



VALORIZACIÓN CENCOSUD S.A.

Tesis para optar al grado de:
MAGISTER EN FINANZAS



Estudiante:

Fabián Avilés Naranjo

Profesor guía:

Francisco Sánchez

Enero, 2021

Dedicatoria:

A mi esposa Eva Neuherz, por ser mi compañera, por ser la fortaleza para seguir adelante, y por sobre todo su amor. A mi familia, quienes han sido el pilar fundamental para todo este proceso, desde mi inicio en la educación preescolar hasta hoy en día, al final de mi postgrado. Mis padres, Marco Avilés Muñoz y Elizabeth Naranjo Tobar, por inculcarme los valores que me han hecho llegar hasta este punto. A mi hermana, Denisse Avilés Naranjo, quien ha sido mi guardián y defensora en mis momentos de debilidad. A todos ellos, gracias. Esto también es fruto de ustedes.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	1
1. METODOLOGÍA	2
1.1. PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN	2
1.2. MODELO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS	3
1.3. MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS	3
1.4. MÉTODO DE MÚLTIPLOS	6
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	9
2.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y SU HISTORIA	9
2.1.1. Descripción de la empresa	9
2.1.2. Reseña histórica	10
2.2. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	12
2.2.1. La industria	12
2.2.1.1. Supermercados	14
2.2.1.2. Tiendas de mejoramiento Hogar	15
2.2.1.3. Tiendas por Departamento	15
2.2.1.4. Centros Comerciales	16
2.2.1.5. Servicios Financieros	17
2.3. REGULACIÓN Y FISCALIZACIÓN	17
2.3.1. SERNAC	17
2.3.2. Dirección del Trabajo	18
2.3.3. Banco Central	18
2.3.4. Comisión para el Mercado Financiero (CMF)	18

2.3.5. SEREMI de Salud	19
2.3.6. SAG (Servicio Agrícola Ganadero)	19
2.3.7. Municipalidades	20
2.3.8. Fiscalía Nacional Económica.	20
2.4. PRINCIPALES ACCIONISTAS	21
2.5. EMPRESAS DE LA INDUSTRIA	21
3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA	23
3.1. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	23
3.2. ESTADO DE RESULTADOS	29
3.3. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	32
3.4. RATIOS FINANCIEROS	34
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	37
4.1. DEUDA FINANCIERA	37
4.1.1. Bonos	37
4.2. PATRIMONIO ECONÓMICO	39
4.3. VALOR ECONÓMICO DE LA EMPRESA	39
4.4. ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	40
5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	41
5.1. COSTO DE LA DEUDA	41
5.2. BETA DE LA DEUDA	41
5.3. ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL	42
5.4. BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA	43
5.5. BETA PATRIMONIAL CON ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	45
5.6. COSTO PATRIMONIAL	46
5.7. COSTO DE CAPITAL	46

6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	48
6.1. ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA EMPRESA	48
6.2. ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA	52
6.3. ANÁLISIS DE LOS COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES DE LA EMPRESA	55
6.4. ANÁLISIS DEL RESULTADO NO OPERACIONAL DE LA EMPRESA	59
6.5. ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS DE LA EMPRESA	61
7. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	64
7.1. INGRESOS OPERACIONALES PROYECTADOS	64
7.1.1 Supuestos utilizados	64
7.1.1. Chile	67
7.1.2. Argentina	68
7.1.3. Brasil	69
7.1.4. Perú	70
7.1.5. Colombia	71
7.1.6. Consolidado	72
7.2. COSTOS OPERACIONALES Y OTROS INGRESOS PROYECTADOS	73
7.3. RESULTADO NO OPERACIONAL PROYECTADO	74
7.4. IMPUESTO CORPORATIVO PROYECTADO	75
7.5. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO EN MILES DE UF	76
7.6. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO PORCENTUAL	77
8. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	78
8.1. DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	78
8.2. INVERSIÓN EN REPOSICIÓN Y EN CAPITAL FÍSICO	79
8.3. INVERSIÓN (LIBERACIÓN) DE CAPITAL DE TRABAJO	81
8.4. VALOR TERMINAL	82

8.5. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	83
9. PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO	84
9.1. VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	84
9.2. DÉFICIT (EXCESO) DE CAPITAL DE TRABAJO	84
9.3. ACTIVOS PRESCINDIBLES	84
9.4 DEUDA FINANCIERA	85
9.5. VALORIZACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DEL PRECIO DE LA ACCIÓN	85
9.6. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	87
CONCLUSIONES	89
BIBLIOGRAFÍA	90

ÍNDICE TABLAS, GRAFICOS Y FIGURAS

Tabla 1. Ficha de Cencosud S.A.	9
Tabla 2 Accionistas Cencosud S.A.	21
Tabla 3. Datos Falabella S.A.	21
Tabla 4. Resultados Falabella S.A.	22
Tabla 5. Activos Cencosud S.A.	23
Tabla 6. Pasivos y Patrimonio Cencosud S.A.	24
Tabla 7. Activos en porcentaje Cencosud S.A.	25
Tabla 8. Pasivos y Patrimonio en porcentaje Cencosud S.A.	26
Tabla 9. Estado de resultados Cencosud S.A.	29
Tabla 10. Estado de resultado en porcentaje Cencosud S.A.	30
Tabla 11. Pasivos y Patrimonio en porcentaje Cencosud S.A.	32
Tabla 12. Pasivos y Patrimonio en porcentaje Cencosud S.A.	34
Tabla 13. Detalle deuda financiera Cencosud S.A.	37
Tabla 14. Detalle bonos (porción corriente) vigentes Cencosud S.A.	38
Tabla 15. Detalle bonos (porción no corriente) vigentes Cencosud S.A.	38
Tabla 16. Patrimonio Económico Cencosud S.A.	39
Tabla 17. Valor económico Cencosud S.A.	40
Tabla 18. Estructura de capital objetivo Cencosud S.A.	40
Tabla 19. Betas de la acción entre los periodos 2017-2020.	43
Tabla 20. Ingresos por país Cencosud 2016-2020.	48
Tabla 21. Crecimiento por país de los ingresos Cencosud 2016-2020.	48
Tabla 22. Ingresos por segmento Cencosud 2016-2020.	49
Tabla 23. Crecimiento por segmento de los ingresos Cencosud 2016-2020.	50

Tabla 24. Ingresos Falabella 2016-2020.	54
Tabla 25. Crecimiento de los ingresos Falabella 2016-2020.	54
Tabla 26. Comparativo ingresos y crecimiento Cencosud - Falabella	54
Tabla 27. Costos operacionales Cencosud 2016-2020.	55
Tabla 28. Costos de ventas Cencosud 2016-2020.	56
Tabla 29. Gastos de administración y ventas Cencosud 2016-2020.	57
Tabla 30. Costo de distribución y otros gastos Cencosud 2016-2020.	58
Tabla 31. Ingresos/Costos no operacionales Cencosud 2016-2020.	59
Tabla 32. Resultados financieros Cencosud 2016-2020.	59
Tabla 33. Resultados financieros Cencosud 2016-2020.	60
Tabla 34. Activos Cencosud Junio-2020.	61
Tabla 35. Activos operacionales Cencosud 2016-2020.	62
Tabla 36. Activos no operacionales Cencosud 2016-2020.	62
Tabla 37. Promedio segmento Chile Cencosud	65
Tabla 38. Promedio segmento Argentina Cencosud	65
Tabla 39. Promedio segmento Brasil Cencosud	65
Tabla 40. Promedio segmento Perú Cencosud	65
Tabla 41. Promedio segmento Colombia Cencosud	66
Tabla 42. PIB proyectado	66
Tabla 43. Supuestos para los ingresos	67
Tabla 44. Crecimiento (Decrecimiento) Chile Cencosud.	67
Tabla 45. Ingresos proyectados Chile Cencosud.	68
Tabla 46. Crecimiento (Decrecimiento) Argentina Cencosud.	68
Tabla 47. Ingresos proyectados Argentina Cencosud.	69
Tabla 48. Crecimiento (Decrecimiento) Brasil Cencosud.	70

