



VALORACIÓN CENCOSUD S.A.
(MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADOS)



**Tesis para optar al grado de
MAGISTER EN FINANZAS**

ALUMNO:
Felipe Sfeir N.

Profesor Guía: Francisco Sánchez

01 de junio del 2020



Índice General

RESUMEN EJECUTIVO	6
1. METODOLOGÍA	7
1.1. Principales métodos de valoración	7
1.2. Método de flujos de caja descontados	7
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA, INDUSTRIA	11
2.1 Descripción de la empresa e industria	11
2.2 Tipo de operación	17
2.3 Principales filiales	18
2.4 Accionistas	18
2.5 Empresas <i>benchmark</i>	19
3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA	21
3.1 Estado de situación financiera	21
3.2 Estado de resultados	27
3.3 Estado de flujo de efectivo	30
3.4 Ratios financieros	33
4. ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL NEGOCIO Y DE LA INDUSTRIA	36
4.1 Análisis de crecimiento de la empresa	36
4.2 Análisis del crecimiento de la industria	38
4.3 Perspectivas de crecimiento de la industria	39
4.4 Análisis de los costos de operación	40
4.5 Análisis de cuentas no operacionales	45
4.6 Análisis de activos	48
5. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	51
5.1 Proyección de ingresos de operación	51
5.2 Proyección de costos de operación, otros gastos e ingresos	59
5.3 Proyección resultado no operacional	60
5.4 Proyección del estado de resultado	61
6. PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE	63
6.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles	63
6.2 Inversión en reposición y nuevas inversiones	64
6.3 Capital de trabajo	65
6.4 Activos prescindibles	67



6.5	Deuda financiera	67
6.6	Valorización económica por medio del flujo de caja descontado	69
6.7	Análisis de sensibilidad	71
7.	<i>CONCLUSIÓN DE LA VALORIZACIÓN</i>	73



Índice de tablas y figuras

Tabla 1. Ficha de la empresa.....	17
Tabla 2. Mayores accionistas de Cencosud S.A.....	19
Tabla 3. Ficha de empresa comparable.....	19
Tabla 4. Falabella v/s Cencosud al 31 de diciembre 2019.....	20
Tabla 5. Estado de situación financiera en MUF.....	21
Tabla 6. Estado de situación financiera porcentual.....	23
Tabla 7. Estado de resultados en MUF.....	27
Tabla 8. Estado de resultados porcentual.....	28
Tabla 9. Estado de flujos de efectivo en MUF.....	30
Tabla 10. Ratios financieros de Cencosud.....	33
Tabla 11. Ingreso por venta por país de Cencosud (MUF).....	36
Tabla 12. Ingreso por venta por país de Cencosud (%).....	36
Tabla 13. Ingreso por venta por segmento de Cencosud (MUF).....	37
Tabla 14. Ingreso por venta por segmento de Cencosud (%).....	37
Tabla 15. Detalle de ingresos de actividades ordinarias Falabella (MUF).....	38
Tabla 16. Evolución de ingresos industria (MUF).....	38
Tabla 17. Tasas de crecimiento de la industria (%).....	38
Tabla 18. Detalle valor UF utilizado (\$).....	38
Tabla 18. Costos operacionales de Cencosud.....	40
Tabla 19. Costos de venta Cencosud (MUF).....	41
Tabla 20. Gastos de administración y venta Cencosud.....	42
Tabla 21. Costos de distribución y otros gastos Cencosud.....	43
Tabla 22. Costos de distribución y otros gastos Falabella (MUF).....	44
Tabla 23. Costos de distribución y otros gastos industria. (%).....	44
Tabla 24. Costos operacionales de Cencosud (MUF).....	45
Tabla 25. Inversiones en asociadas de Cencosud (MUF).....	46
Tabla 26. Resultados financieros 2015-2019 Cencosud (MUF).....	47
Tabla 27. Activos Cencosud a diciembre 2019 (MUF).....	48
Tabla 28. Activos operacionales y no operacionales Cencosud a diciembre 2019 (MUF).....	49
Figura 1. Matriz BCG.....	51
Tabla 29. Ingresos por segmento Chile proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF).....	52



Tabla 30. Crecimiento por segmento Chile proyectado 2020-2024 Cencosud (%).....	53
Tabla 31. Ingresos por segmento Argentina proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF).....	54
Tabla 32. Crecimiento por segmento Argentina proyectado 2020-2024 Cencosud (%).....	54
Tabla 33. Ingresos por segmento Brasil proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF).....	55
Tabla 34. Crecimiento por segmento Brasil proyectado 2020-2024 Cencosud (%).....	55
Tabla 35. Ingresos por segmento Perú proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF).....	56
Tabla 36. Crecimiento por segmento Perú proyectado 2020-2024 Cencosud (%).....	56
Tabla 37. Ingresos por segmento Colombia proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF).....	57
Tabla 38. Crecimiento por segmento Colombia proyectado 2020-2024 Cencosud (%).....	57
Tabla 39. Ingresos consolidados proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF).....	58
Tabla 40. Crecimiento consolidado proyectado 2020-2024 Cencosud (%).....	58
Tabla 41. Proyección de costos de operación, otros gastos e ingresos Cencosud (MUF).....	59
Tabla 42. Proyección de resultado no operacional Cencosud (MUF).....	60
Tabla 43. Estado de resultado proyectado 2020-2024 Cencosud (MUF).....	61
Tabla 44. Estado de resultado proyectado 2020-2024 Cencosud (%).....	62
Tabla 45. Ítems del FCL.....	63
Tabla 46. Depreciación y amortización histórica y cómo % de las ventas.....	64
Tabla 47. Depreciación y amortización histórica y cómo % de las ventas.....	64
Tabla 48. Inversión histórica de Cencosud.....	65
Tabla 49. Proyección de inversiones de Cencosud.....	65
Tabla 50. Cálculo del capital de trabajo operativo neto Cencosud S.A.....	66
Tabla 51. Delta capital de trabajo operativo neto en MUF.....	66
Tabla 52. Estimación del exceso (déficit) de CTON Cencosud S.A.....	66
Tabla 53. Activos prescindibles Cencosud S.A. en MUF.....	67
Tabla 54. Deuda financiera Cencosud S.A.....	68
Tabla 55. Proyección flujo de caja libre Cencosud S.A.....	68
Tabla 56. Proyección flujo de caja libre Cencosud S.A.....	69
Tabla 57. Comparación de precio de mercado y precio estimado Cencosud S.A.....	70
Gráfico 1. Precio acción Cencosud S.A. 2018-2019.....	71



RESUMEN EJECUTIVO

El presente estudio tiene como principal objetivo, la valorización económica de una de las empresas más relevantes en el mercado del retail a nivel latinoamericano, como lo es Cencosud S.A. Esta valorización se realiza al 31 de diciembre del 2019, mediante los métodos de flujo de caja descontado (FCD).

Cencosud S.A. es uno de los principales actores dentro del mercado del retail latinoamericano, con su sede central en Chile, y operaciones en Argentina, Brasil, Perú y Colombia. Sus actividades, incluyen supermercados e hipermercados, tiendas de mejoramiento del hogar y construcción, centros comerciales, multitiendas y retail financiero. Por su parte, cuenta con más de 140 mil colaboradores al cierre del año 2019.

La valoración de empresas mediante el FCD, es una de las metodologías más utilizadas dentro la valoración de empresas. En esta valorización se realiza una proyección de los flujos de cajas futuros de Cencosud S.A. para los próximos 5 años (2020 – 2024) considerando tasas de crecimiento históricas, análisis de la industria y otros factores. Estos flujos se descontaron a una tasa de costo de capital de 5,33%. Con esto se obtiene un valor estimado de la acción de Cencosud S.A. de \$1.347 al 31 de diciembre de 2019, cuyo valor real en el mercado a esa misma fecha fue de \$990. Es decir, la acción de la empresa se encuentra subvalorada en el mercado.



1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos.¹ Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento.

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables.²

Nos concentraremos en adelante en el método de flujos de caja descontados.

1.2. 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, siendo el 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

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.



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 método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.³

En el método de 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, este 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, este método 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

³ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.



interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 el método de 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.



2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA, INDUSTRIA

2.1 Descripción de la empresa e industria

Cencosud es una compañía multinacional de origen chileno y uno de los mayores operadores de retail en Latinoamérica. La empresa funciona en cinco países de la región, bajo un multiformato, con resultados asociados principalmente al desempeño del segmento supermercados y en menor medida, al de centros comerciales y tiendas del mejoramiento del hogar. Lo anterior le permite potenciar e integrar sus negocios, mediante la ubicación de sus principales marcas al interior de los malls pertenecientes al holding. Cencosud cuenta con una diversificación de negocios y mercados, junto con una importante posición competitiva, gracias a su tamaño de mercado y elevado reconocimiento de sus marcas. Entre estas, Paris, Jumbo, Santa Isabel y Easy.

➤ Estrategia de la empresa

En los últimos 2 años, los planes estratégicos de la compañía han apuntado al fortalecimiento y rentabilización de los negocios a través de una propuesta de valor, el desarrollo del negocio online y el crecimiento orgánico en mercados con potencial.

Actualmente la estrategia de la empresa contempla una serie de medidas enfocadas en la rentabilización de operaciones, mediante mayor eficiencia y automatización, principalmente en el caso del segmento de supermercado. Se contempla además medidas de que incrementen la eficiencia de mercado, permitiendo disminuir la necesidad de capital de trabajo.

A su vez, Cencosud está potenciando la omnicanalidad, utilizando un conjunto de herramientas que permite a la empresa llegar a sus clientes y dinamizar la comunicación, la interacción con estos, y la transformación digital, mediante diversas medidas para el desarrollo continuo del e-commerce y el fortalecimiento de su canal digital. Cabe destacar que la empresa está amenazada a la inminente llegada de competidores extranjeros y que tienen una fuerte estrategia de penetración de mercado, mediante el e-commerce, como es en el caso de Amazon.



A fines del cuarto trimestre de 2018, se observaron crecimientos en las ventas por internet del 27,5% con una penetración del 3,6% (2,6% a igual fecha de 2017) sobre el total de los ingresos. Esto último, en el caso del segmento de tiendas por departamentos Paris se incrementa hasta el 15% de las ventas. Al último trimestre de 2019, las ventas por internet de supermercados, tiendas por departamento y mejoramiento del hogar aumentaron en promedio 33,9% respecto del mismo periodo del año anterior, alcanzando una penetración de mercado de 3,4%.

Cencosud realiza sus operaciones en supermercados en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia, mediante 925 locales con una superficie de ventas total de 2.327.673 m². La mayor participación sobre el total de superficie proviene de Chile con un 25,8%, y Brasil con un 24,2%.

En Chile, Cencosud cuenta con 362 tiendas (1.299.546 m²), de las cuales 247 corresponden a supermercados (591.853 m²), 36 a mejoramiento del hogar (328.701 m²) y 79 a tiendas por departamento (378.992 m²). Además, posee 35 centros comerciales con un 91,5% de ocupación y un GLA (superficie arrendable construida) total de 1.240.110 m². De ellos, 818.703 m² corresponden a empresas relacionadas y el resto a terceros. Durante el ejercicio 2019, los ingresos cayeron 0,4%, impactados por el menor desempeño de las tiendas por departamento (-7,0%), que fue parcialmente compensado por el crecimiento en mejoramiento del hogar (+3,7%), supermercados (+1,3%) y centros comerciales (+0,1%). El ebitda ajustado aumentó 13,5% y el margen mejoró desde 8,6% en 2018 a 9,8% en 2019, de la mano de la mejor rentabilidad en los negocios, a pesar del menor ebitda en servicios financieros (-33,5%).



➤ **La Industria**

○ **Supermercados:**

En Chile, la industria de supermercados ha alcanzado una alta competitividad, consolidada en torno a grandes cadenas, exhibiéndose una participación tanto de inversionistas nacionales como internacionales.

La tendencia de las cadenas de supermercados, sobre todo las que cuentan con una gran cantidad de locales, es centralizar la distribución de los productos comerciales en centros de distribución, generando así una disminución del inventario, una reducción de pérdidas por obsolescencia de los productos y una mejora en la optimización de los espacios de los locales de venta.

La marca Jumbo en Chile posee un fuerte posicionamiento, enfocando en un concepto de la variedad y calidad de sus productos y servicios ofrecidos. Por otra parte, la marca Santa Isabel evidencia una mayor presencia en término de número de locales.

En Argentina, el negocio de supermercados cuenta con locales en todo el país, a través de las cadenas Jumbo, Disco y Veá. Respecto a Jumbo Argentina, esta opera con el formato de grandes tiendas, Disco está orientada al servicio y Veá en conveniencia (bajos precios).

En Brasil, Cencosud mantiene operaciones a través de distintas marcas; supermercado Gbarbosa, que opera los formatos de supermercados e hipermercados en el Noreste de Brasil y que cuenta con tiendas distribuidas en los estados de Sergipe, Bahía y Alagoas; supermercado Breta, Ubicada en las principales ciudades de los estados de Mina de Gerais, Bahía y Goias y con el objetivo de ofrecer a sus clientes altos estándares de calidad, variedad y bajos precios; Perini, cadena de tiendas de delicatessen, fueron en el estado de Bahía y es un referente de calidad y sofisticación en el país; Prezunic ubicada en Rio de Janeiro, tiendas orientadas al negocio de alimentos y tienen un formato con una superficie promedio de 2.500 metros cuadrados.



En Perú, la operación incluye supermercados, a través de la cadena Wong, líder en la industria y con una estrategia enfocada en calidad y servicio. Por otra parte, su otra marca Metro, está orientada a los segmentos socioeconómicos medios y medios bajos de la población.

En Colombia, luego de adquirir Carrefour Colombia cambio la marca a Jumbo, bajo el mismo concepto del modelo chileno. En octubre del 2013, se incluyeron 42 Supermercados Metro Colombia, la cual opera bajo el mismo concepto de Metro Perú.

o **Mejoramiento del hogar:**

La industria de distribución de material para la construcción y productos para el hogar exige a sus participantes una importante capacidad de logística y manejo de volúmenes de venta, para generar costos competitivos. Por ello, es necesario mantener una eficiente logística de distribución y de administración de inventarios, junto con la incorporación de tecnologías que ayuden a optimizar los ciclos de abastecimiento y constante disponibilidad de productos para el cliente.

A fines de 2018, el segmento se encuentra compuesto por una superficie de venta por 813.305 m², repartidos en 36 tiendas ubicadas en Chile, 51 en Argentina y 10 en Colombia.

o **Tienda por departamento:**

Las tiendas por departamentos presentan una baja capacidad de diferenciación, debido a que existe una rápida reacción de los competidores en conjunto a una estrategia de venta similar.

Debido a lo anterior, los factores que permiten una diferenciación de los competidores son: el posicionamiento de la marca, las marcas propias, la ubicación de los locales de venta, la eficiencia operacional, la cobertura geográfica y la disponibilidad de créditos a los consumidores.

A diciembre de 2018, la superficie total de ventas del segmento tiendas por departamento alcanzó los 449.338 m², distribuidas en 81 tiendas en Chile y 11 en Perú. El segmento de



tiendas por departamentos presenta el mayor porcentaje de tiendas arrendadas alcanzando a fines de 2018 el 71,5%, en donde Perú presentó el mayor porcentaje (91,3%) en comparación a Chile (67,8%).

○ **Centros comerciales:**

El negocio consiste en realizar inversiones inmobiliarias, desarrollar y administrar los proyectos. Sus ingresos provienen del arriendo que cobra por el uso de sus instalaciones a empresas relacionadas (Jumbo, Easy, Paris, entre otros) del arriendo a terceros de locales comerciales.

A diciembre del 2019, entre Chile, Argentina, Perú y Colombia, Cencosud es propietario de 61 centros comerciales, con alta tasa de ocupación alcanzando a nivel consolidado el 98,5%. Parte relevante de los centros comerciales del grupo se encuentran bajo la filial Cencosud Shopping clasificada en “AA +/Estable” por Feller Rate a diciembre de 2019.

Aunque existen predicciones opuestas, por el momento es evidente que la plataforma de comercio online está aún lejos de desplazar realmente a la tradicional forma de hacer compras de manera presencial en América Latina. Por eso persiste el auge en la construcción de centros comerciales a lo largo y ancho de la región. Mercados más pequeños como Chile, Perú, Ecuador, Uruguay, entre otros, son bastante receptivos a la apuesta de invertir en centros comerciales con una oferta que trascienda la sola puesta a disposición de locales comerciales, cines, patios de comidas y un hipermercado o tienda por departamentos como ancla.

El concepto de centro comercial ha visto la necesidad de reinventar sus argumentos para garantizar su permanencia en mercados donde un grueso considerable de la población encuentra en ellos un lugar de esparcimiento, entretenimiento y diversión en general. De hecho, un uso mixto es la nueva apuesta en el desarrollo de grandes complejos que incluyen comercio, entretenimiento, salud, transporte y vivienda.



○ **Servicios financieros:**

En Chile, desde el año 2015 la compañía opera sus tarjetas de crédito mediante un joint venture con Scotiabank, luego que vendiera un 51% de la propiedad de la división de servicios de retail financieros, por un periodo de 15 años.

En Brasil, mantiene la misma operativa, pero con el Banco Bradesco, en Colombia mantiene un joint venture con Banco Colpatria y Perú mantiene esta operación con Scotiabank Perú. Mientras tanto, en Argentina mantiene la totalidad de la propiedad del negocio de servicios financieros.

➤ **Riesgo Económico**

A través de sus múltiples formatos, el desempeño de la compañía está expuesto a los ciclos económicos, situación que se acentúa al ser partícipe de distintos mercados dentro de Latinoamérica. Los segmentos de tienda por departamento, mejoramiento del hogar y servicios financieros se ven más afectados ante condiciones macroeconómicas desfavorables. Tales como: altas tasas de desempleo, elevada inflación y bajo crecimiento. Particularmente, las tiendas de mejoramiento del hogar, la cual se encuentra fuertemente ligada al desarrollo económico, principalmente asociado a los ciclos del segmento de la construcción.

Cencosud logra mitigar esta exposición gracias a la importante participación que mantiene en el negocio de supermercados y en centros comerciales. Dentro de todas las actividades relacionadas con el comercio masivo, los supermercados evidencian una menor sensibilidad frente a los ciclos adversos debido a que los bienes comercializados -principalmente abarrotes- son en gran medida artículos de primera necesidad⁴.

A continuación, se presenta la Tabla 1 con información de la ficha técnica de la Cencosud S.A.

⁴ Fuente: www.america-retail.com; www.feller-rate.com



Tabla 1. Ficha de la empresa

	Observaciones
Razón social	Cencosud S.A.
Rut	93.834.000-5
Nemotécnico	Cencosud (Bolsa de Valores de Santiago)
Industria	Retail
Regulación	Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Fuente: Elaboración propia

2.2 Tipo de operación

A diciembre de 2019, Cencosud es una empresa de retail que figura con tiendas en 5 países del continente latinoamericano con más de 140 mil colaboradores. Entre las unidades de negocio que opera están:

- Supermercados e hipermercados: la división de negocios más importante del holding representa aproximadamente el 71% de las ventas totales, con sus marcas Santa Isabel y Jumbo en Chile. Con más de 925 tiendas en Latinoamérica, está presente además de Chile en Argentina, con Jumbo, Vea y Disco, en Brasil con Gbarbosa, Bretas, Prezunic, en Perú con Wong y Metro y en Colombia con Jumbo (ex Carrefour) y Metro.
- Mejoramiento del hogar: segunda división más importante con su marca propia Easy, opera en Chile, Argentina, y Colombia con 95 tiendas que generan alrededor del 13% de ventas.
- Tiendas por departamento (retail): es la tercera división más relevante en ventas, representando casi el 11%. En Chile opera a través de sus marcas Paris y Johnson con un total de 79 tiendas. Sus competidores directos son Falabella y Ripley. Además de Chile, opera en Perú desde el 2013, con 9 tiendas, a través de Paris.
- Centros comerciales: esta unidad de negocio corresponde al arriendo de tiendas en centros comerciales. Tiene presencia en 4 países, Chile, Argentina, Perú y Colombia con 54 centros comerciales y un total de 326 tiendas.
- Servicios financieros: desde el 2003 con la tarjeta Jumbo Más y ofreciendo alternativas de inversión y financiamiento a través del Banco Paris. Además de



Chile está presente con esta unidad de negocio en Argentina, Perú, Brasil y Colombia.

