	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 (k _b)	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 Colocación: UF 382.004 Bajo la par	En base 100: 95,00 Risk America Colocación: UF 1.900.400 Bajo la par	En base 100: 96,13 Risk America Colocación: UF 1.922.705 Bajo la par	En base 100: 97,07 Risk America Colocación: UF 4.369.332 Bajo la par
Valor de mercado	Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 87,55 Risk America	Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 88,54 Risk America	Precio al 29 Dic 2017 en Base 100: 100,97 Risk America	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 _d)	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 Colocación: UF 3.000.000 A la par	En base 100: 97,04 Risk America Colocación: UF 4.369.888 Bajo la par	En base 100: 95,91 Risk America Colocación: CLP 51.850.248.759 Bajo la par	En base 100: 97,21 Risk America Colocación: CLP 50.549.200.000
Valor de mercado	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 (k _a)	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 (k _b)	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

Tabla 2 Descripción de Bonos de la Empresa

2.3 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 por la superintendencia de valores y seguros

2.3.1 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.

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

Tabla 3 Deuda Financiera

2.3.2 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.

Patrimonio económico UF	2013	2014	2015	2016	2017*
Nº 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

Tabla 4 Patrimonio Económico

2.3.3 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.

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					

Tabla 5 Estructura Capital Objetivo

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.

	Promedio	Mediana	Media armónica	Mínimo	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				

Tabla 6 Estructura Capital Histórica

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.

2.4 Estructura de Capital de la Empresa

Para estimar la estructura de capital objetivo de la compañía se utilizó la información entregada por la compañía en sus memorias anuales de años anteriores y convertidos a UF de acuerdo al valor de cierre de cada año.

ACTIVOS	2013	2014	2015	2016	3Q 2017
Activos Corriente					
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
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-	32.217.215	-	2.168.055	991.478
Total Activos Corrientes	104.043.958	121.917.222	97.614.267	102.304.210	89.948.988
Activos No Corriente					
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	2013	2014	2015	2016	3Q 2017
<u>PASIVOS CORRIENTE</u>					
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
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
<u>PASIVOS NO CORRIENTE</u>					
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
<u>PATRIMONIO</u>					
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
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

Deuda Financiera	2013	2014	2015	2016	3Q 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	211.247.611	208.486.243	200.601.707	199.001.421	189.796.143

Patrimonio Económico	2013	2014	2015	2016	3Q 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

Valor de los Activos	2013	2014	2015	2016	Q3 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

2.4.1 Estructura de Capital Objetivo:

Con los estados financieros de la compañía se procedió a calcular la estructura de capital por año con la razón de Endeudamiento (B/V), razón de Patrimonio versus Valor de la Empresa (P/V) y razón de Deuda contra Patrimonio (B/P). Posteriormente, se obtuvo la estructura de capital Objetivo como promedio de 1,04.

Estructura de Capital	2013	2014	2015	2016	3Q 2017
B/V	48%	55%	56%	49%	47%
P/V	52%	45%	44%	51%	53%
B/P	92%	120%	128%	97%	90%

Promedio	Mediana	Med Armónica	Mínimo	Máximo
51%	49%	51%	47%	56%
49%	51%	49%	44%	53%
1,04	Estructura de capital propuesta			

2.5 Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital.

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, 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 inglés), a continuación se presentan los cálculos y la metodología aplicada.

INFORMACIÓN PARA DES APALANCAR

Beta De los activos	1,0550	Calculado con dos años de información, frecuencia semanal al 30 septiembre 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 tc (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%	

Capítulo 3 - Valoración Económica de la Empresa Mediante el Método de Múltiplos

Empresas Comparables

Con el objetivo de valorizar Cencosud con base a múltiplos, se ha determinado comprar la compañía con Falabella y Ripley, ambas empresas relacionadas en las actividades de Cencosud.

Metodología

Se procedió a obtener y calcular información relevante de las 3 compañías con cierres al 30 de septiembre de 2016 y 30 de septiembre de 2017. El detalle de la información recopilada es la siguiente:

INFORMACIÓN RELEVANTE	CENCOSUD (M\$)		FALABELA (M\$)		RIPLEY (M\$)	
	30-sept-16	30-sept-17	30-sept-16	30-sept-17	30-sept-16	30-sept-17
Utilidad	0,15	0,10	0,26	0,39	0,03	0,02
Ebitda	1.073.370.000	941.579.839	1.155.800.000	1.978.314.578	341.054.977	440.813.315
Ebit	855.758.616	696.452.985	896.868.000	908.773.000	47.275.935	76.254.044
Valor libro patrimonio	3.954.533.916	3.952.190.921	4.778.012.213	5.336.735.171	824.177.590	908.709.187
Valor libro empresa	7.288.869.575	7.342.601.679	6.132.719.503	6.896.362.938	2.157.404.535	2.280.245.439
Ventas por acción	3,68	3,65	3,54	3,56	0,61	0,58
Ventas	10.536.075.077	10.452.917.102	8.625.523.000	8.655.088.886	1.174.034.725	1.114.505.866
Número de acciones	2.862.608.197	2.862.608.197	2.434.465.103	2.434.465.103	1.936.052.298	1.936.052.298
Precio por acción	1,98	1,96	4,74	6,20	0,40	0,60975
Valor libro deuda financiera	3.334.335.659	3.390.410.758	1.354.707.290	1.559.627.767	1.333.226.945	1.371.536.252
Patrimonio económico	5.654.796.232	5.600.979.198	11.551.196.089	15.083.166.749	783.384.841	1.180.507.889
Deuda financiera VM	3.334.335.659	3.390.410.758	1.354.707.290	1.559.627.767	1.333.226.945	1.371.536.252
Efectivo equivalente	196.541.377	145.653.012	443.657.538	432.953.797	131.920.160	92.436.255
Valor empresa	8.792.590.514	8.845.736.944	12.462.245.841	16.209.840.719	1.984.691.626	2.459.607.886

Tabla 7 Información Relevante de Empresas de la Industria

Con estos datos se procedió a realizar el cálculo de los múltiplos para las empresas comparables

Múltiplos de Ganancias:

- (PER) Precio / Ganancia, este múltiplo representa el precio por acción dividido por la utilidad por acción, el cual es un buen proxy cuando se está valorando empresas en mercados maduros, entiendo por esto, que las empresas referentes y la empresa a valorar están inmersas en una industria relativamente estable, adicional el ratio permite aproximarse al número de veces que las ganancias están consideradas en el precio de la acción.