Tabla 49. Ingresos proyectados Brasil Cencosud.	70
Tabla 50. Crecimiento (Decrecimiento) Perú Cencosud.	71
Tabla 51. Ingresos proyectados Perú Cencosud.	71
Tabla 52. Crecimiento (Decrecimiento) Colombia Cencosud.	72
Tabla 53. Ingresos proyectados Colombia Cencosud.	72
Tabla 54. Ingresos proyectados Cencosud.	72
Tabla 55. Relación de Costos histórico Cencosud.	73
Tabla 56. Crecimiento (decrecimiento) Costos Operacionales y otros ingresos Cencosud.	74
Tabla 57. Proyección Costos Operacionales y otros ingresos Cencosud.	74
Tabla 58. Crecimiento (decrecimiento) Ingresos no operacionales Cencosud.	74
Tabla 59. Proyección Ingresos no operacionales Cencosud.	75
Tabla 60. Impuesto a las Ganancias Proyectadas Cencosud	75
Tabla 61. Estado resultado proyectado Cencosud	76
Tabla 62. Estado de resultado proyectado en porcentaje	77
Tabla 63. Depreciaciones y amortizaciones históricas Cencosud	78
Tabla 64. Depreciaciones y amortizaciones en porcentaje de los ingresos	78
Tabla 65. Depreciación y amortización proyectada Cencosud	79
Tabla 66. Inversiones históricas Cencosud	79
Tabla 67. Inversiones proyectadas Cencosud	80
Tabla 68. Capital de trabajo Cencosud	81
Tabla 69. Inversión (liberación) de capital de trabajo	82
Tabla 70. Flujo de caja libre proyectado Cencosud	83
Tabla 71. Valor presente de los flujos de caja libre Cencosud	84
Tabla 72. Déficit (Exceso) de capital de trabajo Cencosud	84
Tabla 73. Activos prescindibles Cencosud al 30 de Junio 2020	85

Tabla 74. Deuda financiera Cencosud al 30 de junio 2020	85
Tabla 75. Valoración económica y precio de acción	86
Tabla 76. Sensibilidad flujo de ingresos en precio de acción	87
Tabla 77. Sensibilidad WACC en precio de acción	87
Figura 1 Ingresos Cencosud por país al 30 de junio 2020	13
Figura 2 Ingresos Cencosud por Segmentos al 30 de junio 2020	13
Gráfico 1. Variación en precio de acción Cencosud	86

RESUMEN EJECUTIVO

La finalidad del presente estudio es aplicar y documentar, el procedimiento de valorización económica de Cencosud S.A., mediante el método de flujo de caja descontados (FCD) al 30 de junio de 2020. Tomando principalmente la información financiera disponible, tanto en las memorias anuales como en los Estados Financieros de dicha compañía.

Cencosud S.A. es una compañía multinacional fundada en nuestro país, que producto a buenos resultados en su etapa inicial, le permitió convertirse en uno de los principales *retails* a nivel latinoamericano. En la actualidad mantiene operaciones tanto en Chile, como en Argentina, Brasil, Colombia y Perú. Dentro de sus segmentos de negocios se destacan, supermercados, tiendas por departamento, mejoramiento hogar y construcción, centros comerciales y servicios financieros.

Basado principalmente en los reportes entregados y publicados por la compañía, se logró determinar las variables importantes para el cálculo de la tasa de descuento a utilizar, en este caso la tasa de capital promedio ponderado (WACC por sus siglas en inglés) estimada es de 4,93%.

Luego de proyectar los flujos descontados para los próximos 5 años de la compañía, se obtuvo un precio estimado de la acción de CLP 1.156, registrando una variación de 3,6% con respecto al precio real al 30 de junio 2020, el que fue de CLP 1.115.

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 fondos¹. 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 comparables². Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el de flujos de caja descontados. Este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

¹ 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.

1.2. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la acción} = DPA / Kp$$

Donde: *DPA*, es el dividendo por acción; y *Kp*, es la rentabilidad exigida a las acciones.

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

$$\text{Valor de la acción} = DPA_1 / (Kp - g)$$

Donde: *DPA₁*, son los dividendos por acción del próximo periodo³.

1.3. Método de flujos de caja descontados

El caso del método de flujo de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración,

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

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 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 metodologías⁴.

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.

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

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

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

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.

1.4. Método de múltiplos

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

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos⁵:

1. Múltiplos de ganancias:
 - Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
 - Valor / EBIT
 - Valor / EBITDA
 - Valor / Flujo de caja

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

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. La relación PU está asociada

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

positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

2. Múltiplos de valor libro:

- Precio acción / valor libro de la acción (PV)
- Valor de mercado / Valor libro de activos
- Valor de mercado / Costo de reemplazo (Tobin's Q)

3. Múltiplos de ventas:

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

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m2 construido en *retail*

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa y su historia

2.1.1. Descripción de la empresa

CENCOSUD S.A. es una compañía *retailer* multiformato de origen chileno, cuyas principales unidades de negocio son: Supermercados, Mejoramiento del Hogar, Tiendas por Departamento, Centros Comerciales y Servicios Financieros. En las que destaca sus principales filiales como: Jumbo, Paris, Easy, Santa Isabel, Johnson's. (ver tabla 1)

Tabla 1. Ficha de Cencosud S.A.

Ficha de la Empresa	
Razón social	CENCOSUD S.A.
Domicilio legal	Av. Kennedy 9001, Las Condes, Santiago, Chile
RUT	93.834.000-5
Giro	Inversiones y Supermercados
Inscripción en Registro de Valores	Nº de inscripción 743 del 21 de agosto de 2001
Nemotécnico de sus acciones	CENCOSUD (Bolsa de valores de Chile)
Mercados en que se cotiza	Bolsa de Santiago, Bolsa Electrónica
Índices en los que participa	S&P/CLX IPISA, S&P/CLX IGPA Large Cap, S&P/CLX IGPA y S&P/CLX Chile 15
Auditores externos	PricewaterhouseCoopers Consultores Auditores SPA
Clasificadores de riesgo	Internacional: Moody's Corporation; Fitch Group (Fitch Ratings) Local: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Limitada; Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada

Fuente: CMF

Este grupo cuenta con presencia operacionales tanto en Chile como en Argentina, Perú, Colombia y Brasil. Logrando ser reconocida como una empresa importante en el área de *retail* dentro de América Latina.

2.1.2. Reseña histórica

Cencosud tiene sus inicios en la ciudad de Temuco, cuando su fundador y actual presidente Horst Paulmann, abrió su primer supermercado de autoservicio llamado “Las Brisas” en el año 1967 con una superficie de 160 m^2 . Con el crecimiento de sus ventas durante la década de los 70, la organización decidió abrir su primer hipermercado, con 7.000 m^2 de superficie, conocido hasta el día de hoy como Jumbo en Las Condes, Santiago. Durante los años 80, la compañía decidió externalizar sus operaciones, ahora en Argentina, con la apertura de un nuevo hipermercado Jumbo en 1982 y la inauguración de su primer centro comercial en 1988. Sus buenos resultados permitieron que durante el año 2004 Cencosud pudiera abrirse dentro la bolsa de Santiago, logrando aumentar su capital lo necesario como para adquirir Almacenes Paris en el año 2005. Ya para el año 2019, Cencosud inició lo que sería una nueva apuesta en el mercado; la apertura de su brazo inmobiliario en el mercado bursátil, Cencoshopp⁶ para expandir sus áreas en la industria de los centros comerciales.