2.3 Principales filiales

- **Cencosud S.A:** su negocio es el ejercicio del comercio en general, es decir, la compra, venta, distribución, importación, exportación, etc. de toda clase de bienes corporales muebles. La empresa es presidida por Horst Paulmann Kemna
- **Comercial Food and Fantasy Ltda:** su negocio es la explotación comercial de juegos y actividades de entretenimiento, como también dar servicio de comida, bebida y en general de restaurant. Esta empresa, es administrada por Cencosud SA.
- **Cencosud Inmobiliaria S.A:** dedicada a la compra, venta y arriendo, entre otros, de toda clase de inversión inmobiliaria tanto en el país como en el extranjero.
- **Cencosud Retail S.A:** su negocio es la explotación de establecimientos comerciales de autoservicio, supermercados, distribuidoras, grandes tiendas y otras similares, bajo la modalidad de mayorista y minorista.

2.4 Accionistas

Cencosud S.A. divide su patrimonio en 2.863.129.447 acciones de serie única. Algunos de sus principales accionistas son presentados en la .



Tabla 2. Mayores accionistas de Cencosud S.A.

No.	Accionistas	Número de acciones	Porcentaje
1	Inversiones Quinchamalí Limitada	573.754.802	20,04%
2	Inversiones Latadía Limitada	550.823.211	19,24%
3	Inversiones Tano Limitada	287.328.548	10,04%
4	Banco Itaú por cuenta de inversionistas	147.317.160	5,15%
5	Banco Santander - JP Morgan	118.537.958	4,14%
6	Banco de Chile por cuenta de terceros	89.189.190	3,12%
7	Horst Paulmann Kemna	70.336.573	2,46%
8	Fondo de Pensiones Habitat C	61.504.435	2,15%
9	Fondo de Pensiones Habitat A	57.587.699	2,01%
10	Fondo de Pensiones Habitat B	53.788.792	1,88%
11	Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa	50.387.068	1,76%
12	Banco de Chile por cuenta de Citi N.A.N.Y.	46.840.180	1,64%
13	Otros accionistas	747.608.831	26,11%

Fuente: Memoria 2019 Cencosud S.A.

2.5 Empresas *benchmark*

En la industria chilena, encontramos como empresas *benchmark* a S.A.C.I Falabella dada su semejanza en términos de negocios. La información técnica de Falabella se puede apreciar en la Tabla 3.

Tabla 3. Ficha de empresa comparable

Razón Social	SACI Falabella
RUT	90.749.000-9
Nemotécnico	Falabella
Industria	Retail

Fuente: Elaboración propia.

Falabella es una de las empresas con mayor relevancia a nivel de retail en Latinoamérica. Cuenta con más de 124 años de trayectoria, y posee activos en Chile, Perú, Colombia, Brasil, Argentina y Uruguay. Al igual que Cencosud, Falabella basa su actividad en unidades de negocio como tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, servicios financieros, supermercados e hipermercados y el negocio inmobiliario.



Si comparamos los estados financieros, al 31 de diciembre del 2019, de Cencosud y Falabella podemos darnos cuenta que el total de activos de Falabella es 1,5 veces más grande que Cencosud.

Si revisamos las razones financieras de ambas empresas podemos observar que Falabella mantiene mejores ratios de rentabilidad que Cencosud. Ambas empresas se financian de forma eficiente, mientras Cencosud tiene un ROE y ROA de 3,2% y 1,3% respectivamente, en Falabella el ROE y ROA es de 5,7% y 1,9% a diciembre del 2019 respectivamente.

En términos de rentabilidad, al 31 de diciembre del 2019 Cencosud tiene una rentabilidad neta de 1,6%, mientras que Falabella mantiene una rentabilidad neta superior alcanzando el 4,4%. Lo que podemos inferir es que, si bien Cencosud mantiene ventas de 1,2 veces más que Falabella, la rentabilidad bruta y la rentabilidad operacional es mayor en Falabella, siendo estas de 32,5% y 9,21% respectivamente. En la *tabla 4* se aprecia un comparativo entre Cencosud y Falabella.

Tabla 4. Falabella v/s Cencosud al 31 de diciembre 2019

	Cencosud	Falabella
Ganancia	154.617.183	356.176.474
Patrimonio	4.989.921.607	6.232.612.076
Activo total	12.248.307.991	18.333.670.838
Ventas	9.548.213.456	8.053.582.835
Margen bruto	2.670.943.586	2.620.512.585
Costo de distribución	32.061.314	127.651.886
Gastos de administración	2.059.099.820	1.960.593.725
ROE	3,2%	5,7%
ROA	1,3%	1,9%
Rentabilidad neta	1,6%	4,4%
Rentabilidad bruta	27,9%	32,5%
Rentabilidad operacional	6,07%	9,21%

Fuente: Elaboración propia basada en estados financieros de Cencosud y Falabella



3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

3.1 Estado de situación financiera

En la Tabla 5 y Tabla 6 se presenta el estado de situación financiera de Cencosud S.A. para los cierres contables desde el año 2015 hasta diciembre del 2019 en MUF y como porcentaje sobre el total de activos, respectivamente. Estos datos fueron extraídos de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

Tabla 5. Estado de situación financiera en MUF

Estado de situación financiera (MUF)	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Activos					
Activos corrientes					
Efectivo y equivalentes al efectivo	10.468	10.446	9.478	10.326	37.710
Otros activos financieros	9.944	8.349	4.784	7.595	8.241
Otros activos no financieros	564	897	875	664	363
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	31.989	32.911	35.781	22.521	22.894
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	579	1.100	938	688	640
Inventarios	41.683	43.620	41.065	40.623	39.043
Activos biológicos	-	-	-	-	-
Activos por impuestos corrientes	2.388	2.814	3.794	6.264	4.551
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	2.168	931	7.436	11
Activos corrientes totales	97.614	102.304	97.645	96.119	113.452
Activos no corrientes					
Otros activos financieros	16.447	10.906	6.848	10.121	8.222
Otros activos no financieros	1.245	1.986	1.775	1.512	759
Cuentas por cobrar	1.209	451	715	296	79
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	-	-	-	-	-
Inventarios	-	-	-	-	-
Inversiones	9.814	7.618	7.947	8.173	10.817
Activos intangibles distintos de la plusvalía	15.676	15.491	14.807	13.666	13.221
Plusvalía	54.301	54.362	50.594	49.788	41.599
Propiedades, planta y equipo	105.797	97.874	89.905	95.672	121.796
Activos biológicos	-	-	-	-	-
Propiedad de inversión	70.510	79.008	88.619	94.835	103.652
Activos por impuestos corrientes	345	3.164	3.104	3.033	2.557
Activos por impuestos diferidos	21.542	12.611	12.123	12.578	16.495
Total de activos no corrientes	296.888	283.473	276.437	289.674	319.198
Total de activos	394.502	385.777	374.082	385.793	432.650



Tabla 5. Estado de situación financiera en MUF (continuación)

Patrimonio y pasivos					
Pasivos					
Pasivos corrientes					
Otros pasivos financieros	13.897	15.485	19.470	11.620	4.658
Pasivos por arrendamientos, corrientes	-	-	-	-	5.119
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	72.438	73.131	72.410	69.390	70.947
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	1.139	711	932	968	944
Otras provisiones a corto plazo	610	447	505	496	706
Pasivos por impuestos	1.929	2.831	2.204	1.838	1.581
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	3.819	4.042	3.985	3.551	3.365
Otros pasivos no financieros	828	1.024	979	1.206	2.302
Pasivos incluidos en grupos mantenidos para la venta	-	595	110	6.080	-
Pasivos corrientes totales	94.661	98.265	100.594	95.150	89.622
Pasivos no corrientes					
Otros pasivos financieros	114.091	103.521	102.443	113.110	109.500
Pasivos por arrendamientos, no corrientes	-	-	-	-	31.375
Cuentas por pagar	176	171	7	13	150
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	-	-	-	-	-
Otras provisiones a largo plazo	3.051	2.434	1.906	1.544	1.233
Pasivo por impuestos diferidos	25.344	15.517	16.709	19.627	22.132
Pasivos por impuestos corrientes	-	-	-	-	96
Provisiones por beneficios a los empleados	-	-	-	-	-
Otros pasivos no financieros	2.246	2.830	2.823	2.389	2.282
Total de pasivos no corrientes	144.907	124.474	123.888	136.683	166.786
Total de pasivos	239.568	216.782	224.482	231.833	256.390
Patrimonio					
Capital emitido y pagado	90.576	91.869	90.381	87.864	85.555
Ganancias (pérdidas) acumuladas	90.889	94.482	103.985	104.948	92.317
Prima de emisión	20.548	17.508	17.183	16.705	16.266
Acciones propias en cartera	-	-	-	-	-346
Otras participaciones en el patrimonio	-	-	-	-	-
Otras reservas	47.043	-48.809	-61.907	-55.503	-36.866
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	154.970	155.050	149.643	154.014	156.925
Participaciones no controladoras	-36	-46	-42	-53	19.335
Patrimonio total	154.934	155.004	149.601	153.960	176.260
Total, de patrimonio y pasivos	394.502	385.777	374.082	385.793	432.650

Fuente: CMF "Información Financiera de Cencosud"



Tabla 6. Estado de situación financiera porcentual

Estado de situación financiera (%)	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Activos					
Activos corrientes					
Efectivo y equivalentes al efectivo	2,65%	2,71%	2,53%	2,68%	8,72%
Otros activos financieros	2,52%	2,16%	1,28%	1,97%	1,90%
Otros activos no financieros	0,14%	0,23%	0,23%	0,17%	0,08%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	8,11%	8,53%	9,56%	5,84%	5,29%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,15%	0,29%	0,25%	0,18%	0,15%
Inventarios	10,57%	11,31%	10,98%	10,53%	9,02%
Activos biológicos	-	-	-	-	-
Activos por impuestos corrientes	0,61%	0,73%	1,01%	1,62%	1,05%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	0,56%	0,25%	1,93%	0,00%
Activos corrientes totales	24,74%	26,52%	26,10%	24,91%	26,22%
Activos no corrientes					
Otros activos financieros	4,17%	2,83%	1,83%	2,62%	1,90%
Otros activos no financieros	0,32%	0,51%	0,47%	0,39%	0,18%
Cuentas por cobrar	0,31%	0,12%	0,19%	0,08%	0,02%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	-	-	-	-	-
Inventarios	-	-	-	-	-
Inversiones	2,49%	1,97%	2,12%	2,12%	2,50%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3,97%	4,02%	3,96%	3,54%	3,06%
Plusvalía	13,76%	14,09%	13,52%	12,91%	9,61%
Propiedades, planta y equipo	26,8%	25,4%	24,0%	24,8%	28,2%
Activos biológicos	-	-	-	-	-
Propiedad de inversión	17,87%	20,48%	23,69%	24,58%	23,96%
Activos por impuestos corrientes	0,09%	0,82%	0,83%	0,79%	0,59%
Activos por impuestos diferidos	5,46%	3,27%	3,24%	3,26%	3,81%
Total de activos no corrientes	75,26%	73,48%	73,90%	75,09%	73,78%
Total de activos	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 6. Estado de situación financiera porcentual (continuación)

Patrimonio y pasivos



Pasivos					
Pasivos corrientes					
Otros pasivos financieros	3,52%	4,01%	5,20%	3,01%	1,08%
Pasivos por arrendamientos, corrientes	-	-	-	-	1,18%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	18,36%	18,96%	19,36%	17,99%	16,40%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0,29%	0,18%	0,25%	0,25%	0,22%
Otras provisiones a corto plazo	0,15%	0,12%	0,14%	0,13%	0,16%
Pasivos por impuestos	0,49%	0,73%	0,59%	0,48%	0,37%
Provisiones por beneficios a los empleados	0,97%	1,05%	1,07%	0,92%	0,78%
Otros pasivos no financieros	0,21%	0,27%	0,26%	0,31%	0,53%
Pasivos incluidos en grupos mantenidos para la venta	-	0,15%	0,03%	1,58%	-
Pasivos corrientes totales	24,00%	25,47%	26,89%	24,66%	20,71%
Pasivos no corrientes					
Otros pasivos financieros	28,92%	26,83%	27,39%	29,32%	25,31%
Pasivos por arrendamientos, no corrientes	-	-	-	-	7,25%
Cuentas por pagar	0,04%	0,04%	0,00%	0,00%	0,03%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	-	-	-	-	-
Otras provisiones a largo plazo	0,77%	0,63%	0,51%	0,40%	0,28%
Pasivo por impuestos diferidos	6,42%	4,02%	4,47%	5,09%	5,12%
Pasivos por impuestos corrientes	-	-	-	-	0,02%
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	-	-	-	-	-
Otros pasivos no financieros	0,57%	0,73%	0,75%	0,62%	0,53%
Total de pasivos no corrientes	36,73%	32,27%	33,12%	35,43%	38,55%
Total de pasivos	60,73%	56,19%	60,01%	60,09%	59,26%
Patrimonio					
Capital emitido y pagado	22,96%	23,81%	24,16%	22,77%	19,77%
Ganancias (pérdidas) acumuladas	23,04%	24,49%	27,80%	27,20%	21,34%
Prima de emisión	5,21%	4,54%	4,59%	4,33%	3,76%
Acciones propias en cartera	-	-	-	-	-0,08%
Otras participaciones en el patrimonio	-	-	-	-	-
Otras reservas	11,92%	-12,65%	-16,55%	-14,39%	-8,52%
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	39,28%	40,19%	40,00%	39,92%	36,27%
Participaciones no controladoras	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	4,47%
Patrimonio total	39,27%	40,18%	39,99%	39,91%	40,74%
Total de patrimonio y pasivos	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros descargados de CMF "Información Financiera Cencosud"

De la *Tabla 6* se observa que Cencosud concentra la mayoría de sus activos en sus cuentas a largo plazo manteniendo entre los años 2015 y diciembre del 2019 un mínimo de 73,48% de sus activos a largo plazo y un máximo de 75,26%. De esta gran concentración, 3 cuentas



agrupan la mayoría de activos de largo plazo de la empresa. Estas son propiedad, planta y equipo, propiedades de inversión y plusvalía. Se puede ver que, al pasar los años, Cencosud ha invertido grandes cantidades en propiedades de inversión pasando de representar casi el 18% en el año 2015 al 24% del total de sus activos el año 2019. Esto último, se debe principalmente a compras de terrenos⁵ y al derecho de uso de terrenos. Cencosud en su calidad de arrendatario (al iniciar el arrendamiento) reconoce activos por derecho de uso asociados a contratos de arrendamiento de ubicaciones, las cuales se encuentran clasificadas en el estado financiero como propiedades, plantas y equipos y propiedad de inversión y un pasivo por arrendamiento, todo esto por la adopción a la NIIF 16. Tanto los activos y pasivos derivados de un contrato de arrendamiento se miden inicialmente a valor presente. Por temas asociados a derecho de uso de terrenos a Cencosud, le significó MUF 2.402 en incremento solamente en el año 2019.

Otra cuenta que salta a la palestra en la *Tabla 6* es el efectivo y equivalentes al efectivo que casi se cuadruplicó desde el año 2015 donde tan solo representaba el 2,65% al 2019 donde representó el 8,7%, principalmente causado por la inyección de dinero que significó Cencoshop a mediados del 2019 y por la puesta en marcha de una serie de depósitos a plazo en dólares el último trimestre para así aprovechar la subida de la moneda estadounidense. También podemos notar como la cuenta de deudores comercial y otras cuentas por cobrar disminuyó casi en 3 puntos porcentuales en 5 años. Esto se debe principalmente a que los deudores comerciales con vencimiento a 3 meses son los que más se han reducido pasando de ser un monto de casi MUF 24.191 en el 2015, al 2019 de MUF 14.518⁶, lo que significa una baja del 33,7% en los deudores con vencimiento a 3 meses.

Ahora bien, enfocando nuestra mirada en los pasivos de Cencosud S.A. podemos observar cómo mantiene casi perfectamente una estructura de 60/40 (pasivo/patrimonio) tras el pasar de los años. Esto a pesar de la disminución de casi 4 puntos porcentuales del año 2018 al 2019 de los pasivos corrientes. Hay que destacar, que el año 2019 fue el único año donde Cencosud tuvo que contabilizar arriendos dentro de sus estados financieros, esto por la

⁵ Memoria Cencosud 2019

⁶ Memoria Cencosud 2015



adopción a la NIIF 16. Estos arriendos fueron principalmente a más de 5 años lo que significó a Cencosud MUF 14.447.

Otro suceso que podemos observar en el patrimonio es que a raíz de la hiperinflación que vivió la economía argentina a partir de Julio del 2018, implicó que a diciembre del 2018 se generó un ajuste al alza en el patrimonio por MUF 8.301 aproximadamente. Esto, dado el efecto de la inflación de los activos no monetarios netos de las sociedades subsidiarias.



3.2 Estado de resultados

En la *Tabla 7* y *Tabla 8* se muestra el estado de resultados de Cencosud S.A. desde el año 2015 a diciembre 2019 en MUF y como porcentaje, respectivamente.

Tabla 7. Estado de resultados en MUF

Estado de resultados (MUF)	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Ingresos de actividades ordinarias	428.862	392.174	390.213	349.927	337.274
Costo de ventas	-304.858	-279.204	-278.334	-249.779	-242.928
Ganancia bruta	124.004	112.970	111.879	100.147	94.346
Otros ingresos	8.214	11.430	14.904	7.844	6.609
Costos de distribución	-1.087	-1.018	-1.117	-1.199	-1.133
Gastos de administración	-96.505	-88.276	-88.535	-78.633	-72.734
Otros gastos, por función	-6.800	-6.477	-6.738	-5.989	-5.208
Otras ganancias (pérdidas)	-2.461	2.261	408	-82	3.326
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	25.364	30.889	30.801	22.089	25.207
Ingresos financieros	583	552	556	474	691
Costos financieros	-10.107	-10.760	-11.089	-8.598	-9.965
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	549	452	745	713	533
Diferencias de cambio	-4.555	1.415	3.202	-2.910	-1.735
Resultados por unidades de reajuste	-859	-543	-392	-1.670	-3.095
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	10.975	22.004	23.823	10.098	11.638
Gasto por impuestos a las ganancias	-2.284	-7.286	-7.399	3.183	-6.176
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones	8.691	14.718	16.424	13.281	5.462
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones disc.	361	-	-	-	-
Ganancia (pérdida)	9.052	14.718	16.424	6.914	5.462

Fuente: CMF "Información Financiera de Cencosud"



Tabla 8. Estado de resultados porcentual

Estado de resultados (%)	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-71,09%	-71,19%	-71,33%	-71,38%	-72,03%
Ganancia bruta	28,91%	28,81%	28,67%	28,62%	27,97%
Otros ingresos	1,92%	2,91%	3,82%	2,24%	1,96%
Costos de distribución	-0,25%	-0,26%	-0,29%	-0,34%	-0,35%
Gastos de administración	-22,50%	-22,51%	-22,69%	-22,47%	-21,57%
Otros gastos, por función	-1,59%	-1,65%	-1,73%	-1,71%	-1,54%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,57%	0,58%	0,10%	-0,02%	0,99%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	5,91%	7,88%	7,89%	6,31%	7,44%
Ingresos financieros	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%	0,21%
Costos financieros	-2,36%	-2,74%	-2,84%	-2,46%	-2,95%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	0,13%	0,12%	0,19%	0,20%	0,16%
Diferencias de cambio	-1,06%	0,36%	0,82%	-0,83%	-0,51%
Resultados por unidades de reajuste	-0,20%	-0,14%	-0,10%	-0,48%	-0,92%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2,56%	5,61%	6,11%	2,89%	3,45%
Gasto por impuestos a las ganancias	-0,53%	-1,86%	-1,90%	-0,91%	-1,83%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones	2,03%	3,75%	4,21%	1,98%	1,62%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones disc.	0,08%	-	-	-	-
Ganancia (pérdida)	2,11%	3,75%	4,21%	1,98%	1,62%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros descargados de CMF "Información Financiera Cencosud"

En la *Tabla 7* se observa que la utilidad neta de Cencosud S.A. ha ido en declive desde el 2017 en adelante. En ese año era de MUF 16.424 llegando a diciembre 2019 a bajar a MUF 5.462 lo que representa una baja de 66,7% con respecto al año 2017. Esto en concordancia con la disminución en el ingreso por venta que ha caído de MUF 428.862 el 2015 a MUF 337.274 el 2019, que representa una baja del 21,3% en 5 años.