- $EV / EBITDA$, este ratio considera el valor de mercado de la empresa dividido entre el resultado operacional más depreciación y amortización, permite tener un acercamiento de cuantas veces se contiene el EBITDA en el valor de mercado de la empresa
- $EV / EBIT$, presenta la relación entre el valor económico de la empresa con el resultado operacional, es decir, presenta el comportamiento de los resultados operacionales de la empresa respecto a los activos de la misma. Permite tener un acercamiento de cuantas veces se debe de obtener el RON para igualar el valor económico de la empresa.

Múltiplos de Ingresos:

- Precio Acción / Ventas, presenta la relación entre el precio de la acción y la capacidad de la empresa para generar ingresos, por esta razón el comportamiento del múltiplo es proporcional y positivo respecto al margen operacional, ya que de acuerdo a este se podrá conocer el valor económico de la empresa, y variara negativamente con el costo de capital.
- $EV / Ventas$, relaciona el valor de mercado de la empresa con los ingresos operacionales, el comportamiento de este ratio es igual que el ratio descrito anteriormente.

Múltiplos Valor Libro

- Patrimonio económico / Valor Libro patrimonio, relaciona el valor de mercado del patrimonio y el valor libro del mismo, permitiendo tener un proxy de la relación económica y contable.
- $EV / Valor Libro patrimonio$, presenta la relación entre el valor económico de la empresa y el valor contable de la misma.

FALABELLA		30-SEPT-16	30-SEPT-17	PROMEDIO
Múltiplos Ganancias	Precio / utilidad	18,19	16,09	17,14
	EV / EBITDA	10,78	8,19	9,49
	EV / EBIT	13,90	17,84	15,87
Múltiplos de Ingresos	Precio acción / Ventas	1,34	1,74	1,54
	EV / Ventas	1,44	1,87	1,66
Múltiplos Valor Libro	Precio / Valor libro	2,42	2,83	2,62
	EV / Valor libro	2,10	2,41	2,26

Tabla 8 Múltiplos de Falabella

RIPLEY		30-SEPT-16	30-SEPT-17	PROMEDIO
Múltiplos Ganancias	Precio / utilidad	14,13	37,99	26,06
	EV / EBITDA	5,82	5,58	5,70
	EV / EBIT	41,98	32,26	37,12
Múltiplos de Ingresos	Precio acción / Ventas	0,67	1,06	0,86
	EV / Ventas	1,69	2,21	1,95
Múltiplos Valor Libro	Precio / Valor libro	0,95	1,30	1,12
	EV / Valor libro	0,98	1,12	1,05

Tabla 9 Múltiplos de Ripley

MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA

Múltiplos Ganancias	Precio / utilidad	20,68
	EV / EBITDA	7,12
	EV / EBIT	22,23
Múltiplos de Ingresos	Precio acción / Ventas	1,11
	EV / Ventas	1,79
Múltiplos Valor Libro	Precio / Valor libro	1,57
	EV / Valor libro	1,43

Tabla 10 Múltiplos de la Industria

VALORES PARA CENCOSUD

	Precio / utilidad	Precio por acción
Múltiplos Ganancias	EV / EBITDA	2.008,52
	EV / EBIT	2.342,34
Múltiplos de Ingresos	Precio acción / Ventas	5.408,43
	EV / Ventas	4.040,69
Múltiplos Valor Libro	Precio / Valor libro	4.037,97
	EV / Valor libro	3.678,82
	Promedio	3.197
	Precio spot 29-09-2017	1.957
	Variación porcentual	63,4%

Tabla 11 Valor de la Acción para Cencosud de acuerdo a Múltiplos

El valor obtenido de la acción con el método de comparables o múltiplos es de CLP \$ 3.197, el cual se encuentra en términos absolutos CLP \$1.240 por encima que el precio de la acción en el mercado al 30 de septiembre de 2017, en términos porcentuales el valor obtenido es 63% mayor. La variación se explica debido a que se está comparando Cencosud con Falabella, esta última es aproximadamente 3 veces más grande que Cencosud, adicionalmente, Cencosud considera en su estructura de capital más deuda, y tiene mayor ingreso asociado al negocio de supermercados.

Conclusión

En esta valoración por método de los Múltiplos, se procedió a realizar la comparación de Cencosud con Falabella y Ripley. Dentro de la valoración se quiso incluir un tercer actor, al Grupo Colombiano Éxito, pero por encontrarse ésta con resultados negativos en el último trimestre de 2017 no fue posible incluirla en el estudio. El resultado de esta valoración nos arrojó un valor por acción de CLP 3.197, en comparación al precio spot al 30 de septiembre de 2017. La razón de esta diferencia se explica por el tamaño de Falabella cercano 3 a 1 en comparación a Cencosud y a la imposibilidad de encontrar otras empresas de similar tamaño a la empresa en estudio en este periodo de tiempo.

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>