En los siguientes puntos se destacan los hechos relevantes para la compañía a lo largo de su historia:

- 1963 Apertura del primer supermercado, Las Brisas de Temuco, en Chile.
- 1970 Apertura de Jumbo Kennedy en Santiago, Chile.

⁶ <https://www.latercera.com/pulso/noticia/cencoshopp-mayor-apertura-bursatil-chile/719622/>

- 1982 Cencosud comienza su expansión internacional con la apertura del primer Jumbo en Argentina.
- 1988 Apertura de Mall Unicenter en Buenos Aires, Argentina.
- 1993 Apertura Alto Las Condes y primer Easy en Chile.
- 2002 Adquisición de dos cadenas de Mejoramiento del Hogar en Chile y Argentina.
- 2003 Lanzamiento SF Chile. Apertura de dos centros comerciales en Chile. Adquisición supermercados Santa Isabel en Chile.
- 2004 Adquisición de las cadenas de supermercado Las Brisas, Montecarlo y Disco, y apertura en la Bolsa de Santiago.
- 2005 Adquisición de tienda por departamentos Almacenes Paris S.A. y cambio de marca de Montecarlo y Las Brisas a Santa Isabel.
- 2007 Adquiere Infante, Economax, Foster y Eurofashion. Además, compra GBarbosa en Brasil y GSW (Wong) en Perú. Joint Venture con Casino Guichard-Perrachon S.A. para el desarrollo de Easy Colombia S.A.
- 2008 Comienza las operaciones de Retail Financiero en Argentina y adquiere tienda de Mejoramiento del Hogar en Argentina.
- 2010 Compra Súper Familia Alimento Ltda.en Fortaleza, Brasil, y Bretas, en Brasil.
- 2011 Realiza emisión del primer bono internacional Reg S. 144-A por USD 750 millones. Adquiere el 38,636% de Jumbo Retail Argentina. Realiza un acuerdo con Banco Bradesco para desarrollo de Servicios Financieros Brasil y adquiere tienda por departamentos Johnson.

- 2012 Adquiere Prezunic, Brasil. Apertura de Mall Costanera Center. Compra de Carrefour en Colombia. Realiza la emisión de un bono internacional Reg S/144-A por USD 1.200 millones. Cencosud se abre a la Bolsa de Nueva York.
- 2013 Realiza un aumento de capital en Chile por USD 1.636 millones. Además, introduce las marcas Jumbo y Metro en Supermercados Colombia.
- 2014 Cencosud cierra un acuerdo para el desarrollo conjunto de Servicios Financieros en Chile.
- 2015 Apertura de Sky Costanera en Santiago, Chile, el mirador más alto de América Latina. Venta de cadena de farmacias en Colombia. Emisión de bono internacional Reg S/ 144-A por USD 1.000 millones.
- 2016 Venta del 33,3% de la participación en la sociedad Mall Viña del Mar S.A. y de Teleticket en Perú.
- 2017 Emisión Bono Internacional Reg S/144- A por USD 1.000 millones y tender offer de los bonos 2021 y 2023. Salida de la Bolsa de Nueva York.
- 2018 Cencosud cierra un acuerdo para el desarrollo conjunto de Servicios Financieros en Perú.
- 2019 Apertura a bolsa de Cencosud Shopping en Santiago, Chile. Tender offer de bonos 2023, 2025 y 2027.

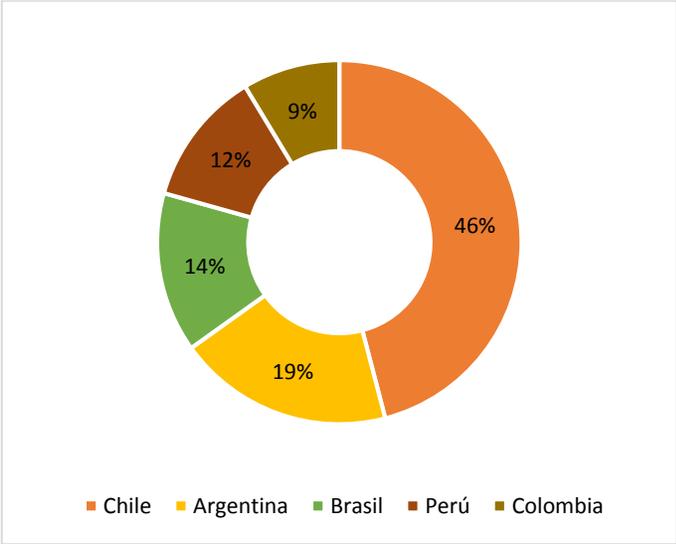
2.2. Descripción del negocio e industria

2.2.1. La industria

Para la compañía es importante mantener sus ingresos a lo largo de los países en los que desarrolla sus operaciones. En la figura 1, se puede apreciar cuando equivalen en

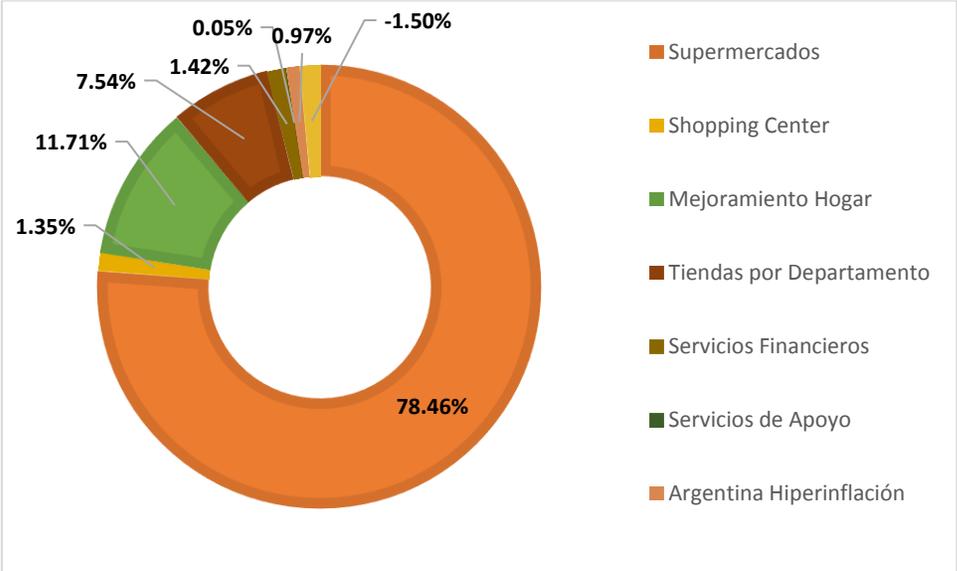
los ingresos por país al 30 de junio de 2020, y luego en la figura 2 se representan los ingresos por segmento.

Figura 1 Ingresos Cencosud por país al 30 de junio 2020



Fuente: Elaboración propia

Figura 2 Ingresos Cencosud por Segmentos al 30 de junio 2020



Fuente: Elaboración propia

2.2.1.1. Supermercados

En Chile la industria de supermercados ha alcanzado un nivel altamente competitivo, consolidada en torno a grandes cadenas, exhibiéndose una participación tanto de inversionistas nacionales como internacionales, y un foco en el mejoramiento operacional.