Observando la *Tabla 8*, notamos que Cencosud ha mantenido su costo de venta estable, bordeando todos los años analizados el 71-72%. Lo que, si es de destacar, es que su margen operacional ha ido en aumento a partir del año 2015 cuando tan solo alcanzaba 5,91% mientras que en el último año de análisis alcanza el 7,44%.



Lo que observamos en la *Tabla 7* lo podemos equiparar con lo que observamos en la *Tabla* en donde se observa la disminución en términos monetarios de la utilidad, y además en términos porcentuales alcanzando el año 2019 su menor monto con un 1,62%. Un tema que se debe destacar es la estrategia de Cencosud por mantener sus costos en general estables (para que no sufran una gran variación). Esto lo podemos inferir también de sus gastos de administración los cuales se ven disminuyendo levemente año tras año bajando en 5 años casi medio punto porcentual.



3.3 Estado de flujo de efectivo

En la Tabla 9, se presentan los estados de flujo de efectivo generados en el periodo transcurrido del 2015 a diciembre de 2019 en MUF.

Tabla 9. Estado de flujos de efectivo en MUF

Estado de flujos de efectivo (MUF)	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Actividades de operación					
Cobros de ventas de bienes y prestación de servicios	510.495	462.706	461.811	416.825	395.569
Otros cobros por actividades de operación	288	403	669	607	532
Pagos a proveedores por bienes y servicios	-393.421	-375.105	-364.817	-325.791	-307.798
Pagos a y por cuenta de los empleados	-60.912	-49.145	-55.626	-48.775	-44.321
Otros pagos por actividades de operación	-25.030	-20.032	-19.773	-17.901	-16.630
Impuestos a las ganancias pagados (reembolsados)	-2.596	-3.361	-6.667	-5.532	-857
Otras entradas (salidas) de efectivo	-4.003	-131	-173	218	499
Flujos de efectivo netos de operación	24.821	15.336	15.423	19.649	26.996
Actividades de inversión					
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control	6.627	132	-	-	2.331
Compra de participación en no controladoras	-1.176	-54	-	-	-
Venta de patrimonio o instrumentos de deuda	-	4.539	-	-	-
Venta de propiedades, planta y equipo	704	166	1.171	213	732
Compras de propiedades, planta y equipo	-6.696	-7.901	-7.157	-6.321	-5.404
Compras de activos intangibles	-1.383	-1.596	-1.659	-950	-583
Cobros a entidades relacionadas	11.347	-	-	-	-
Dividendos recibidos	105	196	278	256	349
Intereses recibidos	69	48	295	481	510
Otras entradas (salidas) de efectivo	-8.388	1.392	3.307	-3.019	22.224
Flujos de efectivo netos de inversión	1.211	-3.078	-3.765	-9.340	20.158



Tabla 9. Estado de flujos de efectivo en MUF (continuación)

Actividades de financiación					
Importes procedentes de la emisión de acciones	-	1.285	25	-	-
Pagos por adquirir o rescatar las acciones de la entidad	-	-	-	-	-346
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	29.598	6.355	22.507	11.282	20.180
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	139.629	12.052	6.294	6.391	1.807
Reembolsos de préstamos	-185.856	-12.739	-25.880	-14.363	-35.410
Pagos de pasivos por arrendamientos	-	-	-	-	-4.626
Dividendos pagados	-3.157	-8.631	-5.341	-2.597	-1.011
Intereses pagados	-8.763	-9.896	-8.803	-8.446	-7.235
Otras entradas (salidas) de efectivo	3.631	-78	-302	-86	5.166
Flujos de efectivo netos de financiación	-24.917	-11.652	-11.500	-7.818	-21.456
Incremento neto de efectivo y equivalentes	1.115	605	158	2.491	25.698
Efectos de la variación en la tasa de cambio	812	-342	-950	-66	679
Incremento neto de efectivo y equivalentes al efectivo	1.928	264	-792	2.425	26.377
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del per.	8.540	10.182	10.270	9.214	11.333
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	10.468	10.446	9.478	11.638	37.710

Fuente: CMF "Información Financiera de Cencosud"

En la *Tabla* se observa que los flujos de efectivo generados solo por temas relacionados con la operación, como los cobros por venta de bienes han caído de MUF 510.495 el 2015 a MUF 395.569 el 2019, lo que va de la mano con lo anteriormente expuesto en el estado de resultados donde ya se veía una baja en el ingreso por venta año tras año. Aunque esta baja en el cobro por venta de bienes podía haber afectado el flujo neto de efectivo, éste aumentó en el último año lo que se debe primordialmente a la disminución en el desembolso por pago a proveedores en conjunto con una disminución de los impuestos pagados por ganancias en el último año. Lo que también influyó en la generación de efectivo de Cencosud el año 2019 fueron los flujos procedentes de actividades de inversión, especialmente aquellos procedentes de la pérdida de control de subsidiarias u otros negocios. Esto es producto de la apertura a Bolsa de Valores de Cencosud Shopping S.A.⁷. Este hecho hizo que los flujos netos provenientes de las actividades de inversión pasaran de ser negativos el año 2018 (-MUF 9.340) a ser los mayores en los 5 años de análisis (MUF 20.158).

⁷ Fuente: Memoria Anual 2018 Cencosud



Además de la apertura de la filial de Cencosud a bolsa, la generación de efectivo vino de la mano de la contratación de préstamos la mayoría a largo plazo que generó una entrada por financiamiento de MUF 20.180. Se puede ver que el dinero recaudado tras la apertura a bolsa también fue utilizado para cancelar préstamos.

Finalmente podemos apreciar que el movimiento estratégico por parte de la familia Paulmann produjo resultados, ya que a pesar de haber sufrido una caída notoria en sus ventas y en sus ingresos en efectivo procedentes de éstas, el 2019 terminó con un flujo neto de efectivo total positivo pasando del 2018 de MUF 11.638 a 37.310 el 2019 lo que representa un aumento del 220,5%.

Hay que notar que Cencosud al adoptar las NIIF 16, como arrendatario, pasa a reconocer un activo por derecho de uso asociado a contratos de arrendamientos de ubicaciones y/o espacios utilizados con propósito de subarriendos y a su vez reconoce el pasivo por el arrendamiento respectivo. Por esto se produce una disminución en el ítem pago de proveedores, ya que estos pasan a formar parte de los flujos de financiamiento.



3.4 Ratios financieros

En la *Tabla 10* se ven reflejados los ratios financieros de Cencosud, mostrando así la situación de la actividad, liquidez, rentabilidad y endeudamiento.

Tabla 10. Ratios financieros de Cencosud

	2015	2016	2017	2018	2019
Rentabilidad del patrimonio (%)	6,2	10,5	12,3	4,7	3,2
Rentabilidad del activo total (%)	2,3	3,8	4,4	1,8	1,3
Rentabilidad bruta (%)	28,9	28,8	28,7	28,6	27,9
Rentabilidad operacional (%)	6,2	6,0	5,7	5,8	6,1
Margen neto (%)	2,1	3,8	4,2	2,0	1,6
Capital de trabajo neto (MUF)	75.679,6	106.421,6	-79.014,5	26.720,2	674.630,8
Liquidez corriente (veces)	1,03	1,04	0,97	1,01	1,27
Test ácido (veces)	0,591	0,597	0,562	0,583	0,737
Permanencia de cuentas por cobrar (días)	23	26	28	20	21
Permanencia de inventarios (días)	51	59	56	61	62
Permanencia de cuentas por pagar (días)	75	83	82	88	94
Deuda / patrimonio (veces)	1,55	1,49	1,50	1,51	1,45
Deuda financiera / patrimonio (veces)	0,83	0,81	0,81	0,81	0,65
Rotación del activo (veces)	1,09	1,02	1,04	0,91	0,78
Rotación activos fijos (veces)	4,05	4,01	4,34	3,66	2,77
EBITDA sobre costo financiero (veces)	3,46	3,00	2,82	3,27	3,18

Fuente: Elaboración propia basada en los estados financieros

En la *Tabla 10* podemos observar cómo ha evolucionado la rentabilidad del patrimonio (ROE). Entre los años 2015 y 2017 el ROE mantuvo una tendencia alcista, variando de 6,2% a 12,3% respectivamente. Posteriormente entre los años 2018 y 2019 esta evolución toma una tendencia a la baja, variando este ratio de 4,7 a 3,2 en el último año. El cambio de tendencia que tuvo la empresa en los últimos 2 años se debe principalmente por la disminución en el ingreso por venta. Podemos inferir que Cencosud se ha endeudado de manera eficiente si consideramos que la rentabilidad del patrimonio es mayor a la rentabilidad de sus activos en todos los años que observamos. La empresa ha sabido mantener su rentabilidad bruta a través de los años, lo cual significa que a medida que sus ventas han caído, también lo han ido haciendo sus costos por venta.



Al revisar la liquidez corriente de la empresa encontramos que ha sufrido una leve alza, sobre todo en el último año (2019), siendo en el último año la mayor razón alcanzada con un 1,27 veces. El test ácido nos muestra que al sacar del cálculo los inventarios se generan variaciones relevantes respecto a la liquidez corriente. Vemos que los inventarios representan un poco menos de la mitad del total de activos corrientes y estos podrían generar una gran caída en caso de pérdida.

El incremento que ha tenido la liquidez corriente en los últimos años se debe principalmente por el incremento en el efectivo y equivalente de efectivo, lo cual es posible observar en el estado de flujo de efectivo. El efectivo y equivalente de efectivo se origina por los ingresos adicionales que se generaron por la apertura de bolsa de Cencosud Shopping y por el ingreso proveniente de préstamos en su mayoría a largo plazo.

En la permanencia de sus cuentas por cobrar notamos que la estrategia comercial y de cobranza no ha surtido mucho efecto considerando que esta razón ha ido en descenso solo hasta el 2018 y el 2019 aumentó en 1 día. Por el contrario, la permanencia de inventario y de cuentas por pagar ha ido en constante aumento, lo que supone que sus activos no están saliendo a la venta tan rápido como el año anterior. Hay que tener en cuenta que esto puede afectar la imagen de “buen pagador” por parte de la compañía.

Respecto a la rentabilidad operacional, se puede observar que existe una recuperación en el año 2019 respecto al año 2018, teniendo un incremento de 5,8 a 6,1 puntos porcentuales respectivamente. Esto se debe principalmente a la estrategia de costo tomada en el año 2019 respecto al año 2018.

En el último año las ventas de la empresa han disminuido y este resultado se refleja principalmente en la disminución de los gastos administrativos de la empresa, los cuales se reducen de UF - 78.633 en el año 2018 a UF - 72.734 en el año 2019.

Cabe señalar que Cencosud ha disminuido en 19.697 el número de sus colaboradores entre septiembre de 2013 a diciembre del 2019.



El incremento del capital de trabajo observado en el año 2019 se genera debido al incremento del efectivo y equivalente de efectivo que tiene la empresa en el último año. Básicamente por la salida de Cencosud Shopping a la bolsa.

En la razón deuda/patrimonio, vemos el apalancamiento que mantiene la empresa. En esta podemos ver que se mantiene en rangos estables en los últimos años y entre los años 2018 y 2019 vemos una disminución de 1,51 a 1,45 veces respectivamente. Por lo tanto, vemos que el patrimonio de la empresa se ha endeudado en 1,45 veces en el año 2019. Si comparamos este respecto a los años anteriores, podemos inferir que la empresa ha buscado bajar la incertidumbre que mantiene la empresa y así también el riesgo financiero al cual está expuesto.



4. ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL NEGOCIO Y DE LA INDUSTRIA

4.1 Análisis de crecimiento de la empresa

En la Tabla 1 se muestran los ingresos por venta de Cencosud desde el año 2015 hasta el 31 de diciembre de 2019, expresados en MUF. Estos ingresos provienen de Argentina, Brasil, Perú y Colombia. Hay que observar también que la volatilidad y la inflación generada por la economía argentina impactaron en los ingresos por venta creando una desviación la cual se refleja en la Tabla (“inflación arg.”).

En la Tabla se muestran las tasas de crecimiento anual para cada uno de los países donde Cencosud actualmente opera. Se puede observar que cada año que transcurre, los ingresos de Cencosud son menores destacando la importante baja que experimentaron los ingresos por venta del año 2017 al 2018 que disminuyeron un 10,32%

Tabla 11. Ingreso por venta por país de Cencosud (MUF)

Ventas por País	2015	2016	2017	2018	2019
Chile	161.375	164.814	166.548	164.919	159.990
Argentina	127.233	95.984	97.030	73.610	61.288
Inflación Arg.				-3.960	2.008
Brasil	65.652	60.337	58.848	49.261	48.616
Perú	38.832	37.460	36.496	36.571	35.976
Colombia	35.770	33.580	31.290	29.525	29.407
Totales	428.862	392.174	390.213	349.927	337.285

Fuente: Estados financieros 2015-2016.2017-2018-2019

Tabla 12. Ingreso por venta por país de Cencosud (%)

Crecimiento real de ventas	2015	2016	2017	2018	2019
Chile	0,00%	2,13%	1,05%	-0,98%	-2,99%
Argentina	0,00%	-24,56%	1,09%	-28,22%	-9,12%
Brasil	0,00%	-8,10%	-2,47%	-16,29%	-1,31%
Perú	0,00%	-3,53%	-2,57%	0,20%	-1,63%
Colombia	0,00%	-6,12%	-6,82%	-5,64%	-0,40%
Totales	0,00%	-8,55%	-0,50%	-10,32%	-3,61%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los Estados Financieros 2015-2010



Asimismo, se presentan en la Tabla 3 y la *Tabla* los ingresos por venta, pero distribuidos por segmento o área de negocio.

Tabla 13. Ingreso por venta por segmento de Cencosud (MUF)

Segmento	2015	2016	2017	2018	2019
Supermercado	313.923	284.189	278.045	250.220	241.987
Shopping centers	9.678	9.060	9.543	8.947	8.175
Mejoramiento del hogar	57.327	49.125	49.759	43.188	39.903
Tienda por departamento	41.033	42.771	43.891	42.271	38.879
Servicios fin. (tarjetas + seguros + banco)	8.841	6.744	8.634	9.031	5.997
Servicios de apoyo	431	285	343	230	336
Ajuste operaciones descontinuadas	-2.371	-	-	-	-
Diferencia inflacionaria	-	-	-	-3.960	2.008
Total	428.862	392.174	390.213	349.927	337.285

Fuente: Estados financieros 2015-2016.2017-2018-2019

Tabla 14. Ingreso por venta por segmento de Cencosud (%)

Segmento	2016	2017	2018	2019
Supermercado	-9,47%	-2,16%	-10,01%	-3,29%
Shopping centers	-6,38%	5,33%	-6,25%	-8,63%
Mejoramiento del hogar	-14,31%	1,29%	-13,21%	-7,61%
Tienda por departamento	4,24%	2,62%	-3,69%	-8,02%
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	-23,72%	28,03%	4,60%	-33,60%
Servicios de apoyo	-33,85%	20,26%	-33,01%	46,26%
Ajuste operaciones descontinuadas	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diferencia inflacionaria	0,00%	0,00%	0,00%	-150,72%
Total	-8,55%	-0,50%	-10,32%	-3,61%

Fuente:Elaboración propia

Se puede observar de las tablas precedentes al igual que la Tabla 3 y la *Tabla* que los ingresos de Cencosud han ido disminuyendo año a año en todos sus segmentos, destacando al igual que por país la caída en sus ingresos del año 2017 a 2018. Esto se debe, como se aprecia en la *Tabla* , principalmente a la baja en los ingresos en el segmento de supermercados de casi 30.000 MUF. La baja en ingresos provenientes de supermercados desde el 2015 a diciembre de 2019 ha alcanzado un 22,9%. Esto debido principalmente a la alta cantidad de actividades promocionales, tanto físicas como online, generadas por competencia directa y por empresas minoristas, y el alto número de asociaciones y joint-



venture con empresas de delivery y microempresas para así aumentar la cantidad de canales por los cuales se puede llegar al cliente⁸.

4.2 Análisis del crecimiento de la industria

A continuación, en la Tabla 15 se presentan los ingresos de la empresa elegida como Benchmark, y se comparan con los de Cencosud.

Tabla 15. Detalle de ingresos de actividades ordinarias Falabella (MUF)

Detalle incremento	2015	2016	2017	2018	2019
Negocios bancarios (UF)	24.240	26.928	28.303	48.902	52.822
Negocios no bancarios (UF)	302.725	308.177	321.613	311.244	314.236
Negocios bancarios (%)	0%	11,09%	5,10%	72,78%	8,02%
Negocios no bancarios (%)	0%	1,80%	4,36%	-3,22%	0,96%

Fuente: Memorias Falabella 2015-2016.2017-2018-2019

Tabla 16. Evolución de ingresos industria (MUF)

Empresas	2015	2016	2017	2018	2019
Cencosud	428.862	392.174	390.213	349.927	337.285
Falabella	326.964	325.962	334.651	334.843	332.310

Fuente: Fuente: Estados financieros Cencosud y Falabella 2015-2016.2017-2018-2019

Tabla 17. Tasas de crecimiento de la industria (%)

Tasas de crecimiento	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Cencosud	0,00%	-8,55%	-0,50%	-10,32%	-3,61%	-5,75%
Falabella	0,00%	-0,31%	2,67%	0,06%	-0,76%	0,41%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 18. Detalle valor UF utilizado (\$)

31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019
25.629	26.347	26.798	27.565	28.309

Fuente: Servicio de impuestos internos

La *Tabla* refleja la variabilidad de los ingresos que se han mantenido en la industria en los últimos 5 años, la cual definimos que se componía de Cencosud y Falabella. Se puede observar que Cencosud ha mantenido una relevante volatilidad en sus ingresos, mientras que Falabella, mantuvo una evolución de ingresos más estable en el tiempo. Considerando que el nivel de ingresos de ambas empresas es similar, podemos inferir que Falabella ha

⁸ Fuente: Diario Financiero Artículo: Cencosud da cuenta de impacto negativo en el consumo



logrado ser más eficiente en el crecimiento de sus ventas en el tiempo, la cual mantiene una tasa de crecimiento promedio de 0,41% y Cencosud mantiene una tasa de crecimiento de -5,75%⁹.

Cencosud no logra mantener ingresos estables y vemos que sus ventas han ido disminuyendo en los últimos 5 años, manteniendo variaciones negativas de hasta -10,32%. En los últimos años Cencosud atribuyó el resultado negativo de sus ventas a las presiones macroeconómicas en Argentina y a la dinámica promocional en Chile.

4.3 Perspectivas de crecimiento de la industria

A partir del año 2017 se observó en toda Latinoamérica un gran crecimiento en las ofertas promocionales provenientes de las empresas del retail de todo el continente. Acompañado a esto hubo un fuerte incremento en las empresas dedicadas o relacionadas con el tema delivery. Esto provocó un antes y un después en como el cliente se relacionaba con la empresa y como esto podía ser aprovechado o utilizado por la empresa misma para atraer más clientes y generar mayor cantidad de ingresos. Al mismo tiempo, se generó una fuerte caída en la empleabilidad a partir de último trimestre del 2017 en todo el comercio detallista. Esto junto a otros micro factores, ayudó a que las ventas en tiendas por departamento y supermercados se redujeran a nivel continental.