La tendencia de las cadenas de supermercados, especialmente las que poseen una gran cantidad de locales, es centralizar la distribución de los productos comerciales en centros de distribución, generando una disminución del inventario de la empresa, una reducción de pérdidas por obsolescencia de los productos, en conjunto con una mejora en la optimización de los espacios de los locales de venta.

La marca Jumbo en Chile posee un fuerte posicionamiento; cuenta con un concepto definido que se asocia principalmente a la variedad y calidad de los servicios ofrecidos y a la importancia de los alimentos perecibles en la composición de productos. Respecto a Santa Isabel, la marca evidencia una mayor presencia en términos de número de tiendas.

En Argentina, el negocio de supermercados cuenta con locales en todo el país, a través de las cadenas Jumbo, Disco y Vea. Al respecto, Jumbo Argentina opera con el formato de tiendas grandes, Disco con una orientación al servicio y Vea en conveniencia (bajos precios).

En Brasil, a marzo de 2020, Cencosud mantiene operaciones a través de distintas marcas, contando con un total de 202 locales y una superficie de venta de 533.095 m².

En Perú, la operación incluye supermercados, a través de las cadenas Wong, líder en la industria con una estrategia enfocada en calidad y servicio; y Metro, orientado a los segmentos socioeconómicos medios y medios bajos de la población.

La compañía, luego de adquirir Carrefour Colombia, cambió la marca a Jumbo -bajo el mismo concepto que el modelo chileno- y a Metro; estrategia que ha sido exitosa en Colombia⁷.

2.2.1.2. Tiendas de mejoramiento Hogar

Mejoramiento del hogar se orienta a abastecer tanto a los particulares, como las pequeñas y grandes empresas en las áreas de construcción, mejoramiento del hogar, reparaciones y mantenciones.

La industria de distribución de materiales para la construcción y productos para el hogar exige a sus participantes una importante capacidad logística y manejo de volúmenes de venta, para generar costos competitivos. Por ello, es necesario 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 una constante disponibilidad de productos para el cliente.⁸

2.2.1.3. Tiendas por Departamento

Las tiendas por departamento presentan una baja capacidad de diferenciación, debido a que existe una rápida reacción de los competidores en conjunto con una estrategia de

⁷ Informe de clasificación Feller Rate junio 2020

⁸ Informe de clasificación Feller Rate junio 2020

ventas similar (lanzamientos, ofertas especiales, liquidaciones de temporadas, entre otros).

Debido a lo anterior, los factores que permiten generar una relativa diferenciación entre los competidores son: el posicionamiento de la marca; las marcas propias; la ubicación de los locales de venta; la eficiencia operacional; la cobertura geográfica; el segmento *ecommerce*; y la disponibilidad de créditos a los consumidores; entre otros.⁹

2.2.1.4. 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 otras- y del arriendo a terceros de locales comerciales.

Durante los últimos días se ha visto un avance relevante en el brote del Covid-19 (Coronavirus) a nivel global, ante lo cual los distintos países, incluido Chile, han tomado fuertes medidas orientadas a frenar el contagio. Entre ellas se encuentran restringir el libre desplazamiento de las personas, cierre de fronteras y cierre de operaciones para distintas industrias, tales como centros comerciales, casinos, hoteles y restaurantes, entre otros.

Lo anterior, afecta de forma relevante las ventas de los locatarios, poniendo en riesgo su calidad crediticia, y en el caso de tomar medidas más extremas como las mencionadas anteriormente, pueden afectar los flujos de la compañía.¹⁰

⁹ Informe de clasificación Feller Rate junio 2020

¹⁰ Informe de clasificación Feller Rate junio 2020

2.2.1.5. Servicios Financieros

Cencosud mantiene la totalidad de la propiedad del negocio de servicios financieros en Argentina. Las otras operaciones del negocio financiero las realiza indirectamente a través de acuerdos estratégicos.

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

En Brasil, Cencosud mantiene un *joint venture* con Banco Bradesco S.A.; mientras que en Colombia la operación se realiza en conjunto con Banco Colpatria; y, a contar de marzo de 2019, se mantiene un acuerdo por las operaciones del Banco Cencosud en Perú con Scotiabank Perú S.A.A.¹¹

2.3. Regulación y fiscalización

Dentro de la industria chilena, el comercio generalmente está regulado principalmente por las siguientes entidades:

2.3.1. SERNAC

El Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC) es la agencia del Estado de Chile, encargada que tiene como misión educar, informar y proteger a los consumidores, a través de las herramientas que entrega la Ley de Protección de los Derechos del Consumidor, Ley N° 19.496.

¹¹ Informe de clasificación Feller Rate junio 2020

2.3.2. Dirección del Trabajo

La Dirección del Trabajo es un Servicio Público descentralizado, con personalidad jurídica y patrimonio propio. Su misión es velar por el cumplimiento de la legislación laboral, fiscalizando, interpretando, orientando la correcta aplicación de la normativa y promoviendo la capacidad de autorregulación de las partes, en la búsqueda del desarrollo de relaciones de equilibrio entre empleadores y trabajadores.

2.3.3. Banco Central

Es un organismo autónomo y técnico, que tiene por objetivo velar por la estabilidad de la moneda, esto es, mantener la tasa de inflación baja y estable en el tiempo. También debe promover la estabilidad y eficacia del sistema financiero, garantizando el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

Estos objetivos permiten crear un entorno predecible para la toma de decisiones, contribuyendo a suavizar los ciclos económicos y sentando las bases para un crecimiento sostenido del país¹².

2.3.4. Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Es un servicio público descentralizado, de carácter técnico, dotado de personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relaciona con el Presidente de la República a través del Ministerio de Hacienda. Tiene entre sus objetivos principales velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública;

¹² Banco Central <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/el-banco/gobierno-corporativo>

además de velar porque las personas o entidades fiscalizadas, desde su iniciación hasta el término de su liquidación, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rijan¹³.

2.3.5. SEREMI de Salud

En su calidad de autoridad sanitaria, a las SEREMIS les corresponde efectuar la fiscalización de las disposiciones contenidas en el Código Sanitario, sus leyes, reglamentos y normas complementarias, en materias tales como higiene y seguridad del ambiente, prevención de riesgos y salud laboral, productos alimenticios, y profesiones médicas, para lo cual cuenta con las atribuciones de vigilancia, inspección y demás que se contemplan al efecto, incluyendo la aplicación de las sanciones sanitarias que procedan, previa instrucción del procedimiento sumarial pertinente¹⁴.

2.3.6. SAG (Servicio Agrícola Ganadero)

Es el organismo oficial del Estado de Chile, encargado de apoyar el desarrollo de la agricultura, los bosques y la ganadería, a través de la protección y mejoramiento de la salud de los animales y vegetales.

Su misión es Proteger y mejorar la condición fito y zoonosanitaria de los recursos productivos, y conservar los recursos naturales renovables del ámbito silvoagropecuario del país, controlando los insumos y productos, a través de la elaboración, actualización y aplicación de la normativa vigente, para contribuir al desarrollo sustentable y competitivo del sector¹⁵.

¹³ CMF <http://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/w3-propertyvalue-25539.html>

¹⁴ SEREMI <http://webhosting.redsalud.gov.cl/transparencia/public/seremirm/facultades.html>

¹⁵ SAG <https://www.sag.gob.cl/quienes-somos/que-es-y-que-hace-el-sag>

2.3.7. Municipalidades

Las municipalidades son la cara de Administración más próxima a los ciudadanos. La Ley Orgánica Constitucional de Municipalidades, en su artículo 1º, establece que la administración local de cada comuna o agrupación de comunas que determine la ley, reside en una municipalidad.