Anticipándose al 2020, el FMI prevé que Latinoamérica crecerá 2,3%, impulsado especialmente por una mejora de la economía brasileña, que se expandirá 2,4% el próximo año. Otras economías de la región como Argentina o Chile acelerarán su crecimiento, pero a ritmos más moderados. Latinoamérica modera su ritmo de crecimiento. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha vuelto a revisar a la baja las perspectivas de expansión de las economías de la región, que crecerán este año 0,6%.

El porcentaje es 0,8% inferior a las previsiones que el FMI realizó el pasado julio del 2019. La entidad resaltó que la actividad desaceleró en el arranque del año en varias economías de la región. El recorte de 2019 estuvo afectado por las rebajas de las calificaciones

⁹ En el cálculo de las tasas promedios no se consideró el año 2015 dado que esta tasa es 0%.



crediticias de Brasil y Argentina, países a los que el fondo también ha rebajado sus previsiones.

Una noticia inquietante y de la hay que tomar los resguardos respectivos es la rápida expansión del brote de virus respiratorio nacido en Wuhan, China. Según informes de la OMS hay pruebas bastante concluyentes de que el brote que se originó en un mercado de pescados y mariscos de la ciudad de Wuhan, es bastante contagioso y posee una tasa de mortalidad bastante alta, sobre todo en las personas con enfermedades ya adquiridas y de mayor edad.

Hasta el momento se han confirmado 27 casos, uno de ellos mortal¹⁰.

4.4 Análisis de los costos de operación

Los costos de operación de la empresa son clasificados en: costos de venta, costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función. En la *Tabla* se detallarán los costos operaciones, de los últimos 5 años, tanto en UF como en porcentaje de las ventas.

Tabla 18. Costos operacionales de Cencosud

Costo de operación	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio histórico
Costos de venta	-304.858	-279.204	-278.334	-249.779	-242.936	-271.022
Costos de distribución	-1.087	-1.018	-1.117	-1.199	-1.133	-1.111
Gastos de administración	-96.505	-88.276	-88.535	-78.633	-72.737	-84.937
Otros gastos por función	-6.800	-6.477	-6.738	-5.989	-5.208	-6.242
Total (MUF)	-409.250	-374.976	-374.724	-335.600	-322.013	-363.312
Costos de venta	-74,49%	-74,46%	-74,28%	-74,43%	-75,44%	-74,62%
Costos de distribución	-0,27%	-0,27%	-0,30%	-0,36%	-0,35%	-0,31%
Gastos de administración	-23,58%	-23,54%	-23,63%	-23,43%	-22,59%	-23,35%
Otros gastos por función	-1,66%	-1,73%	-1,80%	-1,78%	-1,62%	-1,72%
Total sobre ventas (%)	-95,43%	-95,61%	-96,03%	-95,91%	-95,47%	-95,69%

Fuente: Estados financieros 2015-2016.2017-2018-2019

Al observar la *Tabla* vemos que los principales costos operacionales provienen de los costos de venta, los cuales representan un promedio de 74,62% de los costos operacionales.

¹⁰ Informe OMS 31/12/2019



Los costos de venta, principal costo operacional de la empresa, incluyen el costo de adquisición de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. Estos costos incluyen principalmente los costos de adquisición netos de descuentos obtenidos, los gastos e impuestos de internación no recuperables, los seguros y el transporte de los productos hasta los centros de distribución¹¹.

El segundo costo operacional relevante es el gasto de administración, el cual representa en promedio un 23,35% de los costos operacionales, estos comprenden principalmente las remuneraciones y compensaciones del personal¹².

Se puede observar que, en promedio, para los últimos cinco años, el costo operacional representa un 95,69% de las ventas, dato relevante al momento de analizar la estructura de la empresa y entender que gran parte de los esfuerzos que realiza la empresa se pierden en estos ítems.

Tabla 19. Costos de venta Cencosud (MUF)

Costos de venta	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio histórico
Costo mercadería vendida	-286.857	-260.274	-257.863	-234.293	-225.368	-252.931
Otros costos de venta	-18.000	-18.930	-20.471	-18.867	-16.110	-18.476
Total (MUF)	-304.858	-279.204	-278.334	-253.160	-241.478	-271.407
Costo mercaderías vendida	-66,89%	-66,37%	-66,08%	-66,96%	-66,82%	-66,62%
Otros costos de venta	-4,20%	-4,83%	-5,25%	-5,39%	-4,78%	-4,89%
Total (%)	-71,09%	-71,19%	-71,33%	-72,35%	-71,60%	-71,51%

Fuente: Estados financieros 2015-2016.2017-2018-2019

En la *Tabla* observamos la descomposición de los costos de venta de Cencosud y el porcentaje sobre las ventas de cada cuenta que compone el costo de venta. Se puede observar que gran parte de los costos de venta se reflejan en los costos de mercadería vendida, los cuales en promedio para los últimos 5 años refleja un -66,62% de los ingresos. Este costo de mercadería vendida proviene principalmente del costo de adquisición más el porcentaje de utilidad deseado por el vendedor. Por otro lado, los otros costos de venta representan en los últimos 5 años un -4,89% de los ingresos.

¹¹ Estados financieros a diciembre del 2019

¹² Estados financieros a diciembre del 2019



A continuación, en la Tabla , se observan los gastos de administración y venta que tiene la empresa, los cuales representan en promedio un -24,18% de los ingresos, siendo el gasto al personal una de las cuentas más relevantes de esta sección.

Tabla 20. Gastos de administración y venta Cencosud

Gastos de adm. y ventas	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio histórico
Gastos del personal	-60.771,66	53.435,61	-55.111,91	49.635,01	-44.870,85	-52.765,01
Depreciación y amortizaciones	-8.525,09	-8.642,54	-9.032,50	-7.784,43	-11.224,14	-9.041,74
Costos de distribución	-1.087,43	-1.017,83	-1.117,00	-1.198,63	-1.132,55	-1.110,69
Otros gastos por función	-6.800,10	-6.477,12	-6.738,17	-5.988,64	-5.207,93	-6.242,39
Limpieza	-3.165,06	-2.760,44	-2.749,57	-2.374,87	-2.214,26	-2.652,84
Seguridad y vigilancia	-2.751,59	-2.330,96	-2.367,03	-2.097,25	-2.059,14	-2.321,19
Mantenimiento	-3.472,72	-3.188,69	-3.027,46	-2.660,74	-2.704,92	-3.010,90
Honorarios profesionales	-3.105,41	-3.046,08	-2.836,77	-2.683,85	-2.622,29	-2.858,88
Bolsas para clientes	-928,26	-739,13	-587,53	-442,37	-197,79	-579,01
Comisión tarjeta de crédito	-4.132,44	-3.956,47	-3.424,76	-3.025,69	-2.818,95	-3.471,66
Arriendos	-7.286,34	-7.323,20	-7.488,98	-7.098,95	-1.210,92	-6.081,68
Consumo, gastos básicos y otros	-3.044,24	-2.853,25	-1.908,74	-1.535,86	-1.519,41	-2.172,30
Argentina - economía hiperinflacionaria	-	-	-	10.621,49	-11.845,88	-4.493,47
Argentina - conversión de moneda	-	-	-	14.708,17	9.094,41	4.760,52
Gastos por operaciones discontinuas	677,79	-	-	-	-	135,56
Total (MUF)	-104.392,54	95.771,32	-96.390,41	82.439,60	-80.534,60	-91.905,70



Tabla 20. Gastos de administración y venta Cencosud (continuación)

Gastos del personal	-14,17%	-13,63%	-14,12%	-14,18%	-13,30%	-13,88%
Depreciación y amortizaciones	-1,99%	-2,20%	-2,31%	-2,22%	-3,33%	-2,41%
Costos de distribución	-0,25%	-0,26%	-0,29%	-0,34%	-0,34%	-0,30%
Otros gastos por función	-1,59%	-1,65%	-1,73%	-1,71%	-1,54%	-1,64%
Limpieza	-0,74%	-0,70%	-0,70%	-0,68%	-0,66%	-0,70%
Seguridad y vigilancia	-0,64%	-0,59%	-0,61%	-0,60%	-0,61%	-0,61%
Mantenimiento	-0,81%	-0,81%	-0,78%	-0,76%	-0,80%	-0,79%
Honorarios profesionales	-0,72%	-0,78%	-0,73%	-0,77%	-0,78%	-0,75%
Bolsas para clientes	-0,22%	-0,19%	-0,15%	-0,13%	-0,06%	-0,15%
Comisión tarjeta de crédito	-0,96%	-1,01%	-0,88%	-0,86%	-0,84%	-0,91%
Arriendos	-1,70%	-1,87%	-1,92%	-2,03%	-0,36%	-1,57%
Consumo, gastos básicos y otros	-0,71%	-0,73%	-0,49%	-0,44%	-0,45%	-0,56%
Argentina - economía hiperinflacionaria	0,00%	0,00%	0,00%	-3,04%	-3,51%	-1,31%
Argentina - conversión de moneda	0,00%	0,00%	0,00%	4,20%	2,70%	1,38%
Gastos por operaciones discontinuas	0,16%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%
Total (%)	-24,34%	-24,42%	-24,70%	-23,56%	-23,88%	-24,18%

Fuente: Estados financieros 2015-2016.2017-2018-2019

En la *Tabla* se realiza una revisión de los Costos de distribución y otros gastos por función, con sus respectivos pesos relativos respecto a los ingresos. Los costos de distribución comprenden todos aquellos gastos necesarios para entregar los productos a los clientes. En tanto los otros gastos por función comprenden, principalmente, gastos de publicidad que la compañía realiza en la promoción de productos y de sus marcas¹³.

Tabla 21. Costos de distribución y otros gastos Cencosud.

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio histórico
Costos de distribución	-1.087	-1.018	-1.117	-1.199	-1.133	-1.111
Otros gastos por función	-6.800	-6.477	-6.738	-5.989	-5.208	-6.242
Total (MUF)	-7.888	-7.495	-7.855	-7.187	-6.340	-7.353
Costos de distribución	-0,25%	-0,26%	-0,29%	-0,34%	-0,34%	-0,30%
Otros gastos por función	-1,59%	-1,65%	-1,73%	-1,71%	-1,54%	-1,64%
Total (%)	-1,84%	-1,91%	-2,01%	-2,05%	-1,88%	-1,94%

Fuente: Estados financieros 2015-2016.2017-2018-2019

En la tabla anterior podemos ver que, para los últimos 5 años, en promedio el costo de distribución es de -0,30% de los ingresos, mientras que los otros gastos por función representan un -1,64%. Es interesante considerar que la empresa realiza un gasto no

¹³ Definición dada en estados financieros de Cencosud.



menor en lo relacionado a la promoción y publicidad de sus marcas y productos, de hecho, mantiene costos superiores al de su competidor directo.

En la Tabla 22 veremos un detalle de estos costos, pero basado en su principal competidor Falabella.

Tabla 22. Costos de distribución y otros gastos Falabella (MUF)

Costos Falabella	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio histórico
Costos de distribución	-3.211	-3.406	-3.152	-4.173	-4.509	-3.690
Otros gastos por función	-5.551	-5.132	-5.540	-5.074	-5.013	-5.262
Total (MUF)	-8.762	-8.539	-8.692	-9.247	-9.522	-8.952
Costos de distribución	-0,98%	-1,05%	-0,94%	-1,25%	-1,36%	-1,11%
Otros gastos por función	-1,70%	-1,57%	-1,66%	-1,52%	-1,51%	-1,59%
Total (%)	-2,68%	-2,62%	-2,60%	-2,76%	-2,87%	-2,70%

Fuente: Estados financieros 2015-2016.2017-2018-2019 Falabella

En la *Tabla* , comparamos los costos de distribución y otros gastos por función entre Cencosud y Falabella, podemos ver que Cencosud ha mantenido un gasto promedio mayor en otros gastos por función (publicidad y promoción) respecto a Falabella. Y, por otro lado, mantiene un costo menor en distribución de sus productos respecto a Falabella.

Estas diferencias que existen podrían estar explicadas en las estrategias comerciales que tiene cada una de estas empresas, posiblemente Falabella se ha enfocado más en el e-commerce en el último tiempo y es por eso que realiza un mayor gasto en distribución para que sus clientes obtengan de forma rápida el producto comprado desde sus hogares, brindando así una mejor experiencia de compra.

Tabla 23. Costos de distribución y otros gastos industria. (%)

Falabella	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio histórico
Costos de distribución	-0,98%	-1,05%	-0,94%	-1,25%	-1,36%	-1,11%
Otros gastos por función	-1,70%	-1,57%	-1,66%	-1,52%	-1,51%	-1,59%
Total	-2,68%	-2,62%	-2,60%	-2,76%	-2,87%	-2,70%
Cencosud	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio histórico
Costos de distribución	-0,25%	-0,26%	-0,29%	-0,34%	-0,34%	-0,30%
Otros gastos por función	-1,59%	-1,65%	-1,73%	-1,71%	-1,54%	-1,64%
Total	-1,84%	-1,91%	-2,01%	-2,05%	-1,88%	-1,94%

Fuente: Elaboración propia

4.5 Análisis de cuentas no operacionales



A continuación, Tabla presenta el grupo de cuentas del resultado no operacional de Cencosud del año 2015 a diciembre del 2019.

Tabla 24. Costos operacionales de Cencosud (MUF)

Cuentas no operacionales	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio histórico
Ingresos financieros	582,88	551,86	556,05	474,29	691,48	571,31
Gastos financieros	-10.107,20	-10.760,24	-11.089,32	-8.598,03	-9.964,55	-10.103,87
Participación en las ganancias de asociadas	548,87	451,50	745,46	713,02	533,35	598,44
Diferencias de cambio	-4.555,09	1.415,18	3.201,74	-2.910,47	-1.734,54	-916,63
Resultados por unidades de reajuste	-858,73	-543,21	-391,68	-1.670,47	-3.094,94	-1.311,80
Total cuentas no operacionales	-14.389,28	-8.884,91	-6.977,74	-11.991,65	-13.569,20	-11.162,56

Fuente: Estados financieros 2015-2016.2017-2018-2019

- Dentro de los ingresos financieros, Cencosud tiene registrados los beneficios generados de colocaciones financieras y otros movimientos de la compañía que son de índole financiero como lo son los intereses por depósitos y otros.
- Como gastos financieros, Cencosud, tienen registrados intereses generados por bonos, préstamos bancarios y valoración de derivados financieros además de los gastos incurridos por tener operaciones en una economía hiperinflacionaria como lo es Argentina.
- Dentro de la participación en las asociadas se posee un capital social que consiste únicamente en acciones ordinarias, en las cuales el Grupo posee una participación directa; el país de constitución o de registro es también su centro de actividad principal. Al 31 de diciembre de 2019, no hay pasivos contingentes correspondientes a la participación del Grupo en éstas. Todas las asociadas en las cuales participa Cencosud son empresas privadas y no existe un precio de mercado cotizado disponible para sus acciones.
- Dentro de las diferencias de cambio Cencosud considera temas por valorización de moneda de instrumentos financieros en todos los países que opera, además de contabilizar el impacto que genera la economía hiperinflacionaria de Argentina.
- En resultado por unidades de reajuste y diferencia de cambio, tienen registrado los resultados por monedas diferentes a la moneda de la contabilidad de la compañía



(moneda funcional), donde la UF es establecida como moneda de reajuste, y otras monedas en diferencia de cambio.

Las cinco cuentas anteriores son recurrentes para Cencosud ya que son necesarias como motor de financiamiento, el cual es fundamental en la estructura de la compañía.

A continuación, se presentan un detalle tanto de las inversiones en asociadas de Cencosud del 2015 a diciembre de 2019 y más adelante un desglose de las cuentas las otras cuentas que también se consideran no operacionales.

Tabla 25. Inversiones en asociadas de Cencosud (MUF)

Inversiones en asociadas (MUF)	País de origen	Saldo al	Saldo al	Saldo al	Saldo al	Saldo al	Ganancia a (Pérdida) MUF	Ganancia (Pérdida) %
		31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019		
Loyalti Del Perú S.A.C.	Perú	35	38	30	38	53	17	49,00%
Caja Rural de Ahorro y Crédito CAT Perú S.A.	Perú	0	0	0	0	2.588	2.588	0,00%
Inmobiliaria Mall Viña Del Mar S.A.	Chile	2.168	0	0	0	0	-2.168	0,00%
CAT Administradora de Tarjetas S.A.	Chile	7.457	7.428	7.813	7.940	7.880	423	5,68%
Servicios Integrales S.A.	Chile	83	39	78	11	19	-63	-76,47%
Operadora de Procesos S.A.	Chile	59	74	92	58	109	50	84,90%
CAT Corredores de Seguros y Servicios S.A.	Chile	11	39	71	125	168	156	1.394,87%
Totales		9.814	7.618	8.083	8.173	10.818	1.004	10,23%

Fuente: Estados financieros 2015-2016.2017-2018-2019

En la *Tabla* se pueden ver qué inversiones en asociadas han sido parte de la estrategia financiera de Cencosud, a través de los últimos 5 años. Las inversiones de Cencosud se han enfocado principalmente en Chile con 5 inversiones, y Perú con 2 inversiones en asociadas. En los últimos 5 años Cencosud ha visto incrementar sus inversiones en un 10,23%. Este porcentaje proviene de ganancias tanto en participación, dividendos y por diferencia de conversión de moneda. Además, se puede ver como la inversión en asociada de mayor monto (CAT Administradora S.A.) también ha sido la que más ha crecido en estos últimos 5 años con un alza de MUF 423. Este monto se debe principalmente a la participación en las ganancias en dicha asociada.



Ahora bien, la Tabla muestra en detalle los resultados financieros que también forman parte de las cuentas no operacionales del resultado de Cencosud.

Tabla 26. Resultados financieros 2015-2019 Cencosud (MUF)

Resultados financieros	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Otros ingresos financieros por inversión	583	552	556	474	692
Ingresos financieros	583	552	556	474	692
Gastos por préstamos bancarios	-5.081	-4.856	-3.567	-3.710	-3.352
Gastos por bonos	-4.894	-5.242	-6.579	-4.885	-4.934
Intereses contrato de arriendo IFRS16	0	0	0	0	-1.345
Intereses por captaciones	-124	-39	0	0	0
Gastos por valoración de derivados	-9	-624	-944	-645	-859
Argentina-economía Hiperinflacionaria	0	0	0	643	525
Gastos financieros	-10.108	-10.760	-11.089	-8.598	-9.965
Resultados por unidades de reajuste Chile	-715	-502	-391	-557	-802
Resultados por unidades de reajuste Brasil	-104	-36	-16	-15	-13
Resultados por unidades de reajuste otros	-39	-5	16	0	0
Argentina-economía Hiperinflacionaria	0	0	0	-1.098	-2.280
Resultados por unidades de reajuste	-859	-543	-392	-1.670	-3.095
Deuda financiera bancos Argentina	-99	-11	19	-4	-74
Deuda bonos y bancos Chile	-4.117	1.432	3.174	-2.925	-1.662
Deuda financiera Brasil	-140	-4	0	45	26
Deuda financiera Perú	-199	-2	8	5	5
Activos y deuda financiera Colombia	0	0	0	-6	-1
Argentina-economía Hiperinflacionaria	0	0	0	-24	-28
Diferencia de cambio	-4.555	1.415	3.202	-2.910	-1.735
Total resultado financiero	-14.939	-9.336	-7.723	-12.705	-14.103

Fuente: Estados financieros 2015-2016.2017-2018-2019

En la *Tabla* se identifican en naranja aquellas cuentas que son recurrentes en el tiempo. Dentro de los resultados financieros, algo que resalta en los 5 años de análisis es que los gastos financieros, los que han sido en su totalidad preponderantes dentro del total del resultado financiero, han ido en descenso desde el año 2017, notando que en el año 2019 sino hubieran existido intereses por temas de arriendo, los gastos financieros habrían sido aproximadamente el mismo que el año anterior. Se observa también que Cencosud ha logrado disminuir del 2015 a diciembre de 2019 sus diferencias de cambio por deudas en Chile en un 59,6%. Además, resulta importante notar la inversión cada vez mayor en



derivados por parte de Cencosud que demuestra que este es un mercado cada vez más cotizado.

4.6 Análisis de activos

En el presente apartado se presentan todos los activos a diciembre de 2019 de Cencosud. Lo anterior se muestra en la Tabla .

Tabla 27. Activos Cencosud a diciembre 2019 (MUF)

Estado de situación financiera (MUF)	31/12/2019
Activos corrientes	
Efectivo y equivalentes al efectivo	37.710
Otros activos financieros	8.241
Otros activos no financieros	363
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	22.894
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	640
Inventarios	39.043
Activos biológicos	-
Activos por impuestos corrientes	4.551
Activos no corrientes mantenidos para la venta	11
Activos corrientes totales	113.452
Activos no corrientes	
Otros activos financieros	8.222
Otros activos no financieros	759
Cuentas por cobrar	79
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	-
Inventarios	-
Inversiones	10.817
Activos intangibles distintos de la plusvalía	13.221
Plusvalía	41.599
Propiedades, planta y equipo	121.796
Activos biológicos	-
Propiedad de inversión	103.652
Activos por impuestos corrientes	2.557
Activos por impuestos diferidos	16.495
Total de activos no corrientes	319.198
Total de activos	432.650

Fuente: Estados financieros 2019



A continuación, en la Tabla se presenta una clasificación de activos operacionales y no operacionales a diciembre de 2019.

Tabla 28. Activos operacionales y no operacionales Cencosud a diciembre 2019 (MUF)

Activos operacionales corrientes	31/12/2019	Activos no operacionales corrientes	31/12/2019
Efectivo y equivalentes al efectivo	37.710	Otros activos financieros	8.241
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	22.894	Otros activos no financieros	363
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	640	Activos no corrientes mantenidos para la venta	11
Inventarios	39.043		
Activos biológicos	-		
Activos por impuestos corrientes	4.551		
Activos operacionales corrientes	104.838	Activos no operacionales corrientes	8.614
Activos operacionales no corrientes	31/12/2019	Activos no operacionales no corrientes	31/12/2019
Cuentas por cobrar	79	Otros activos financieros	8.222
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	-	Otros activos no financieros	759
Inventarios	-		
Inversiones	10.817		
Activos intangibles distintos de la plusvalía	13.221		
Plusvalía	41.599		
Propiedades, planta y equipo	121.796		
Activos biológicos	-		
Propiedad de inversión	103.652		
Activos por impuestos corrientes	2.557		
Activos por impuestos diferidos	16.495		
Activos operacionales no corrientes	310.217	Activos operacionales no corrientes	8.981
Total activos operacionales	415.055	Total activos no operacionales	17.596

Fuente: Estados financieros 2019

Si desglosamos cada cuenta podemos encontrar tanto activos operacionales como activos no operacionales. Los primeros refieren aquellos que tienen una vinculación directa con el desarrollo del giro y la operación de la organización. Dentro del segundo grupo se encuentran los activos financieros, y los que refieren a cuentas no relacionadas directamente con la operación.

El detalle de los activos no operacionales al 31 de diciembre del 2019 es el siguiente:

- Otros activos financieros corrientes: Esta cuenta se compone de 2 activos, fondos mutuos por MUF 8.1865 y derivados por MUF 55. Las cuotas de fondos mutuos



son principalmente inversiones denominada de renta fija del mercado chileno. Los derivados, son parte de la política de gestión de riesgos financieros para cubrir exposiciones a las variaciones cambiarias y de tasa de interés.

- Otros activos no financieros corrientes: Esta cuenta considera pagos anticipados por concepto de garantías y seguros por MUF 363. Principalmente esta cuenta se compone por seguros pagados por anticipados por MUF 251, lo que representa un 69% de los otros activos no financieros corrientes, la diferencia la componen garantías por MUF 105 y la economía hiperinflacionaria de Argentina por MUF 6.
- Activos no corrientes mantenidos para la venta: Estos consisten en activos no estratégicos, sean inmobiliarios y/o negocios en particular. A diciembre del 2019 la empresa tiene por este concepto un total de MUF 11 bajo concepto de terrenos no estratégicos.
- Otros activos financieros no corrientes: Esta cuenta considera MUF 7.966 correspondientes a derivados que son parte de la política de cobertura que tiene la empresa, y MUF 257 que corresponde a cuentas por cobrar a vendedores en cuotas.
- Otros activos no financieros no corrientes: Esta cuenta considera MUF 760 de partidas tales como garantías de arriendo y otros, considerados no operacionales.

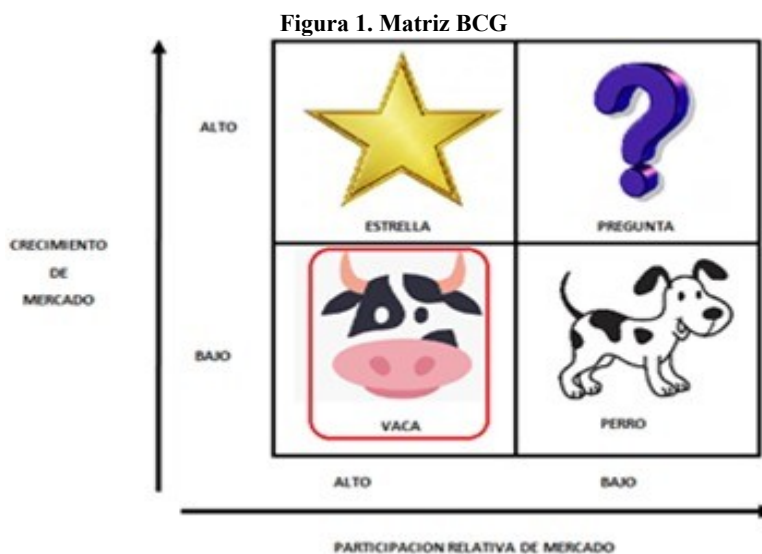


5. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

5.1 Proyección de ingresos de operación

A continuación, se presentan las proyecciones de los ingresos. Éstas se estimaron en base a un análisis delimitado tanto por país, como por segmento, en donde se analizaron las tendencias desde el año 2015 a diciembre 2019. El supuesto utilizado para la proyección de los ingresos de Cencosud es el siguiente:

Ingresos por ventas: Según nuestros análisis Cencosud se encuentra en el límite de su etapa de madurez, por lo que para poder subsistir y seguir creciendo ha invertido en nuevos negocios y creado nuevas estrategias de mercado, como lo es la apertura de Cencosud Shopping. Si llevamos esto a una matriz BCG, Cencosud estaría ubicándose dentro del cuadrante inferior izquierdo puesto que es una empresa que se encuentra bordeando su etapa de madurez. Este cuadrante se le denomina empresas vacas, ya que son compañías que, en un momento de su vida, fueron productos estrella, pero han dejado de serlo por alguna razón. Una empresa vaca sigue generando ganancias de forma notable, aunque en volumen de rentabilidad rinde poco. Esto hace que una empresa vaca se mantenga en el mercado, aunque ya no esté en su mejor momento¹⁴.



Fuente: Elaboración propia

¹⁴Fuente: Matrizbcg.com



- Chile: Para este país se establece un promedio del crecimiento de los últimos 3 años en conjunto, con el uso de la proyección de crecimiento del país procedente del informe de la CEPAL para el año 2020, y así poder estimar la proyección de todas sus líneas de negocios con pesos relativos de 90% (promedio histórico) y 10% (proyección CEPAL) respectivamente. Así se proyecta un crecimiento de 0,20% para el segmento de supermercados, un 0,95% para el segmento de shopping centers, un -0,16%, para el segmento de mejoramiento del hogar, un -3,75% para tiendas por departamento y un 6,03% para servicios de apoyo. El segmento de servicios financieros de Cencosud, el cual liquidó recientemente, se proyecta que no tenga crecimiento. La tasa de crecimiento proveniente del informe de la CEPAL corresponde al 1% en el caso de Chile. En las *Tabla* y *Tabla* se presentan la proyección y las tasas de crecimiento estimadas para los próximos 4 años respectivamente.

Tabla 29. Ingresos por segmento Chile proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF)

CHILE	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	99.804	100.003	100.202	100.402	100.602
Shopping centers	5.476	5.528	5.581	5.634	5.687
Mejoramiento del hogar	19.537	19.505	19.475	19.445	19.414
Tienda por departamento	33.805	32.537	31.317	30.142	29.012
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	-	-	-	-	-
Servicios de apoyo	286	303	321	341	361
Total	158.908	157.877	156.896	155.963	155.076

Fuente: Elaboración propia



Tabla 30. Crecimiento por segmento Chile proyectado 2020-2024 Cencosud (%)

CHILE	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
Shopping centers	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%
Mejoramiento del hogar	-0,16%	-0,16%	-0,16%	-0,16%	-0,16%
Tienda por departamento	-3,75%	-3,75%	-3,75%	-3,75%	-3,75%
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Servicios de apoyo	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%
Total	-0,77%	-0,77%	-0,77%	-0,77%	-0,77%

Fuente: Elaboración propia

- Argentina: El caso de Argentina es muy especial ya que su situación país, le ha generado una destrucción de valor a Cencosud por los problemas asociados a su alta inflación y su volatilidad financiera. Aquí se establece un promedio del crecimiento de los últimos 3 años en conjunto, con la utilización de la tasa de crecimiento del país para el 2020 proyectada por la CEPAL, y para así poder estimar la proyección de todas sus líneas de negocios con pesos relativos de 90% (promedio histórico) y 10% proyección CEPAL) respectivamente. Esto genera una tasa de crecimiento negativa para el negocio de supermercados de -14%, como también para el segmento shopping center de -12,9% y el negocio de mejoramiento del hogar un con un -11,0%. Con respecto a los segmentos de servicios financiero, este segmento es el único que se proyecta con tasa positiva de crecimiento de 7,5%. Los servicios de apoyo se proyectan con una tasa también negativa del -0,3% y las diferencias inflacionarias en conjunto con el segmento de las tiendas por departamento se espera que no crezcan hasta el 2024.

La tasa de crecimiento expuesta por la CEPAL para Argentina es de -1,3%. En las siguientes 2 tablas se exponen las proyecciones para el país trasandino.



Tabla 31. Ingresos por segmento Argentina proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF)

ARGENTINA	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	31.591	27.153	23.339	20.060	17.243
Shopping centers	1.413	1.230	1.071	933	812
Mejoramiento del hogar	15.855	14.110	12.557	11.174	9.944
Tienda por departamento	-	-	-	-	-
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	5.358	5.760	6.191	6.655	7.153
Servicios de apoyo	110	109	109	109	108
Diferencia inflacionaria	-	-	-	-	-
Total	54.327	48.362	43.266	38.930	35.260

Fuente: Elaboración propia

Tabla 32. Crecimiento por segmento Argentina proyectado 2020-2024 Cencosud (%)

ARGENTINA	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%
Shopping centers	-12,9%	-12,9%	-12,9%	-12,9%	-12,9%
Mejoramiento del hogar	-11,0%	-11,0%	-11,0%	-11,0%	-11,0%
Tienda por departamento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Servicios de apoyo	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Diferencia inflacionaria	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total	-12,07%	-12,07%	-12,07%	-12,07%	-12,07%

Fuente: Elaboración propia



- **Brasil:** En este país Cencosud sólo opera dentro del segmento de supermercados y servicios financieros. Aquí se establece un promedio del crecimiento de los últimos 3 años en conjunto, con el uso de la proyección de crecimiento del país procedente del informe de la CEPAL para el año 2020, y así poder estimar la proyección de todas sus líneas de negocios con pesos relativos de 90% (promedio histórico) y 10% (proyección CEPAL) respectivamente. El crecimiento estimado para el negocio de supermercados es -5,9%, mientras que para el negocio de servicios financieros es de 23,1%. Para los segmentos de shopping center, mejoramiento del hogar, tienda por departamento y servicios de apoyo no se espera crecimiento en las proyecciones. La tasa de crecimiento expuesta por la CEPAL para el año 2020 para Brasil es de 1,70. Lo expuesto anteriormente se muestra en las siguientes 2 tablas.

Tabla 33. Ingresos por segmento Brasil proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF)

BRASIL	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	45.624	42.935	40.404	38.022	35.781
Shopping centers	-	-	-	-	-
Mejoramiento del hogar	-	-	-	-	-
Tienda por departamento	-	-	-	-	-
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	165	203	250	308	379
Servicios de apoyo	-	-	-	-	-
Total	45.789	43.138	40.654	38.330	36.159

Fuente: Elaboración propia

Tabla 34. Crecimiento por segmento Brasil proyectado 2020-2024 Cencosud (%)

BRASIL	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	-5,9%	-5,9%	-5,9%	-5,9%	-5,9%
Shopping centers	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mejoramiento del hogar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tienda por departamento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%
Servicios de apoyo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total	-5,85%	-5,85%	-5,85%	-5,85%	-5,85%

Fuente: Elaboración propia



- Perú: Para la estimación de los ingresos en Perú, se utilizó la tasa de proyección de crecimiento del país para el año 2020 de la CEPAL, el cual es 3,2%, y el promedio histórico de los últimos 3 años, ambos con pesos relativos de 10% y 90% respectivamente. De esta forma, se proyecta un crecimiento de -0,57% para el segmento de supermercados, un 2,97% para el segmento de shopping centers, un 12,34% para tiendas por departamento, un -16,28% para servicios financieros y finalmente en servicios de apoyo proyectamos solo para el primer año un incremento del 120,4% en servicios de apoyo, para luego mantener una tasa de crecimiento 0% y así mantener un nivel de ingreso concordante al que mantiene en otros países por este concepto. En el año 2019 existe un incremento anómalo por este concepto, por lo cual tomamos la decisión de suavizar este dato a los próximos 5 años.

Tabla 35. Ingresos por segmento Perú proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF)

PERÚ	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	30.651	30.478	30.305	30.132	29.961
Shopping centers	850	875	901	928	955
Mejoramiento del hogar	-	-	-	-	-
Tienda por departamento	4.221	4.742	5.327	5.984	6.722
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	425	356	298	249	209
Servicios de apoyo	133	133	133	133	133
Total	36.280	36.582	36.962	37.426	37.980

Fuente: Elaboración propia

Tabla 36. Crecimiento por segmento Perú proyectado 2020-2024 Cencosud (%)

PERÚ	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	-0,57%	-0,57%	-0,57%	-0,57%	-0,57%
Shopping centers	2,97%	2,97%	2,97%	2,97%	2,97%
Mejoramiento del hogar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tienda por departamento	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	-16,3%	-16,3%	-16,3%	-16,3%	-16,3%
Servicios de apoyo	120,4%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Total	-0,88%	-0,88%	-0,88%	-0,88%	-0,88%

Fuente: Elaboración propia



- Colombia: Para la estimación de los ingresos de Colombia, se utilizó la tasa de proyección de crecimiento del país para el año 2020 de la CEPAL, el cual es 3,5%, y el promedio histórico de ingresos de los últimos 3 años, ambos con pesos relativos de 10% y 90% respectivamente. De esta forma, se proyecta un crecimiento de -4,2% para el segmento de supermercados, un - 3% para el segmento de shopping centers, un 1,6% en mejoramiento del hogar, para servicios financieros proyectamos solo para el primer año un incremento del 43,2% para luego mantener una tasa de crecimiento 0% y así mantener un nivel de ingreso concordante al que mantiene en otros países por este concepto. Finalmente, en servicios de apoyo proyectamos un decrecimiento de -8,7%.

Tabla 37. Ingresos por segmento Colombia proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF)

COLOMBIA	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	25.205	24.139	23.118	22.140	21.203
Shopping centers	293	285	276	268	260
Mejoramiento del hogar	2.560	2.601	2.643	2.685	2.728
Tienda por departamento	-	-	-	-	-
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	530	530	530	530	530
Servicios de apoyo	-96	-87,92	-80,83	-74,32	-68,33
Total	28.493	27.466	26.485	25.548	24.652

Fuente: Elaboración propia

Tabla 38. Crecimiento por segmento Colombia proyectado 2020-2024 Cencosud (%)

COLOMBIA	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,2%
Shopping centers	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%
Mejoramiento del hogar	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Tienda por departamento	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	43,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Servicios de apoyo	-8,1%	-8,1%	-8,1%	-8,1%	-8,1%
Total	-3,51%	-3,51%	-3,51%	-3,51%	-3,51%

Fuente: Elaboración propia



- Consolidado: En base al estudio realizado anteriormente proyectamos que la empresa mantendrá ingresos a la baja durante los próximos 5 años en casi todas las unidades de negocios. Estos resultados están influenciados principalmente al mal desempeño que se proyecta en Argentina para los próximos 5 años, dada su economía hiperinflacionaria.

En la Tabla Tabla 4 se presentan los resultados proyectados consolidados, tanto en MUF como en porcentaje de crecimiento respectivamente.

Tabla 39. Ingresos consolidados proyectados 2020-2024 Cencosud (MUF)

CONSOLIDADO	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	232.876	224.707	217.367	210.756	204.789
Shopping centers	8.032	7.918	7.828	7.761	7.713
Mejoramiento del hogar	37.952	36.217	34.674	33.304	32.086
Tienda por departamento	38.026	37.279	36.643	36.126	35.734
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	6.478	6.848	7.269	7.742	8.271
Servicios de apoyo	433	457	482	508	534
Ajuste Operaciones descontinuadas	-	-	-	-	-
Diferencia inflacionaria	-	-	-	-	-
Total	323.796	313.426	304.264	296.197	289.127

Fuente: Elaboración propia

Tabla 40. Crecimiento consolidado proyectado 2020-2024 Cencosud (%)

CONSOLIDADO	2020	2021	2022	2023	2024
Supermercado	-3,8%	-3,51%	-3,27%	-3,04%	-2,83%
Shopping centers	-1,7%	-1,42%	-1,13%	-0,86%	-0,61%
Mejoramiento del hogar	-4,9%	-4,57%	-4,26%	-3,95%	-3,66%
Tienda por departamento	-2,2%	-1,96%	-1,70%	-1,41%	-1,09%
Servicios financieros (tarjetas + seguros + banco)	8,0%	5,72%	6,14%	6,51%	6,83%
Servicios de apoyo	28,9%	5,69%	5,47%	5,30%	5,16%
Ajuste Operaciones descontinuadas	-	-	-	-	-
Diferencia inflacionaria	-	-	-	-	-
Total	-3,4%	-3,20%	-2,92%	-2,65%	-2,39%

Fuente: Elaboración propia



5.2 Proyección de costos de operación, otros gastos e ingresos

En el siguiente apartado se presenta la proyección de los costos de operación, otros gastos e ingresos para los cuales se utiliza los siguientes supuestos.

- Otros ingresos: Esta partida del resultado tiene un promedio histórico de un 2,57% sobre los ingresos totales.
- Costos de venta: Para la proyección se utilizó el promedio histórico del ingreso por venta. El promedio histórico de los costos de venta es de -71,40% de los ingresos totales.
- Costos de distribución: Se proyectaron en base al promedio histórico de los 5 años analizados. En promedio representan, un -0,30% de los ingresos totales.
- Gastos de administración: Se utiliza el promedio histórico de gastos por administración, es decir, un -22,35% de los ingresos totales de Cencosud.
- Otros gastos, por función: La proyección se basa en el promedio histórico de -1,64% de los ingresos por actividades ordinarias.
- Otras ganancias (pérdidas): Esta partida del resultado tiene un promedio histórico de un 0,21% sobre los ingresos totales.

Con estos supuestos, la proyección de los de costos de operación, otros gastos e ingresos se muestra en la Tabla .

Tabla 41. Proyección de costos de operación, otros gastos e ingresos Cencosud (MUF)

Costos e Ingresos de Operación	2020	2021	2022	2023	2024
Costo de ventas	-231.189	-223.784	-217.243	-211.483	-206.436
Otros ingresos	8.322	8.055	7.820	7.612	7.431
Costos de distribución	-957	-926	-899	-875	-854
Gastos de administración	-75.606	-73.185	-71.046	-69.162	-67.511
Otros gastos, por función	-5.569	-5.391	-5.233	-5.095	-4.973
Otras ganancias (pérdidas)	680	658	639	622	607

Fuente: Elaboración propia



5.3 Proyección resultado no operacional

A continuación, se presenta la proyección del resultado no operacional de Cencosud para los próximos 5 años.