La LOCM regula aspectos tales como las funciones y atribuciones de la municipalidad, aspectos relativos a su patrimonio y financiamiento, su organización interna, normas sobre el personal, mecanismos de participación ciudadana y normas relacionadas con la elección municipal, entre otras materias¹⁶.

2.3.8. Fiscalía Nacional Económica.

La Fiscalía Nacional Económica (FNE) es la agencia chilena encargada de defender y promover la libre competencia en todos los mercados o sectores productivos de la economía chilena.

Para cumplir con su labor, la FNE investiga todo hecho, acto o convención que impida, restrinja o entorpezca la libre competencia, o que tienda a producir dichos efectos.

Entre sus focos de investigación se cuentan las prácticas colusorias, los abusos de posición monopólica y las concentraciones que afecten o puedan afectar el funcionamiento eficiente de los mercados y el bienestar del consumidor¹⁷.

¹⁶ Municipalidades
https://obtienearchivo.bcn.cl/obtienearchivo?id=repositorio/10221/25833/1/GRID_Marco_Juridico_Municipalidades_GD_Def.pdf

¹⁷ FNE <https://www.fne.gob.cl/nosotros/fne/>

2.4. Principales accionistas

En base a la información publicada en CMF, se puede identificar los mayores accionistas que conforman parte del patrimonio de Cencosud al 30 de junio de 2020:

Las acciones son de características normativas, de una sola serie y sin valor nominal.
(ver tabla 2)

Tabla 2 Accionistas Cencosud S.A.

No.	Accionistas Al 30/06/2020	Número de acciones	Participación Porcentual
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 Santander - JP Morgan	149.776.669	5,23%
5	Banco Itaú por cuenta de inversionistas	136.871.408	4,78%
6	Banco de Chile por cuenta de terceros	109.570.641	3,83%
7	Horst Paulmann Kemna	70.336.573	2,46%
8	Fondo de Pensiones Habitat A	56.713.283	1,98%
9	Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa	48.554.392	1,70%
10	Fondo de Pensiones Provida B	48.058.449	1,68%
11	Fondo de Pensiones Habitat B	45.611.337	1,59%
12	Fondo de Pensiones Habitat C	44.318.663	1,55%
13	Otros accionistas	733.286.471	25,61%
14	Acciones propias en cartera	8.125.000	0,28%
	Total	2.863.129.447	100%

Fuente: Estados Financieros 30/06/2020

2.5. Empresas de la industria

Dentro de las principales compañías en la industria, se puede destacar a Falabella, que es uno de los mayores retailers dentro de Latinoamérica, y cuenta con operaciones similares a Cencosud, teniendo incluso mayor éxito que Cencosud, en el área bancaria.
(ver tabla 3)

Tabla 3. Datos Falabella S.A.

Razón Social	SACI Falabella
RUT	90.749.000-9
Nemotécnico	Falabella
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa Electrónica de Chile

Fuente: Falabella S.A.

Falabella cuenta con operaciones en Chile, Argentina, Brasil, Colombia y Perú y sus segmentos también están relacionados con tiendas por departamento, mejoramiento hogar, supermercados y servicios bancarios.

Sus principales resultados están divididos entre operaciones no bancarias, y bancarias.

En la tabla N°4 se pueden apreciar los resultados a 30 de junio 2020.

Tabla 4. Resultados Falabella S.A.

Estado de Resultados MUF	30.06.2020
Ganancia (pérdida) de negocios no bancarios	-5.616
Ganancia (Pérdida) Servicios Bancarios	1.681
Ganancia (pérdida)	-3.936

Fuente: Estados Financieros Falabella 30/06/2020

3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

3.1. Estado de situación financiera

En las tablas 5, 6, 7 y 8 se presentan los estados financieros de Cencosud, desde el periodo 2016 hasta el 30 de junio de 2020. Cabe mencionar que se incluyó el año 2020* estimado, para efectos de cálculos y comparaciones, con el supuesto que el segundo semestre del 2020 tendría la misma ejecución que el segundo semestre del 2019, por lo que se suma al resultado real del 30 de junio 2020.

Tabla 5. Activos Cencosud S.A.

Activos MUF	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020*
Activos corrientes						
Efectivo y equivalentes al efectivo	10.446	9.478	10.326	37.710	8.336	12.103
Otros activos financieros corrientes	8.349	4.784	7.595	8.241	11.848	12.850
Otros activos no financieros corrientes	897	875	664	363	751	420
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	32.911	35.781	22.521	22.894	16.558	21.232
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	1.100	938	688	640	368	573
Inventarios corrientes	43.620	41.065	40.623	39.043	36.651	37.142
Activos biológicos corrientes	0	0	0	0	0	0
Activos por impuestos corrientes, corrientes	2.814	3.794	6.264	4.551	3.390	3.416
Total de activos corrientes	100.136	96.714	88.683	113.441	77.902	87.738
Activos no corrientes mantenidos para la venta	2.168	931	7.436	11	4	-39
Activos corrientes totales	102.304	97.645	96.119	113.452	77.906	87.699
Activos no corrientes [sinopsis]						
Otros activos financieros no corrientes	10.906	6.848	10.121	8.222	8.061	7.314
Otros activos no financieros no corrientes	1.986	1.775	1.512	759	708	492
Cuentas por cobrar no corrientes	451	715	296	79	51	-36
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0	0	0	0	0	0
Inventarios, no corrientes	0	0	0	0	0	0
Inversiones	7.618	7.947	8.173	10.817	10.536	10.998
Activos intangibles distintos de la plusvalía	15.491	14.336	13.666	13.221	12.054	12.253
Plusvalía	54.362	50.594	49.788	41.599	40.285	43.096
Propiedades, planta y equipo	97.874	90.376	95.672	121.796	109.652	110.348
Activos biológicos no corrientes	0	0	0	0	0	0
Propiedad de inversión	79.008	88.619	94.835	103.652	100.381	104.846
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	3.164	3.104	3.033	2.557	2.354	1.824
Activos por impuestos diferidos	23.401	12.123	12.578	16.495	14.884	15.335
Total de activos no corrientes	294.263	276.437	289.674	319.198	298.965	306.468
Total de activos	396.568	374.082	385.793	432.650	376.871	394.167

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2020

Tabla 6. Pasivos y Patrimonio Cencosud S.A.

Patrimonio y pasivos MUF	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020*
Pasivos						
Pasivos corrientes						
Otros pasivos financieros corrientes	14.412	18.430	11.315	4.658	3.316	-5.786
Pasivos por arrendamientos corrientes	0	0	0	5.119	3.832	8.882
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	68.063	68.543	67.566	70.947	60.145	68.839
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	661	882	943	944	471	602
Otras provisiones a corto plazo	416	478	483	706	719	771
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	2.635	2.086	1.790	1.581	785	1.040
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	3.762	3.772	3.458	3.365	2.636	2.827
Otros pasivos no financieros corrientes	953	926	1.174	2.302	923	1.231
Total de pasivos corrientes	90.902	95.117	86.729	89.622	72.827	78.405
Pasivos incluidos en grupos mantenidos para la venta	553	104	5.920	0	0	0
Pasivos corrientes totales	91.455	95.222	92.649	89.622	72.827	78.405
Pasivos no corrientes [sinopsis]						
Otros pasivos financieros no corrientes	102.566	96.972	110.137	109.500	89.296	92.539
Pasivos por arrendamientos no corrientes	0	0	0	31.375	26.448	57.401
Cuentas por pagar no corrientes	170	7	12	150	104	-32.215
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	0	0	0	0	0	0
Otras provisiones a largo plazo	2.411	1.805	1.504	1.233	993	1.044
Pasivo por impuestos diferidos	25.417	15.817	19.111	22.132	20.005	20.792
Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes	0	0	0	96	131	171
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos no financieros no corrientes	2.804	2.672	2.326	2.282	2.115	2.195
Total de pasivos no corrientes	133.367	117.272	133.090	166.768	139.091	141.927
Total de pasivos	224.822	212.494	225.739	256.390	211.918	220.332
Patrimonio [sinopsis]						
Capital emitido y pagado	85.502	85.555	85.555	85.555	84.403	84.403
Ganancias (pérdidas) acumuladas	87.934	98.432	102.189	92.317	84.385	83.743
Prima de emisión	16.295	16.266	16.266	16.266	16.047	16.047
Acciones propias en cartera	0	0	0	346	342	683
Otras participaciones en el patrimonio	0	0	0	0	0	0
Otras reservas	-45.426	-58.601	-54.045	-36.866	38.039	51.190
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	144.305	141.652	149.965	156.925	146.453	158.621
Participaciones no controladoras	-43	-40	-52	19.335	18.500	15.214
Patrimonio total	144.262	141.612	149.913	176.260	164.953	173.835
Total de patrimonio y pasivos	369.084	354.106	375.652	432.650	376.871	394.167

Fuente: estados financieros Cencosud 2016-2019

Tabla 7. Activos en porcentaje Cencosud S.A.

Activos %	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020*
Activos corrientes						
Efectivo y equivalentes al efectivo	2,63%	2,53%	2,68%	8,72%	2,21%	3,07%
Otros activos financieros corrientes	2,11%	1,28%	1,97%	1,90%	3,14%	3,26%
Otros activos no financieros corrientes	0,23%	0,23%	0,17%	0,08%	0,20%	0,11%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	8,30%	9,56%	5,84%	5,29%	4,39%	5,39%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	0,28%	0,25%	0,18%	0,15%	0,10%	0,15%
Inventarios corrientes	11,00%	10,98%	10,53%	9,02%	9,73%	9,42%
Activos biológicos corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Activos por impuestos corrientes, corrientes	0,71%	1,01%	1,62%	1,05%	0,90%	0,87%
Total de activos corrientes	25,25%	25,85%	22,99%	26,22%	20,67%	22,26%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,55%	0,25%	1,93%	0,00%	0,00%	-0,01%
Activos corrientes totales	25,80%	26,10%	24,91%	26,22%	20,67%	22,25%
Activos no corrientes [sinopsis]						
Otros activos financieros no corrientes	2,75%	1,83%	2,62%	1,90%	2,14%	1,86%
Otros activos no financieros no corrientes	0,50%	0,47%	0,39%	0,18%	0,19%	0,12%
Cuentas por cobrar no corrientes	0,11%	0,19%	0,08%	0,02%	0,01%	-0,01%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Inventarios, no corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Inversiones	1,92%	2,12%	2,12%	2,50%	2,80%	2,79%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3,91%	3,83%	3,54%	3,06%	3,20%	3,11%
Plusvalía	13,71%	13,52%	12,91%	9,61%	10,69%	10,93%
Propiedades, planta y equipo	24,68%	24,16%	24,80%	28,15%	29,10%	28,00%
Activos biológicos no corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Propiedad de inversión	19,92%	23,69%	24,58%	23,96%	26,64%	26,60%
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	0,80%	0,83%	0,79%	0,59%	0,62%	0,46%
Activos por impuestos diferidos	5,90%	3,24%	3,26%	3,81%	3,95%	3,89%
Total de activos no corrientes	74,20%	73,90%	75,09%	73,78%	79,33%	77,75%
Total de activos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: estados financieros Cencosud 2016-2020

Tabla 8. Pasivos y Patrimonio en porcentaje Cencosud S.A.

Patrimonio y pasivos %	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020*
Pasivos						
Pasivos corrientes						
Otros pasivos financieros corrientes	3,90%	5,20%	3,01%	1,08%	0,88%	-1,47%
Pasivos por arrendamientos corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	1,18%	1,02%	2,25%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	18,44%	19,36%	17,99%	16,40%	15,96%	17,46%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	0,18%	0,25%	0,25%	0,22%	0,13%	0,15%
Otras provisiones a corto plazo	0,11%	0,14%	0,13%	0,16%	0,19%	0,20%
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	0,71%	0,59%	0,48%	0,37%	0,21%	0,26%
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1,02%	1,07%	0,92%	0,78%	0,70%	0,72%
Otros pasivos no financieros corrientes	0,26%	0,26%	0,31%	0,53%	0,24%	0,31%
Total de pasivos corrientes	24,63%	26,86%	23,09%	20,71%	19,32%	19,89%
Pasivos incluidos en grupos mantenidos para la venta	0,15%	0,03%	1,58%	0,00%	0,00%	0,00%
Pasivos corrientes totales	24,78%	26,89%	24,66%	20,71%	19,32%	19,89%
Pasivos no corrientes [sinopsis]						
Otros pasivos financieros no corrientes	27,79%	27,39%	29,32%	25,31%	23,69%	23,48%
Pasivos por arrendamientos no corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	7,25%	7,02%	14,56%
Cuentas por pagar no corrientes	0,05%	0,00%	0,00%	0,03%	0,03%	-8,17%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otras provisiones a largo plazo	0,65%	0,51%	0,40%	0,28%	0,26%	0,26%
Pasivo por impuestos diferidos	6,89%	4,47%	5,09%	5,12%	5,31%	5,27%
Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,03%	0,04%
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros pasivos no financieros no corrientes	0,76%	0,75%	0,62%	0,53%	0,56%	0,56%
Total de pasivos no corrientes	36,13%	33,12%	35,43%	38,55%	36,91%	36,01%
Total de pasivos	60,91%	60,01%	60,09%	59,26%	56,23%	55,90%

Fuente: estados financieros Cencosud 2016-2019

Sobre los activos:

Al observar los activos en la tabla 5, se puede apreciar que Cencosud ha aumentado significativamente su efectivo por aproximadamente 27.383 MUF durante el periodo 2019, que equivale a las estrategias que ha implementado la compañía en depósitos a corto plazo, para pago de deudas “inter - compañía” de Cencoshop, además de la reclasificación de las cuentas asociadas a recaudaciones y pagos electrónicos que anteriormente se incluían en las cuentas por cobrar comerciales, pero que ahora son consideradas como efectivos por ser relativamente muy líquidas.

Si comparamos la ejecución del primer semestre del 2020 con el del 2019, existe una diferencia de al menos 25.555 MUF, esto precisamente por los desembolsos efectuados

por la compañía y a su vez por eventos que serán descritos en el estado de flujo de efectivo.

La empresa al estar asociada al ámbito retail, una de sus principales cuentas de activos operacionales corresponde a las “cuentas por cobrar” (16.558 MUF) e “inventario” (36.651 MUF), las cuales están muy relacionadas al rubro de la compañía, al ser los drivers de las ventas en las que representan en total el 14,12% de los activos totales al 30 de junio de 2020. Estos activos se han mantenido relativamente estables en su razón a activos totales.

Por otro lado, Cencosud registra un aumento de 4.624 MUF en relación, con el segundo semestre de 2019, en su “cuenta de otros activos financieros corrientes”, principalmente a sus estrategias para mitigar exposición en el mercado, con la compra de activos derivados junto con inversiones en fondos mutuos.

Con respecto a la disminución de 7.425 MUF en “Activos no corrientes mantenidos para la venta”, se debe a venta del 51% del negocio de servicios financieros en Perú, lo que en parte explica el aumento significativo del efectivo durante 2019.