Tabla 42. Proyección de resultado no operacional Cencosud (MUF)

Costos e Ingresos de No Operación	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos financieros	737	786	838	894	953
Costos financieros	-10.038	-10.112	-10.186	-10.261	-10.337
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	557	582	608	635	663
Diferencias de cambio	-917	-917	-917	-917	-917
Resultados por unidades de reajuste	-1.312	-1.312	-1.312	-1.312	-1.312

Fuente: Elaboración propia

- Ingresos financieros: En esta partida consideramos una tasa de crecimiento de promedio de 6,6%. Manteniendo una proyección de MUF 737 durante el año 2020 a MUF 953 al año 2024.
- Costos financieros: Los costos financieros calculados se proyectan con una tasa de crecimiento de 0,7%. incrementando así los costos de MUF -10.038 a MUF -10.337.
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas: En esta partida proyectamos una tasa de crecimiento de 4,5% para los próximos 5 años.
- Diferencias de cambio: Esta partida la mantendremos como una constante durante los próximos 5 años dada la volatilidad que existe en sus resultados en los últimos años. El dato utilizado se calculó como el monto promedio de los últimos 5 años.
- Resultados por unidades de reajuste: En esta partida se operó de la misma manera que en la diferencia de cambio dada la volatilidad de sus resultados. Para este caso mantendremos una constante de MUF -1.312, que corresponde al resultado promedio de los últimos 5 años.



5.4 Proyección del estado de resultado

Finalmente, se presenta el estado de resultado proyectado para Cencosud S.A. para los próximos 5 años aplicando una tasa de impuestos a las ganancias del 27%. En la *Tabla* se muestra el estado de resultado proyectado en MUF y en la *Tabla* se muestra como porcentaje de las ventas.

Tabla 43. Estado de resultado proyectado 2020-2024 Cencosud (MUF)

Estado de resultados proyectado MUF	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	323.796	313.426	304.264	296.197	289.127
Costo de ventas	-231.189	-223.784	-217.243	-211.483	-206.436
Ganancia bruta	92.607	89.641	87.021	84.714	82.692
Otros ingresos	8.322	8.055	7.820	7.612	7.431
Costos de distribución	-957	-926	-899	-875	-854
Gastos de administración	-72.373	-70.055	-68.007	-66.204	-64.624
Otros gastos, por función	-5.323	-5.153	-5.002	-4.869	-4.753
Otras ganancias (pérdidas)	680	658	639	622	607
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	22.956	22.220	21.571	20.999	20.498
Ingresos financieros	737	786	838	894	953
Costos financieros	-10.038	-10.112	-10.186	-10.261	-10.337
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	557	582	608	635	663
Diferencias de cambio	-917	-917	-917	-917	-917
Resultados por unidades de reajuste	-1.312	-1.312	-1.312	-1.312	-1.312
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	11.984	11.248	10.602	10.038	9.549
Gasto por impuestos a las ganancias	-3.236	-3.037	-2.863	-2.710	-2.578
Ganancia (pérdida) neta	8.748	8.211	7.740	7.328	6.971

Fuente: Elaboración propia



Tabla 44. Estado de resultado proyectado 2020-2024 Cencosud (%)

Estado de resultados proyectado %	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-71,40%	-71,40%	-71,40%	-71,40%	-71,40%
Ganancia bruta	28,60%	28,60%	28,60%	28,60%	28,60%
Otros ingresos	2,57%	2,57%	2,57%	2,57%	2,57%
Costos de distribución	-0,30%	-0,30%	-0,30%	-0,30%	-0,30%
Gastos de administración	-22,35%	-22,35%	-22,35%	-22,35%	-22,35%
Otros gastos, por función	-1,64%	-1,64%	-1,64%	-1,64%	-1,64%
Otras ganancias (pérdidas)	0,21%	0,21%	0,21%	0,21%	0,21%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	7,09%	7,09%	7,09%	7,09%	7,09%
Ingresos financieros	0,23%	0,25%	0,28%	0,30%	0,33%
Costos financieros	-3,10%	-3,23%	-3,35%	-3,46%	-3,58%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	0,17%	0,19%	0,20%	0,21%	0,23%
Diferencias de cambio	-0,28%	-0,29%	-0,30%	-0,31%	-0,32%
Resultados por unidades de reajuste	-0,41%	-0,42%	-0,43%	-0,44%	-0,45%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	3,70%	3,59%	3,48%	3,39%	3,30%
Gasto por impuestos a las ganancias	-1,00%	-0,97%	-0,94%	-0,92%	-0,89%
Ganancia (pérdida) neta	2,70%	2,62%	2,54%	2,47%	2,41%

Fuente: Elaboración propia



6. PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE

En el presente apartado, se realiza la proyección del flujo de caja libre (FCL). Para esto, se parte por las ganancias (pérdidas) obtenidas en el estado de resultados proyectado, para continuar con los demás ítems que se muestran en la *Tabla* .

Tabla 45. Ítems del FCL
Flujo de Caja Libre (FCL)

(+) Utilidad del ejercicio
(+) Depreciación
(-) Ingresos financieros después de impuestos
(+) Gastos financieros después de impuestos
(+) Otros egresos fuera de la explotación después de impuestos
(-) Otros ingresos fuera de la explotación después de impuestos
(-) Resultado por participación en asociadas
(+/-) Diferencia de cambio
(+/-) Resultados por unidades de reajuste
(=) Flujo de caja bruto
(-) Inversión en reposición
(-) Inversión en capital físico
(-) Aumento (disminución) de capital de trabajo
(=) Flujo de caja libre

Fuente: Elaboración propia

6.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

Para proyectar la amortización y depreciación de la propiedad, planta y equipos de Cencosud, se utiliza un porcentaje sobre los ingresos proyectados. Se observa en la que la proporción sobre las ventas de las depreciaciones asciende a un porcentaje promedio de 2,08%. Esta proporción, se establece para proyectar la depreciación para el periodo 2020-2024. Continuando con la amortización, se establece para las proyecciones el porcentaje promedio de los periodos 2015-2019, siendo este un 0,33%. Así, el porcentaje total utilizado para las proyecciones entre depreciación y amortización es de un 2,41% de los ingresos proyectados.



Tabla 46. Depreciación y amortización histórica y cómo % de las ventas

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio Histórico
Ingresos de actividades ordinarias (MUF)	428.862	392.174	390.213	349.927	337.274	379.690
Depreciación (MUF)	7.406	7.462	7.704	6.368	10.035	7.795
Amortización (MUF)	1.119	1.181	1.329	1.416	1.189	1.247
Depreciación (% de las ventas)	1,73%	1,90%	1,97%	1,82%	2,98%	2,08%
Amortización (% de las ventas)	0,26%	0,30%	0,34%	0,40%	0,35%	0,33%

Fuente: Estados Financieros 2015-2019

La *Tabla* muestra las proyecciones para el período 2020-2024 de la depreciación y amortización de Cencosud dados los supuestos anteriormente expuestos.

Tabla 47. Depreciación y amortización histórica y cómo % de las ventas

Depreciación y amortización proyectadas (MUF)	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	323.796	313.426	304.264	296.197	289.127
Depreciación	6.734	6.519	6.328	6.160	6.013
Amortización	1.075	1.040	1.010	983	960

Fuente: Elaboración propia

6.2 Inversión en reposición y nuevas inversiones

La inversión en reposición corresponde a “la inversión necesaria para poder mantener la capacidad generadora de flujos de caja de los activos actuales”¹⁵, la que se determina como el 100% de la depreciación y amortización proyectada (ver *Tabla*). En cambio, para las nuevas inversiones se calcula primero el promedio histórico de la variación porcentual de los últimos 4 años de las inversiones realizadas por Cencosud (período 2016-2019), que resulta ser un -14,76%, como se expone en la *Tabla* . Luego, este porcentaje se utiliza para determinar el monto en MUF de las nuevas inversiones, lo que implica que el monto anual invertido en nuevos activos disminuirá en un 14,76% a través del tiempo. En la *Tabla* se muestra el portafolio de inversiones proyectado para el período 2020-2024 de Cencosud S.A.

¹⁵ Capítulo 1, “Valoración de Empresas, Métodos y Aplicaciones” – Carlos Maquieira V.



Tabla 48. Inversión histórica de Cencosud

Inversiones	2015	2016	2017	2018	2019
Total inversiones MUF	15.042	12.663	11.479	10.095	7.891
Variación porcentual		-15,81%	-9,35%	-12,06%	-21,84%
Promedio de la variación porcentual	-14,76%				

Fuente: Guidance Investor. Cencosud 2015-2019

Tabla 49. Proyección de inversiones de Cencosud

Inversiones	2020	2021	2022	2023	2024
Inversión en reposición MUF	7.809	7.559	7.338	7.144	6.973
Nuevas inversiones MUF	6.725	5.733	4.887	4.164	3.551
Total inversiones	14.534	13.292	12.225	11.308	6.973

Fuente: Elaboración propia

6.3 Capital de trabajo

Utilizando la metodología propuesta por Carlos Maqueira¹⁶, se estimó el capital de trabajo operativo neto (CTON) el cual lo expresa en términos de número de días de ventas. Para esto se utilizó la siguiente relación:

$$\text{CTON} = \text{Efectivo y equivalente} + \text{cuentas por cobrar} + \text{valores negociables} + \text{inventarios} - \text{cuentas por pagar (proveedores + acreedores varios)}$$

Para no contaminar el resultado a obtener debido a la alta inyección de dinero del 2019, originado por la apertura de Cencosud Shopping en la bolsa, el efectivo y equivalente al efectivo se ajustó a la tasa de crecimiento de la misma partida entre años 2017-2018. Así, el efectivo y equivalente a utilizar en el año 2019 fue de MUF 11.251 y el restante se clasificó como activo prescindible. Con esta premisa, se estimó el CTON para el periodo 2015-2019, siendo el resultado promedio de 8,25 días. Esto se muestra en la .

Tabla 50. Cálculo del capital de trabajo operativo neto Cencosud S.A.

¹⁶ Capítulo 9, "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica" – Carlos Maqueira V.



Determinación del capital de trabajo (en MUF)	2015	2016	2017	2018	2019
Efectivo y equivalentes al efectivo	10.468	10.446	9.478	10.326	11.251
Deudores com. y otras cuentas por cobrar corrientes	31.989	32.911	35.781	22.521	22.894
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes	579	1.100	938	688	640
Inventarios corrientes	41.683	43.620	41.065	40.623	39.043
Cuentas por pagar com. y otras cuentas por pagar	72.438	73.131	72.410	69.390	70.947
Cuentas por pagar a entidades relacionadas corrientes	1.139	711	932	968	944
Capital de trabajo operativo neto (CTON)	11.142	14.235	13.920	3.801	1.937
Ingresos de actividades ordinarias	428.862	392.174	390.213	349.927	337.274
RCTON (CTON / Ingresos)	2,60%	3,63%	3,57%	1,09%	0,57%
Días de venta para capital de trabajo necesario (CTON / Ingresos) * 360	9,35	13,07	12,84	3,91	2,07

Fuente: Elaboración propia

Además, se identifica el capital de trabajo operativo neto necesario año a año de la proyección, para que Cencosud pueda sostener sus ventas proyectadas. Este cálculo se muestra en la Tabla .

Tabla 51. Delta capital de trabajo operativo neto en MUF

CTON proyectado	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias proyectados	323.796	313.426	304.264	296.197	289.127
CTON proyectado	7.418	7.181	6.971	6.786	6.624
Delta CTON	238	210	185	162	-

Fuente: Elaboración propia

Como último análisis, se estimó el exceso (déficit) de capital de trabajo. Para esto, se comparó el capital de trabajo real a diciembre 2019 versus el capital necesario, calculado en base al parámetro al principio del apartado.

Tabla 52. Estimación del exceso (déficit) de CTON Cencosud S.A

Promedio RCTON (2015-2018)	2,29%
Promedio de días de venta para capital de trabajo necesario (2015-2019)	8,25
CTON histórico	1.937
CTON proyectado diciembre 2019	7.418
Déficit de capital de trabajo	-5.482

Fuente: Elaboración propia

De la Tabla se concluye que la compañía mantiene un déficit de capital de trabajo operativo neto de MUF 5.482. Este monto es el que corrige el déficit de capital de trabajo requerido al 31 de diciembre respecto al ideal que nos planteamos de 8,25 días de venta.



Esto quiere decir que con un capital de trabajo de MUF 5.482 se reestablece el ideal de capital de trabajo que la empresa debiera tener al 31 de diciembre de 2019.

6.4 Activos prescindibles

Para estimar el monto correspondiente a activos prescindibles, fueron consideradas aquellas partidas de los activos del balance que se puede prescindir de ellos en cualquier momento, es decir, aquellos ítems los cuales no forman parte del negocio principal de Cencosud S.A. Además, se sumó el efectivo y equivalente restante que no se utilizó en el cálculo del capital de trabajo, que fue de un monto de MUF 26.459. En la Tabla se presentan aquellos activos prescindibles que posee Cencosud a diciembre de 2019. El total de activos prescindibles alcanza un valor de MUF 44.054.

Tabla 53. Activos prescindibles Cencosud S.A. en MUF

Activos prescindibles	31/12/2019
Activos prescindibles corrientes	
Efectivo y equivalente al efectivo	26.459
Otros activos financieros corrientes	8.241
Otros activos no financieros corrientes	363
Activos no corrientes clasificados como mantenidos para la venta	11
Total activos corrientes prescindibles	35.073
Activos prescindibles no corrientes	
Otros activos financieros no corrientes	8.222
Otros activos no financieros no corrientes	760
Total activos no corrientes prescindibles	8.981
Total activos prescindibles	44.054

Fuente: Elaboración propia

6.5 Deuda financiera

Para el cálculo de la deuda financiera de la compañía, se consideró aquellos ítems que tienen directa relación con compromisos con bancos o instituciones financieras. Así, solo se



tomarán las partidas que aparecen en el estado de situación financiera como otros pasivos financieros corrientes y no corrientes. Esto se muestra a continuación en la Tabla .

Tabla 54. Deuda financiera Cencosud S.A.

Deuda financiera MUF	31/12/2019
Otros pasivos financieros corriente	4.544
Otros pasivos financieros no corriente	109.032
Deuda financiera total	113.576

Fuente: Elaboración propia

Como resultado obtenemos el FCL proyectado, como se muestra en la Tabla .

Tabla 55. Proyección flujo de caja libre Cencosud S.A.

ESTADO DE RESULTADOS	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ganancia (pérdida)	8.748	8.211	7.740	7.328	6.971	6.971
Depreciación/amortización	7.809	7.559	7.338	7.144	6.973	6.973
Ingresos financieros después de impuestos	-538	-574	-612	-653	-696	-696
Gastos financieros después de impuestos	7.328	7.382	7.436	7.491	7.546	7.546
Otros egresos fuera de la explotación después de impuestos	496	480	466	454	443	443
Otros ingresos de la explotación después de impuestos	-	-	-	-	-	-
Diferencia de cambio	-917	-917	-917	-917	-917	-917
Resultados por unidades de reajuste	-1.312	-1.312	-1.312	-1.312	-1.312	-1.312
Flujo de caja bruto MUF	21.615	20.830	20.140	19.535	19.009	19.009
Inversión en reposición	-7.809	-7.559	-7.338	-7.144	-6.973	-6.973
Inversión en capital físico (nuevas inversiones)	-6.725	-5.733	-4.887	-4.164	-	-
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	238	210	185	162	-	-
Flujo de caja libre MUF	7.318	7.748	8.100	8.390	12.036	12.036
Valor terminal					225.914	
Flujo de caja libre + valor terminal	7.318	7.748	8.100	8.390	237.950	

Valor Activos Operacionales (MUF)	211.240
--	----------------

Fuente: Elaboración propia

Para estimar el valor económico de Cencosud traeremos a valor presente los flujos de caja libre proyectados, incluyendo el valor terminal, por medio de la tasa WACC (k_0) que fue calculada en el apartado 6.7. En la estimación del valor terminal se utiliza el método sin crecimiento, lo que supone que al siguiente año de la proyección la empresa detiene su



crecimiento y se calcula una perpetuidad sobre ese año. Para el cálculo del FCL se utilizan los siguientes supuestos:

- Los ingresos totales de Cencosud no tienen crecimiento, por lo que se mantienen constantes en el futuro.
- Así mismo. se mantienen constantes los gastos operacionales. otros gastos, otras ganancias y las cuentas no operacionales.
- La tasa de impuesto utilizada en el flujo perpetuo es de un 27,0%.
- Al no haber crecimiento en los ingresos de Cencosud, la depreciación es igual a la del flujo del año 2024. Además, se asume que la inversión en reposición es menor a la depreciación con la finalidad de mantener constantes ambos montos.
- Los otros ingresos al considerarse recurrentes forman parte del flujo operacional de la empresa por lo tanto no se reversan en el FCL.

6.6 Valorización económica por medio del flujo de caja descontado

A continuación, se presenta en la Tabla la valorización económica de Cencosud S.A. por el método de flujo de caja descontado.

Tabla 56. Proyección flujo de caja libre Cencosud S.A.

Valoración económica	en MUF	en M\$
Flujos de los activos operacionales	211.240	\$ 5.980.183.858
Activos prescindibles a diciembre 2019	44.054	\$ 1.247.176.699
Exceso (déficit) de capital de trabajo	-5.482	-\$ 155.185.528
Valor de Cencosud S.A.	249.812	\$ 7.072.175.029
Deuda Financiera	113.576	\$ 3.215.322.560
Patrimonio económico	136.237	\$ 3.856.852.469
Número de acciones	2.863.129.447	

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla se realiza una comparación entre el precio de la acción de mercado al día 31 de diciembre del 2019, el cual fue de \$990 y nuestro precio de acción estimado, el cual resultó ser \$1.347 y está basado en el patrimonio económico de la empresa calculado en la Tabla .



Tabla 57. Comparación de precio de mercado y precio estimado Cencosud S.A.

	UF	CLP
Precio de la acción al 31 de dic. 2019	0,035	\$ 990
Precio de la acción estimado	0,048	\$ 1.347

Fuente: Elaboración propia

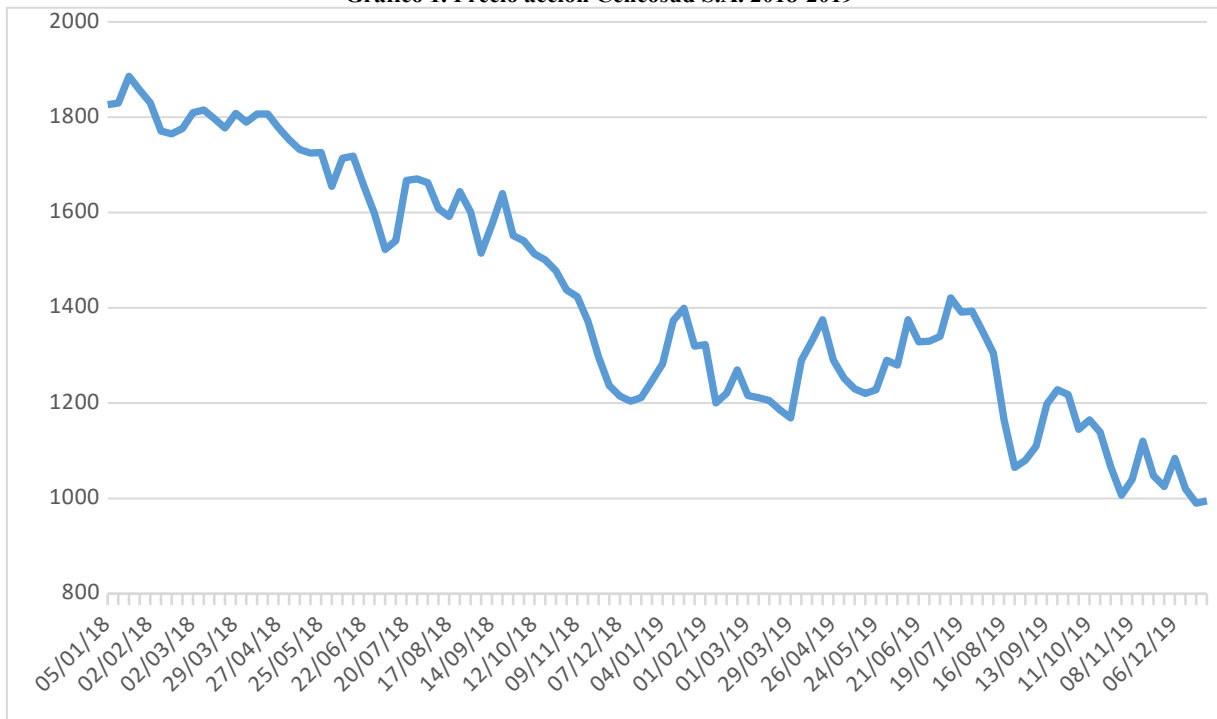
Claramente el precio de la acción al 31 de diciembre del 2019 esta subvalorado, dado que el mercado está sobrevalorando el impacto de la crisis social sufrida en Chile en octubre del 2019, afectando así fuertemente el precio de la acción de Cencosud (\$990). Según nuestro análisis, el precio de la acción de Cencosud a diciembre del 2019 debería ser de \$1.347, esto genera una diferencia de 36,06% respecto al valor real obtenido a esa fecha.