En 2019 se registra un aumento de 27% (26.124 MUF), en la cuenta de “propiedades planta y equipos” principalmente por un cambio en las normas de contabilidad IFRS16, que considera que los derechos de usos en las propiedades arrendadas son activos, y por ende forman parte del balance, lo cual además explica el aumento por 8.817 MUF en “propiedades de inversión” y 3.916 MUF en la cuenta de “activos por impuestos diferidos” en el mismo periodo.

La cuenta plusvalía registró una disminución por un monto de 8.189 MUF durante el 2019 y un leve repunte durante el primer semestre del 2020 por 1.535 MUF, motivada en parte

por la implementación de la IFRS16 y la pérdida de valor del peso argentino ARS, como consecuencia a la inestabilidad económica que presenta Argentina.

Por otro lado, la cuenta de “otros activos no financieros no corrientes”, presenta una disminución de 271 MUF, los cuales están principalmente relacionados a la disminución a las garantías de arriendos, en el capítulo 6 se precisa más, sobre los componentes de esta cuenta.

Sobre los Pasivos y patrimonio:

Se registra una disminución en la cuenta de “otros pasivos financieros corrientes” por al menos 10.568 MUF con el efectivo generado en 2019, se redujo la deuda bancaria mayoritariamente en Chile y en menor escala Brasil.

Se aprecia que la empresa a pesar sus variados movimientos en su estructura mantiene una relación 56/44 entre su patrimonio y sus obligaciones.

El aumento por 26.347 MUF en el patrimonio, en relación con el año 2018, fue producto a la apertura a la bolsa de Cencosud Shopping lo cual en parte también implicó en una pérdida importante de valor en la acción, lo cual se detalla en el capítulo 4.

3.2. Estado de resultados

Para efectos de cálculos y análisis, se presentan los estados de resultados de Cencosud reportados al 30 de junio 2020, en las que nuevamente se considera el año 2020* estimado, en base al segundo semestre del 2019, junto con el primer semestre del 2020. (ver tabla 9)

Tabla 9. Estado de resultados Cencosud S.A.

Estado de Resultados Ganancia (pérdida) MUF	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020*
Ingresos de actividades ordinarias	392.174	390.213	349.927	337.274	161.824	333.782
Costo de ventas	279.204	278.334	249.779	242.928	118.529	242.717
Ganancia bruta	112.970	111.879	100.147	94.346	43.295	91.064
Otros ingresos	11.430	14.904	7.844	6.609	-2.509	681
Costos de distribución	1.018	1.117	1.199	1.133	880	1.457
Gastos de administración	88.276	88.535	78.633	72.734	34.432	70.799
Otros gastos, por función	6.477	6.738	5.989	5.208	1.816	4.420
Otras ganancias (pérdidas)	2.261	408	-82	3.326	839	754
Ganancias (pérdidas) operacionales	30.889	30.801	22.089	25.207	4.498	15.822
Ingresos financieros	552	556	474	691	250	733
Costos financieros	10.760	11.089	8.598	9.965	6.045	10.988
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	452	745	713	533	-66	266
Diferencias de cambio	1.415	3.202	-2.910	-1.735	-2.159	-4.357
Resultados por unidades de reajuste	-543	-392	-1.670	-3.095	-1.582	-3.820
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	22.004	23.823	10.098	11.638	-5.105	-2.344
Gasto por impuestos a las ganancias	7.286	7.399	3.183	6.176	-524	1.528
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	14.718	16.424	6.914	5.462	-4.581	-3.873
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	0	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida)	14.718	16.424	6.914	5.462	-4.581	-3.873
Ganancia (pérdida), atribuible a					0	0
Propietarios de la controladora	14.717	16.419	6.939	4.031	-4.697	-5.327
Participaciones no controladoras	2	5	-25	1.431	117	1.454
Ganancia (pérdida)	14.718	16.424	6.914	5.462	-4.581	-3.873

Fuente: estados financieros Cencosud 2016-2020

Tabla 10. Estado de resultado en porcentaje Cencosud S.A.

Estado de Resultados Ganancia (pérdida) %	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020*
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	71,19%	71,33%	71,38%	72,03%	73,25%	72,72%
Ganancia bruta	28,81%	28,67%	28,62%	27,97%	26,75%	27,28%
Otros ingresos	2,91%	3,82%	2,24%	1,96%	-1,55%	0,20%
Costos de distribución	0,26%	0,29%	0,34%	0,34%	0,54%	0,44%
Gastos de administración	22,51%	22,69%	22,47%	21,57%	21,28%	21,21%
Otros gastos, por función	1,65%	1,73%	1,71%	1,54%	1,12%	1,32%
Otras ganancias (pérdidas)	0,58%	0,10%	-0,02%	0,99%	0,52%	0,23%
Ganancias (pérdidas) operacionales	7,88%	7,89%	6,31%	7,47%	2,78%	4,74%
Ingresos financieros	0,14%	0,14%	0,14%	0,21%	0,15%	0,22%
Costos financieros	2,74%	2,84%	2,46%	2,95%	3,74%	3,29%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	0,12%	0,19%	0,20%	0,16%	-0,04%	0,08%
Diferencias de cambio	0,36%	0,82%	-0,83%	-0,51%	-1,33%	-1,31%
Resultados por unidades de reajuste	-0,14%	-0,10%	-0,48%	-0,92%	-0,98%	-1,14%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	5,61%	6,11%	2,89%	3,45%	-3,15%	-0,70%
Gasto por impuestos a las ganancias	1,86%	1,90%	0,91%	1,83%	-0,32%	0,46%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	3,75%	4,21%	1,98%	1,62%	-2,83%	-1,16%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ganancia (pérdida)	3,75%	4,21%	1,98%	1,62%	-2,83%	-1,16%
Ganancia (pérdida), atribuible a						0,00%
Propietarios de la controladora	3,75%	4,21%	1,98%	1,20%	-2,90%	-1,60%
Participaciones no controladoras	0,00%	0,00%	-0,01%	0,42%	0,07%	0,44%
Ganancia (pérdida)	3,75%	4,21%	1,98%	1,62%	-2,83%	-1,16%

Fuente: estados financieros Cencosud 2016-2020

En base a los estados de resultados presentados por Cencosud, se puede apreciar que existe una tendencia a la baja, a los márgenes de ganancia pasando desde el buen periodo del 2017 (4,21%) a reportar (-2,83%) en el primer semestre del 2020. (ver tabla 10)

Aquí se puede dimensionar los impactos principalmente motivados por la crisis social de octubre 2019, en la que producto a masivas protestas y hechos de violencias a lo largo del país, provocó diversos daños tanto para la industria del retail como para los prestadores de servicios. Los saqueos masivos a supermercados y los costos asociados a no poder operar con normalidad durante el último trimestre, significó un cierre negativo frente al 2018.

Mientras que por otro lado, la crisis sanitaria provocada por masiva infección causada por el covid-19, generó que el gobierno tomara medidas mucho más restrictivas al libre tránsito de los ciudadanos, lo que impactó a toda la actividad económica del país.

Sobre el costo de venta, Cencosud ha logrado mantener constante estos flujos a causa de la estrategia que ha implementado la compañía en procurar que estos costos no presenten mayores variaciones, y de esa forma asegurar los márgenes de ganancia bruta por venta de la firma.

Por otro lado, se puede apreciar el impacto de la aplicación de las normas IFRS16 con el aumento de los gastos financieros, por aquellos terrenos y locales en que la firma mantenía con contratos de arriendos.