Antes de la crisis del 18 de octubre de 2019, Cencosud mantenía un precio de \$1.139, y luego del estallido social, el precio de Cencosud cerró en \$1.075 el día 21/10/2019. Generando así una variación de precio en un 5,62%.

Hay que hacer notar que el precio de la acción de Cencosud ya venía a la baja desde enero del 2018 debido mayormente a la constante baja en los ingresos y por una serie de hechos, tales como la salida de algunos de sus principales ejecutivos y gerentes corporativos, como también debido a informes de bancos de inversiones que han perjudicado la imagen de Cencosud. La curvatura del precio se puede ver en el .



Gráfico 1. Precio acción Cencosud S.A. 2018-2019



Fuente: Elaboración propia

6.7 Análisis de sensibilidad

Nuestro análisis de sensibilidad constó de 2 escenarios. El primero a diciembre de 2019, en donde se incluye el estallido social, hecho que no sólo generó la pérdida de muchos ingresos, sino que también hubo muchos despidos y muchas tiendas tuvieron que cerrar. El segundo escenario es a septiembre de 2019, en donde no se incluye el estallido social. En ambos escenarios se analiza el beta obtenido y como el impacto del estallido afectó el beta de la Cencosud S.A.

A septiembre del 2019 Chile proyectaba una tasa de crecimiento entre 2,25% y 2,75%. Bajo este escenario estimamos el beta de la acción antes del estallido social, el cual nos da un beta calculado de 1,34. A diciembre del 2019, con el efecto del estallido social absorbido, la FMI proyecta una tasa de crecimiento de 0,9% y la empresa bajo este escenario mantiene un beta de la acción de 1,31.



Con estos datos obtenidos podemos observar el efecto que tiene el estallido social sobre el beta de la acción, el cual disminuye en 2,24% y el cual también influye en el k_o , variando de $k_o= 5,60\%$ antes del estallido social (con un beta de 1,34) a $k_o= 5,33\%$ después del estallido social, donde el beta de la acción es de 1,31. Con un k_o de 5,60% logramos calcular un precio de la acción de \$1.270 a diciembre del 2019, el cual difiere en un 6,06% de nuestro precio estimado (\$1.347).

Estos resultados hacen pensar que de cierta forma la empresa se benefició del estallido social dado que la tasa de costo de capital baja a 5,33%. Sin embargo, esta disminución puede deberse nada más a la situación de incertidumbre que existió en este periodo, lo cual generó una gran volatilidad en los precios y generando así un comportamiento inesperado. De hecho, si analizamos los precios de la acción de Cencosud y además de lo que sucedió en el IGPA entre el 18 de octubre del 2019 al 31 de diciembre del 2019, vemos por ejemplo que el precio máximo que tuvo Cencosud en ese periodo fue de \$1.139, el precio mínimo fue de \$990 y el precio promedio fue de \$1.049, esto considerando nada más los precios al cierre de cada semana. Al calcular la desviación estándar de la muestra, damos con una desviación del 5,01%, es decir, en un periodo corto de tiempo, se ve efectivamente que existió una evolución del precio basado en incertidumbre (anexo 4).

Lo que nosotros esperaríamos en esta situación es que después del estallido social el k_o y el beta de la acción aumentaran, dado que existe un mayor riesgo en la empresa, y por consiguiente los dueños de esta le exigirían más.

Para el cálculo del precio sin estallido social, proyectamos ingresos considerando la tasa de crecimiento que tendría Chile antes del estallido social, el cual era entre 2,25% y 2,75, en nuestro caso, utilizamos un promedio de esto (2,5%).



7. CONCLUSIÓN DE LA VALORIZACIÓN

Habiendo finalizado el estudio de valorización de la empresa Cencosud, bajo la metodología de flujo de caja descontado y método por múltiplos, logramos establecer un precio de acción al 31 de diciembre del 2019.

Mediante el criterio de la metodología de flujo de caja descontado, se estima un patrimonio económico de MUF 136.237. Al dividir este último valor por el número de acciones de la empresa obtenemos un precio UF 0,048, que al 31 de diciembre de 2019 corresponde a \$1.347 pesos chilenos. Este precio estimado, difiere del precio de la acción observado al 31 de diciembre de 2019, el cual fue de \$990. Este último precio se ve fuertemente afectado por el estallido social que ocurrió en Chile en octubre del 2019, lo cual significó graves daños estructurales en supermercados y grandes tiendas. Se debe considerar además que el desempeño de la empresa durante el año ya venía enfrentando un duro panorama en Latino América, tanto en termino de consumo, por las nuevas formas de compra y preferencias de los consumidores, como también en inversión. También durante el año 2019 la empresa se vio afectada por los acontecimientos globales que enfrentaba la economía mundial, como por ejemplo la guerra económica entre Estados Unidos y China, lo cual alteraba las relaciones comerciales de distintos países. Todo lo anterior, afectó a la proyección de ventas de la empresa, la cual ya iba a la baja y que finalmente se vio reflejado en el precio de cierre del año 2019, el cual tiene una diferencia de \$357 respecto a nuestra estimación. Estos resultados se obtuvieron utilizando como premisa los 5 años anteriores al año de cierre de este análisis (2015-2019), debido a que este último año (2019) las decisiones financieras de Cencosud no reflejaron completamente lo que se venía haciendo periodo a periodo y fueron intervenidas por cambios que generaron alteraciones que contaminaban el análisis, como por ejemplo la salida a bolsa de Cencoshopp, donde solo esta decisión hizo cambiar el flujo de efectivo notoriamente.



ANEXOS

1. Filiales

<i>Chile</i>		
Sociedad	Directorio	Negocio
Cencosud S.A.	<p>Presidente: Horst Paulmann Kemna</p> <p>Directores: Peter Paulmann Koepfer Heike Paulmann Koepfer Julio Moura Roberto Oscar Philipps Cristián Eyzaguirre Johnston Richard Büchi Buc Mario Valcarce Durán.</p>	El ejercicio del comercio en general, incluyendo la compra, venta, consignación, distribución, importación, exportación, representación, comisión, envase, fraccionamiento y comercialización por cuenta propia o ajena de toda clase de bienes corporales muebles.
Banco Paris S.A. (En Liquidación)	<p>Comisión liquidadora: Fredy Astudillo Poblete Nicolás Larco Dávila Rodrigo Larraín Kaplan</p>	La sociedad tendrá como objeto, la ejecución de aquellos actos, contratos, negocios y operaciones que tengan por objeto facilitar la liquidación de la sociedad, pudiendo efectuar operaciones ocasionales o transitorias a fin de lograr la mejor realización de los bienes sociales.
Easy Retail S.A.	<p>Presidente: Horst Paulmann Kemna</p> <p>Gerente General: Antonio Ureta Vial</p>	La sociedad tendrá por objeto la explotación y administración en todas sus formas de la actividad del comercio en general, y especialmente la compra, venta, distribución, importación, exportación, representación, comisión, envase, fraccionamiento y comercialización por cuenta propia o ajena de toda clase de bienes corporales muebles.
Cencosud Retail S.A.	<p>Presidente: Horst Paulmann Kemna</p> <p>Directores: Ricardo Yunge Scheel Ricardo Bennett De La Vega</p>	Explotación de establecimientos comerciales de autoservicios, supermercados, distribuidoras, grandes tiendas y otras similares, bajo la modalidad de mayorista o minorista.
Cencosud Fidelidad S.A.	<p>Presidente: Heike Paulmann Koepfer</p> <p>Directores: Carla Brautigam Aguirre Ricardo Bennett De La Vega</p> <p>Gerente General: Antonio Ureta Vial</p>	La fidelización de clientes de empresas nacionales e internacionales a través de la prestación, suministro y desarrollo de múltiples servicios y la participación de toda clase de negocios en Chile o en el extranjero cuyo objeto se relacione directa o indirectamente con la actividad antes señalada.
Cencosud Shopping S.A.	<p>Presidente: Andreas Gebhardt Strobel</p>	a) La compra, venta, arrendamiento, loteo, construcción y en general la realización y administración por



	<p>Directores: Peter Paulmann Koepfer Felipe Bayly Marta Henao Matías Videla Ricardo Bennett Carlos Alberto Mechetti</p> <p>Gerente General: Germán Cerrato</p>	<p>cuenta propia o ajena de toda clase de inversiones inmobiliarias.</p> <p>b) Efectuar en el país o en el extranjero inversiones permanentes o de renta en toda clase de bienes muebles, corporales o incorporeales.</p>
<p>Inmobiliaria Santa Isabel S.A.</p>	<p>Presidente: Horst Paulmann Kemna</p> <p>Directores: Carlos Alberto Mechetti</p>	<p>Compra, venta, comercialización, permuta, arrendamiento y financiamiento de toda clase de bienes muebles e inmuebles, construcción de edificios y obras civiles; compraventa de terrenos, su urbanización, loteo, subdivisión, estudio, promoción y desarrollo de negocios inmobiliarios, su administración y explotación.</p>
<p>Santa Isabel Administradora S.A.</p>	<p>Directores: Rodrigo Hetz Pincheira Alejandra Kabakian</p> <p>Gerente General: Jorge Álvarez Molina</p>	<p>a) La administración y operación de establecimientos comerciales tales como autoservicios, supermercados, distribuidoras, grandes tiendas y otras similares;</p> <p>b) Realizar en forma directa o a través de otras empresas, la compra, venta, importación, exportación, elaboración o producción, comercialización y distribución, de toda clase de bienes, mercaderías o servicios que digan relación con la letra a) precedente.</p>
<p>Sociedad Comercial de Tiendas S.A.</p>	<p>Presidente Horst Paulmann Kemna</p> <p>Directores: Peter Paulmann Koepfer Carlos Alberto Mechetti</p>	<p>a) La instalación y explotación comercial de tiendas, quedando incorporadas dentro de él, la comercialización, exportación, importación de todo tipo de bienes, y también la industrialización de artículos de su giro</p> <p>b) La inversión en bienes inmuebles, administrarlos y percibir sus frutos, pudiendo adquirir propiedades, construir en ellas por cuenta propia o ajena y enajenarlos</p>
<p>Hotel Costanera S.A.</p>	<p>Presidente: Rodrigo Larraín Kaplán</p> <p>Directores: Peter Paulmann Koepfer</p> <p>Gerente General: John Paul Schackely</p>	<p>a) El desarrollo, la construcción, la implementación y explotación de hoteles y sus servicios complementarios;</p> <p>b) La selección, adquisición e instalación de los bienes muebles de los hoteles, incluido mobiliario, instalaciones y equipamiento</p>
<p>Megajohnson's Viña del</p>	<p>Directores:</p>	<p>La administración y explotación de tiendas</p>



<p>Mar S.A.</p>	<p>Rodrigo Hetz Pincheira Alejandra Kabakian Gerente General: Raúl Lagos Santis</p>	<p>por departamento, pudiendo para tal efecto, confeccionar, vender, importar, exportar y/o reexportar, por mayor o menor, toda clase de productos y bienes muebles, en forma amplia. Asimismo podrá desarrollar el giro de inversiones en bienes corporales o incorporeales, muebles o inmuebles, administrar tales inversiones y percibir sus frutos.</p>
<p>American Fashion SPA</p>	<p>Administración: Cencosud Retail S.A.</p>	<p>Comercialización, distribución, compra y/o venta, importación y/o exportación, reexportación y representación de toda clase de artículos y prendas de vestir de la marca "AMERICAN EAGLE OUTFITTERS"® and "AERIE"® y la operación de las tiendas que en dichos artículos sean comercializados y distribuidos, en virtud del "MultiStore Retail License Agreement"</p>
<p>Administradora TMO S.A.</p>	<p>Directores: Rodrigo Hetz Pincheira Alejandra Kabakian Gerente General: Patricio Rivas De Diego</p>	<p>La emisión y operación de tarjetas de créditos o cualquier otro instrumento que permita a su titular o usuario, disponer de un crédito otorgado por la Sociedad para ser utilizado en la adquisición de bienes o en el pago de servicios vendidos o prestados por las entidades afiliadas a la Sociedad.</p>
<p>Administradora del Centro Comercial Alto Las Condes Ltda.</p>	<p>Administración: Cencosud Shopping S.A.</p>	<p>La administración del centro comercial Alto las Condes de Santiago, hoy de propiedad de Cencosud Shopping Centers S.A.</p>
<p>Jumbo Supermercados Administradora Ltda.</p>	<p>Administración: Cencosud Retail S.A.</p>	<p>La administración y operación por cuenta propia o ajena de hipermercados, supermercados y/o almacenes. La sociedad podrá celebrar todos los actos y negocios que directa e indirectamente se relacionen al objeto social y cumplimiento de los demás objetivos que los socios acuerden.</p>
<p>Administradora de Servicios Cencosud Ltda.</p>	<p>Administración: Cencosud Retail S.A.</p>	<p>a) La emisión, comercialización y operación de "gift cards" u otros documentos equivalentes que puedan ser aceptados como instrumento de pago en establecimientos del grupo Cencosud;</p> <p>b) El desarrollo de otras actividades tendientes a promover la comercialización de bienes y servicios;</p> <p>c) El desarrollo de actividades que permitan vincular a las empresas de retail o prestadoras de servicios con sus clientes</p>
<p>Cencosud Internacional Ltda.</p>	<p>Administración: Cencosud S.A.</p>	<p>Efectuar exclusivamente en el extranjero inversiones permanentes o de renta en toda clase de bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporeales. Para estos efectos la Sociedad podrá adquirir, conservar, vender, enajenar y negociaren cualquier forma y a cualquier título, toda</p>



		clase de bienes situados en el extranjero y percibir sus frutos y rentas.
Comercial Food and Fantasy Ltda.	Administración: Cencosud S.A.	Explotación comercial por cuenta propia o ajena de juegos y actividades de entretenimiento; La importación, comercialización y distribución de toda clase de maquinarias, equipos y juegos de entretenimiento; dar servicios de comida, bebidas y en general de restaurant.
Eurofashion Ltda.	Administración: Cencosud Retail S.A.	Fabricación por cuenta propia o ajena, la comercialización, distribución, compra y/o venta, importación y/o exportación, reexportación, representación de toda clase de artículos y prendas de vestir.
Inmobiliaria Bilbao Ltda.	Administración: Cencosud Retail S.A.	Compra y venta de bienes muebles, el almacenaje, bodegaje, transporte y distribución de estos bienes y los demás actos, contratos y negocios que los socios acuerden.
Mercado Mayorista PyP Ltda.	Administración: Cencosud S.A.	Compra, venta, envase y distribución en general, por cuenta propia o ajena, de toda clase de bienes muebles; la inversión en valores mobiliarios y todo otro negocio o actividades que los socios acuerden.
Paris Administradora Ltda.	Administración: Cencosud Retail S.A.	El objeto de la sociedad será la administración y operación de locales comerciales de todo tipo, incluyendo hipermercados, supermercados, almacenes, tiendas de conveniencia, tiendas de mejoramiento del hogar, tiendas por departamento.
Johnson Administradora Ltda.	Administración: Cencosud Retail S.A.	Administración y operación por cuenta propia o ajena de tiendas de conveniencia y/o tiendas por departamento. La sociedad podrá celebrar todos los actos y negocios que directa e indirectamente se relacionen al objeto social y al cumplimiento de los demás objetivos que los socios acuerden
Cencosud Internacional Argentina Spa		<p>a) Efectuar inversiones de carácter pasivo, de cualquier naturaleza tanto en Chile como en el exterior, en bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporales, pudiendo comprar, vender, liquidar o conservar tales inversiones.</p> <p>b) Tomar interés o participar como socio o accionista en empresas o sociedades de cualquier naturaleza, chilenas o extranjeras.</p>
CAT Corredores de Seguros y Servicios S.A.	Directores Juan Matamoros Jaime Soler Bottinelli Sandra Espinoza Patricio Rivas de Diego Danilo González Asensio	El objeto único y exclusivo de la sociedad, en calidad de filial de un banco, será única y exclusivamente actuar como intermediario en la contratación de toda clase de seguros, con cualquier entidad aseguradora, de conformidad con la normativa legal vigente, y en especial a lo establecido en el artículo 57 del DFL 251 de 1931, y las disposiciones posteriores que lo sustituyan



	Heike Paulmann Koepfer Gerente General: Rodrigo Della Maggiora Silva	o complementen.
CAT Administradora de Tarjetas S.A.	Directorio: Francisco Sardón de Taboada Jaime Soler Bottinelli Juan Matamoros Patricio Rivas de Diego Danilo González Asensio Heike Paulmann Koepfer Gerente General: Eulogio Guzmán Llona	Sociedad de apoyo al giro, en calidad de filial de un banco, será a) Emitir y operar tarjetas de crédito y b) Otorgar préstamos con o sin garantía.
Administradora y Procesos S.A	Directorio Titulares: Francisco Sardón de Taboada Jaime Soler Bottinelli Juan Matamoros Patricio Rivas de Diego Danilo González Asensio Gerente General: Juan Carlos Contreras Canales	La sociedad tendrá por objeto la realización, por cuenta propia o de terceros, de la autorización y registro de las transacciones, los procesos informáticos de datos y la administración de tarjetas de pago.
Servicios Integrales S.A.	Directorio: Francisco Sardón de Taboada Jaime Soler Bottinelli Juan Matamoros Patricio Rivas de Diego Danilo González Asensio Heike Paulmann Koepfer Gerente General: Lizette Martínez Socias	La sociedad tendrá por objeto la realización, por cuenta propia o de terceros, de servicios de cobranza, recaudaciones, asesorías financieras y otras actividades complementarias a las anteriores o necesarias para llevarlas a efecto
Meldar Capacitación Ltda.	Administración: Cencosud Retail S.A.	La sociedad tiene por objeto: Servicios de capacitación.
Comercializadora Costanera Center SpA	Administración: Cencosud Retail S.A.	Efectuar inversiones y explotar todo tipo de bienes, muebles o inmuebles, corporales e incorporales, por cuenta propia o ajena, tanto en Chile como en el extranjero; la explotación comercial por cuenta propia o ajena de juegos y actividades de



		entretención y/o actividades de esparcimiento; la importación, comercialización y distribución de toda clase de equipos y juegos de entretenimiento; dar servicio de comidas, de bebidas y en general de restaurant; la elaboración y distribución de alimentos y bebidas de todo tipo, y su venta directamente al público.
Cencosud Inmobiliaria S.A	<p>Directorio: Horst Paulmann Kemna Peter Paulmann Koepfer Carlos Alberto Mechetti</p> <p>Gerente General: Matías Videla</p>	<p>a) La compra, venta, arrendamiento, loteo, construcción y en general la realización y administración por cuenta propia o ajena de toda clase de inversiones inmobiliarias.</p> <p>b) Efectuar en el país o en el extranjero inversiones permanentes o de renta en toda clase de bienes muebles, corporales o incorporeales</p>
Sociedad Comercial de Tiendas II S.A	<p>Directorio: Horst Paulmann Kemna Peter Paulmann Koepfer Carlos Alberto Mechetti</p> <p>Gerente General: Matías Videla</p>	<p>a) La instalación y explotación comercial de tiendas, quedando incorporadas dentro de él, la comercialización, exportación, importación de todo tipo de bienes, y también la industrialización de artículos de su giro.</p> <p>b) La inversión en bienes inmuebles, administrarlos y percibir sus frutos, pudiendo adquirir propiedades, construir en ellas por cuenta propia o ajena y enajenarlos</p>
<u>Argentina</u>		
Sociedad	Directorio	Negocio
Agrojumbo S.A.	<p>Presidente: Roberto Oscar Philipps</p> <p>Vicepresidente: Christoph Georg Prager</p>	La sociedad tiene por objeto dedicarse por cuenta propia o de terceros o asociada a terceros en cualquier parte del país o del extranjero, a la realización de actividades comerciales, financieras, inmobiliaria, mineras, industrial alimenticia, agropecuarias y de servicios agropecuarios.
Agropecuaria Anjullon S.A.	<p>Presidente: Roberto Oscar Philipps</p> <p>Vicepresidente: Matías Germán Videla</p> <p>Director titular: Christoph Georg Prager</p>	La sociedad tiene por objeto dedicarse por cuenta propia, de terceros, asociada o en representación de terceros, en el país o en el extranjero, a las actividades agropecuarias.
Carnes Huinca S.A.	<p>Presidente: Matías Germán Videla</p> <p>Vicepresidente: Laurent Maurice Cadillat</p> <p>Secretario:</p>	La sociedad tiene por objeto realizar por cuenta propia, y/o de terceros y/o asociados a terceros, operaciones comerciales e industriales vinculadas a la carne.



	Christoph Georg Prager Prosecretario: Maricel Edith Cáceres	
Cavas y Viñas El Acequión S.A.	Presidente: Roberto Oscar Philipps Vicepresidente: Matías Germán Videla Director titular: Christoph Georg Prager	La sociedad tiene por objeto realizar por cuenta propia y/o asociada a terceros, actividades agrícolas, industriales, comerciales, importación y exportación y de construcción.
Cencosud S.A. (Argentina)	Presidente: Roberto Oscar Philipps Vicepresidente: Matías Germán Videla Sola Director Titular: Christoph Georg Prager	Realiza por cuenta propia, de terceros o asociada a terceros, pudiendo establecer sucursales, representaciones, agencias y filiales, tanto en el país como en el extranjero, las actividades comerciales, industriales, constructoras, de inversión, aseguradora, financiera, shopping center, logística, locales de entretenimiento y representaciones
Corminas S.A.	Presidente: Roberto Oscar Philipps Vicepresidente: Matías Germán Videla Sola Director Titular: Christoph Georg Prager	La sociedad tiene por objeto realizar por cuenta propia, de terceros y/o asociada a terceros, actividades comercial e industrial, constructora e inmobiliaria, financiera, de minería, de importación y exportación.
Invor S.A.	Presidente: Roberto Oscar Philipps Vicepresidente: Matías Germán Videla Sola Director Titular: Christoph Georg Prager	La sociedad tiene por objeto realizar por cuenta propia o de terceros o asociados a terceros, en el país o en el extranjero, actividades comerciales, industriales, financieras, inmobiliarias, construcción, agrícola-ganaderas.
Pacuy S.A.	Presidente: Roberto Oscar Philipps Vicepresidente: Matías Germán Videla Sola Director Titular: Christoph Georg Prager	La sociedad tiene por objeto realizar por cuenta propia o de terceros o asociados a terceros en establecimientos propios o ajenos, actividades comerciales, industriales, financieros, inmobiliaria, construcción, agrícola-ganaderas.
Unicenter S.A.	Presidente: Roberto Oscar Philipps Vicepresidente: Matías Germán Videla Sola Director Titular: Christoph Georg Prager	Administración de centros comerciales, compra- venta, permuta, locación, arrendamiento y explotación en todas sus formas de bienes inmuebles urbanos y/o rurales, loteos, fraccionamientos y la realización de todas las operaciones sobre inmuebles que autoricen las leyes y reglamentaciones, incluso las comprendidas en la propiedad horizontal, y contratos de concesión de derechos de explotación en centros comerciales; compra- venta y



		locación de muebles, especialmente enseres, máquinas e instalaciones comerciales, compra-venta de títulos, acciones, debentures y toda clase de valores inmobiliarios nacionales y extranjeros, así como la inversión de capital en empresas constituidas y/o a constituirse; la participación en otras sociedades por acciones; el otorgamiento de créditos, préstamos, avales, fianzas, hipotecas, prendas, adelantos en dinero, con o sin garantía real o personal, y/o cualquier otro tipo de garantías a favor de sociedades controladas, controlantes, vinculadas o sujetas al control común de la Sociedad o de sus accionistas.
Cencosud Brasil Comercial Ltda.	<p>Director Presidente y Financiero Sebastián Darío Los</p> <p>Director Comercial Alejandro Alberto Arruiz Calvete</p>	La sociedad tiene como negocio la operación de actividades relacionadas con el comercio minorista o mayorista, de productos en general, de medicinas, calzado, actividades de panadería, pastelería y asador, activ. De corresponsalia bancaria, almacenar y transportar mercancía, importe de mercancía y comercio en general de lubricantes, accesorio y relacionados con vehículos motorizados.
Perini Comercial de Alimentos Ltda.	<p>Director Presidente y Financiero Sebastián Darío Los</p> <p>Director Comercial Alejandro Alberto Arruiz Calvete</p>	La sociedad tiene como negocio la operación de actividades relacionadas con el comercio minorista o mayorista, de productos en general, de medicinas, calzado, actividades de panadería, pastelería y asador, activ. De corresponsalia bancaria, almacenar y transportar mercancía, importe de mercancía y comercio en general de lubricantes, accesorio y relacionados con vehículos motorizados.
Mercantil Rodríguez Comercial Ltda.	<p>Director Presidente y Financiero Sebastián Darío Los</p> <p>Director Comercial Alejandro Alberto Arruiz Calvete</p>	La sociedad tiene como negocio la operación de actividades relacionadas con el comercio minorista o mayorista, de productos en general, de medicinas, calzado, actividades de panadería, pastelería y asador, activ. De corresponsalia bancaria, almacenar y transportar mercancía, importe de mercancía y comercio en general de lubricantes, accesorio y relacionados con vehículos motorizados.
<u>Perú</u>		
Cencosud Perú S.A.	<p>Directorio: Horst Paulmann Kemna</p> <p>Gerente General Mario Campodónico Castañeda</p>	La sociedad tiene por objeto: Dedicarse a la realización de inversiones de toda naturaleza en sociedades o empresas constituidas en el Perú o en el extranjero, que tengan como giro principal dedicarse a realizar negocios inmobiliarios, financieros y ventas al por mayor y por menor.
Cinco Robles S.A.C.	Gerente General:	La sociedad tiene por objeto: La



	Cencosud Perú S.A. representado, a su vez, por su Gerente General, Mario Campodónico Castañeda	compraventa y administración de bienes inmuebles, inversiones inmobiliarias en general.
Cencosud Retail Perú S.A.	Directorio: Horst Paulmann Kemna Gerente General: Cencosud Perú S.A. representado, a su vez, por su Gerente General, Mario Campodónico Castañeda	La sociedad tiene por objeto: La compraventa, importación, exportación de todo tipo de productos al por mayor y menor, susceptibles de ser comercializados en establecimientos.
ISMB Supermercados S.A.	Gerente General: Cencosud Perú S.A. representado, a su vez, por su Gerente General, Mario Campodónico Castañeda	La sociedad tiene por objeto: Dedicarse a actividades de compraventa, arrendamiento y administración de inmuebles; a la gestión y asesoría de negocios inmobiliarios.
Las Hadas Inversionistas S.A.C.	Gerente General: Cencosud Perú S.A. representado, a su vez, por su Gerente General, Mario Campodónico Castañeda	La sociedad tiene por objeto: La sociedad tiene por objeto principal ejercer los derechos de titular de acciones representativas del capital social de otras sociedades, sean locales o extranjeras, realizar inversiones y actividades inmobiliarias y en infraestructura.
Loyalty Perú S.A.C.	Directorio: Fernando Romero Belismelis Mario Campodónico Castañeda Alejandro Desmaison Fernandini Carlos Gonzáles Camargo Alberto de Ferrari Morelo (Alterno) Gerente General: Juan Daniel Aspillaga Elías	La sociedad tiene por objeto: Fidelizar a los clientes de las compañías asociadas, mediante un sistema de identificación y recompensa que premie su lealtad, satisfaciendo y excediendo sus expectativas, contribuyendo con el crecimiento de los asociados en un esquema de operaciones autofinanciadas.
Tres Palmeras S.A.	Directorio: Horst Paulmann Kemna Gerente General: Cencosud Perú S.A. representado, a su vez, por su Gerente General, Mario Campodónico Castañeda	La sociedad tiene por objeto: La compraventa y administración de bienes inmuebles, inversiones inmobiliarias en general.
Travel International Perú S.A.C	Gerente General: Cencosud Perú S.A. representado, a su vez, por su Gerente General, Mario Campodónico Castañeda	La sociedad tiene por objeto: Las operaciones de servicios turísticos, dedicado a la elaboración, producción, organización y venta de programas y demás servicios turísticos, nacionales e internacionales, reserva y venta de boletos y pasajes en cualquier medio de transporte.
Banco Cencosud S.A.	Directorio: Patricio Rivas de Diego	La sociedad tiene por objeto: Entidad bancaria.



	Mario Campodónico Castañeda Felipe Bayly Letts Alfredo Mastrokalos Viñas Cristián Eyzaguirre Johnston Gerente General Bruno Antonello Novella Zavala	
Paris Marcas Perú S.A.	Directorio: Horst Paulmann Kemna	La sociedad tiene por objeto: El servicio de abastecimiento, almacenaje, compras, control de inventarios, tráfico, manipulación de mercaderías, transporte, distribución física y cualquier otra función o servicio logístico en general; asimismo tendrá por objeto la compra, venta, comercialización, representación, importación, exportación de todo tipo de productos al por mayor y menor.

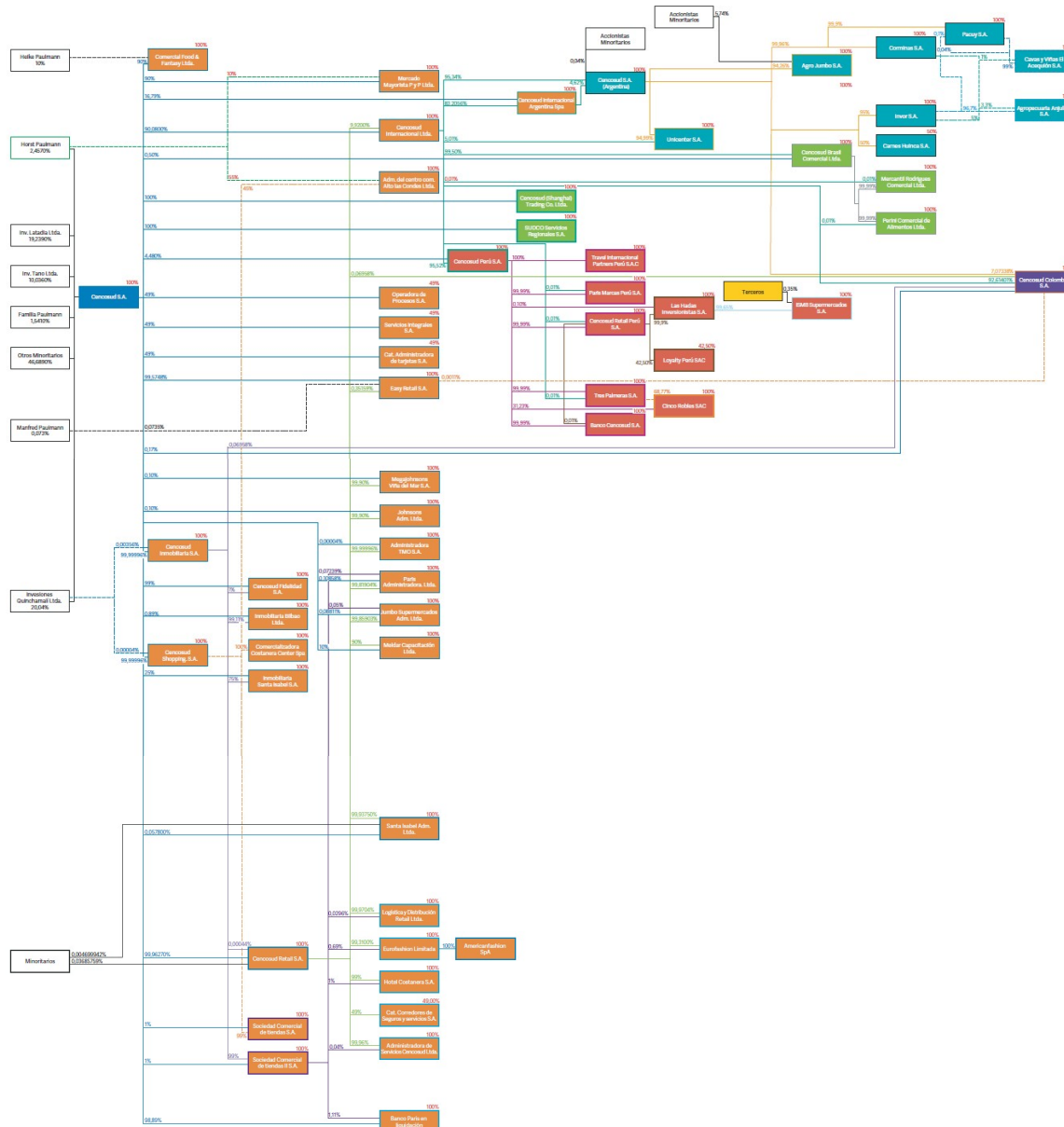
<u>Colombia</u>		
Cencosud Colombia S.A.	Directorio: Cristián Siegmund Andreas Gebhardt Diego Marcantonio Suplentes: Martha Lucia Henao Carlos Alberto Mechetti Ana María Mantilla Gerente General Cristián Siegmund Suplente: Martha Luca Henao	Desarrollar actividades relacionadas con el sector de la construcción, como elaboración de diseños, adecuación, demolición, restauración o remodelación de inmuebles. La compra, importación, exportación, adquisición, preparación, fabricación, elaboración, venta, distribución, y en general la producción y comercialización de productos de consumo masivo, la compra y venta de toda clase de medicamentos para el consumo humano y/o animal, todos estos bienes y servicios pueden ser propios y/o de terceros.

Fuente: elaboración propia





2. Diagrama de participación de Cencosud S.A.



Fuente: Memoria Anual Cencosud 2018



3. Noticia Goldman Sachs, recomendación de vender.

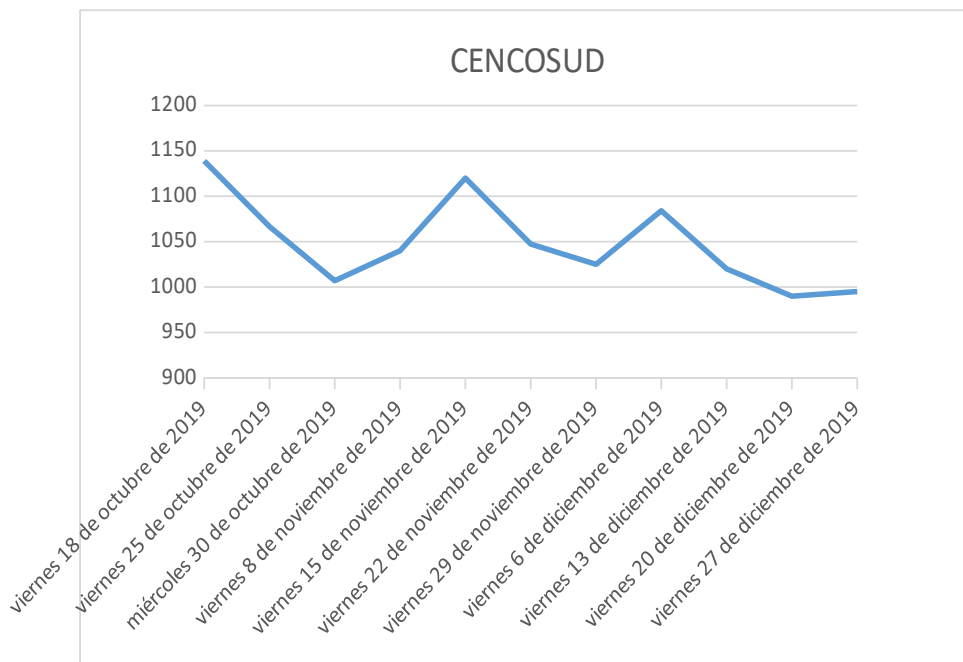


Equipo El Mercurio Inversiones

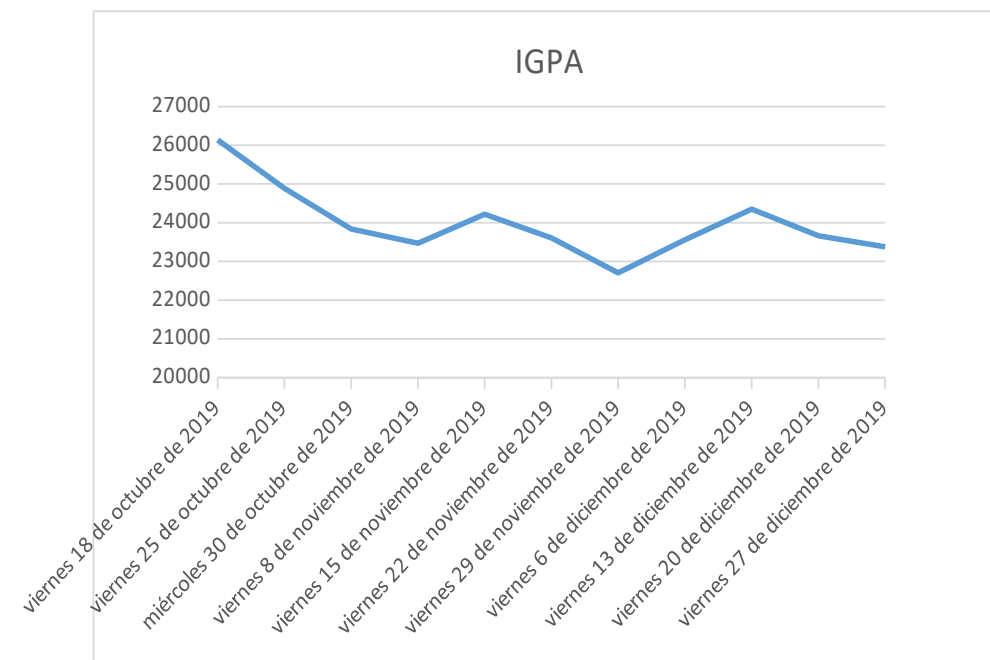
Goldman Sachs reanudó su cobertura de las compañías minoristas de Latinoamérica y advirtió un desafiante panorama para Cencosud, ya que proyectó una potencial caída de -20% al asignarle un precio objetivo de \$1.080 por acción y una recomendación de vender. A las 13:50 horas sus títulos descendían -3,38% en la Bolsa de Santiago. Al cierre las acciones cayeron -3,75% hasta \$1.280.

Fuente: <https://www.elmercurio.com/Inversiones/>

4. Evolución precio de la acción Cencosud e IGPA después del estallido social



Fuente: Elaboración propia



Fuente: Elaboración propia