Con respecto al aumento considerable de 94% en el impuesto a las ganancias en relación con el año 2018, se puede indicar los siguiente:

- Argentina: Efecto economía hiperinflacionaria de, actualización de patrimonio no afecto a determinación de impuesto, con un impacto neto de MUF 1078.
- Chile: diferencia en tasa de recuperación pérdidas fiscales de MUF 405
- Perú: efecto fiscal por venta de acciones de Banco Perú de MUF 229.
- Colombia: provisión de valuación con cargo al rubro de impuesto a la renta, asociado a los excesos de renta presuntiva de MUF197.
- Brasil: suspensión de reconocimiento de activos diferidos por pérdidas fiscales en con un impacto de MUF 857.

3.3. Estado de flujos de efectivo

Tabla 11. Pasivos y Patrimonio en porcentaje Cencosud S.A.

Estado de Flujo Efectivo MUF	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020*
Clases de cobros por actividades de operación						
Ventas de bienes y prestación de servicios	462.706	461.811	414.546	395.569	197.964	392.894
Otros cobros por actividades de operación	403	669	607	532	312	585
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	375.105	364.817	325.791	307.798	159.997	304.445
Pagos a y por cuenta de los empleados	49.145	55.626	48.775	44.321	21.486	42.806
Otros pagos por actividades de operación	20.032	19.773	17.901	16.630	8.808	16.143
Flujos de efectivo netos procedentes de operaciones	18.827	22.263	22.685	27.353	7.985	30.083
Impuestos a las ganancias pagados (reembolsados)	3.361	6.667	5.532	857	1.490	2.692
Otras entradas (salidas) de efectivo	-131	-173	218	499	29	444
Flujos de efectivo netos actividades de operación	15.336	15.423	17.371	26.996	6.523	27.836
Actividades de inversión					0	0
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control	132	0	0	2.331	0	-24.381
Flujos de efectivo en la compra de participaciones no controladoras	54	0	0	0	0	0
Venta de patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	4.539	0	0	0	0	0
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	166	1.171	213	732	68	183
Compras de propiedades, planta y equipo	7.901	7.157	6.321	5.404	926	4.097
Compras de activos intangibles	1.596	1.659	950	583	214	457
Cobros a entidades relacionadas	0	0	0	0	0	0
Dividendos recibidos	196	278	256	349	333	333
Intereses recibidos	48	295	481	510	359	563
Otras entradas (salidas) de efectivo	1.392	3.307	-3.019	22.224	1.108	24.533
Flujos de efectivo actividades de inversión	-3.078	-3.765	-9.340	20.158	727	-3.323
Flujos de efectivo actividades de financiación					0	0
Importes procedentes de la emisión de acciones	1.285	25	0	0	0	0
Pagos por adquirir o rescatar las acciones de la entidad	0	0	0	346	0	342
Importes procedentes de préstamos	18.407	28.802	17.674	21.988	17	10.228
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	6.355	22.507	11.282	20.180	0	8.977
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	12.052	6.294	6.391	1.807	17	1.251
Reembolsos de préstamos	12.739	25.880	14.363	35.410	26.902	50.319
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	0	0	0	4.626	2.219	4.529
Dividendos pagados	8.631	5.341	2.597	1.011	3.184	3.184
Intereses pagados	9.896	8.803	8.446	7.215	3.186	6.777
Otras entradas (salidas) de efectivo	-78	-302	-86	5.166	-2.855	2.279
Flujos de efectivo netos actividades de financiación	-11.652	-11.500	-7.818	-21.456	-38.329	-52.644
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	605	158	212	25.698	-31.079	-28.131
Efectos de la variación en la tasa de cambio	-342	-950	-66	679	2.212	3.033
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	264	-792	146	26.377	-28.866	-25.099
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	10.182	10.270	9.214	11.333	37.202	37.202
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	10.446	9.478	9.360	37.710	8.336	12.103

Fuente: estados financieros Cencosud 2016-2020

Sobre las actividades de operación (ver tabla 11):

La compañía durante el 2020 incrementó en un 22,63% (1.131 MUF) sus ingresos operacionales, al compararlo con el primer semestre de 2019. Principalmente mantener la operatividad de los supermercados a pesar de los efectos de la pandemia, permitió registrar este incremento en los ingresos, y con ello también las múltiples plataformas online, para generar ventas mucho más directas con los clientes.

Sobre las actividades de inversión (ver tabla 11):

El aumento durante el periodo 2019 de su flujo corresponde principalmente a la venta del 51% del banco Scotiabank Perú y por la apertura en bolsa de Cencosud Shopping Centers. Durante el primer semestre, no se registraron mayores inversiones en la compañía, ya que la industria estuvo prácticamente paralizada, por lo que generaron solo gastos de reposición.

Sobre las actividades de financiamiento (ver tabla 11):

Por su parte Cencosud generó pagos de pasivos de arrendamientos (considerados anteriormente como flujos operacionales) y reembolsos de préstamos por al menos 26.902 MUF. Dentro del periodo 2020, Cencosud desembolsó el pago además de dividendos¹⁸ generando polémicas en la población ante la situación actual de la economía.

¹⁸ www.emol.com: Artículo: cpc dividendos Cencosud polémica

3.4. Ratios financieros

Tabla 12. Pasivos y Patrimonio en porcentaje Cencosud S.A.

Ratios Financieros Cencosud S.A.	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020*
Indicadores de Liquidez						
Capital de Trabajo (MUF)	8.681	1.492	-3.966	23.830	5.075	9.333
Razón Corriente (Veces)	1,12	1,03	1,04	1,27	1,07	1,12
Test Acido (Veces)	0,64	0,59	0,60	0,83	0,57	0,64
Indicadores de Endeudamiento o Leverage						
Razón de Deuda a Patrimonio Leverage (Veces)	1,56	1,50	1,51	1,45	1,28	1,27
Razón Deuda a Activos	0,57	0,57	0,59	0,59	0,56	0,56
Razón Deuda a Corto Plazo a Deuda Total	0,41	0,45	0,41	0,35	0,34	0,36
Cobertura de Intereses TIE	2,87	2,78	2,57	2,53	0,74	1,44
Razones de Actividad						
Rotación Cuentas por Cobrar	11,53	10,63	15,08	14,33	9,56	15,31
Periodo Promedio de Cobro (días)	31,22	33,88	23,88	25,12	37,66	23,52
Rotación de Inventario	6,40	6,78	6,15	6,22	3,23	6,53
Edad Promedio del Inventario (días)	56,24	53,11	58,55	57,86	111,32	55,09
Ciclo Operacional (días)	87,46	86,99	82,43	82,98	148,97	78,61
Rotación de Activos	0,99	1,04	0,91	0,78	0,43	0,85
Índices de Rentabilidad						
Margen de Venta a Venta	28,81%	28,67%	28,62%	27,97%	26,75%	27,28%
Margen Operacional a Ventas	7,88%	7,89%	6,31%	7,47%	2,78%	4,74%
Margen Neto a Ventas	3,75%	4,21%	1,98%	1,62%	-2,83%	-1,16%
Rentabilidad sobre Activos ROA	7,79%	8,23%	5,73%	5,83%	1,19%	4,01%
Rentabilidad sobre Patrimonio ROE	10,20%	11,60%	4,61%	3,10%	-2,78%	-2,23%

Fuente: estados financieros Cencosud 2016-2020

Cencosud presenta un capital de trabajo, variable con relación al año 2018 al 2020*. Esto principalmente por el aumento del efectivo producido por la venta de banco Cencosud, y la posterior liquidación de deudas en el primer semestre de 2020. Mejorando su posición frente a obligaciones a corto plazo en un clima con bastante incertidumbre sobre las proyecciones de demanda. Sobre su razón corriente, la compañía ha logrado mantener una posición relativamente solvente a lo largo de los periodos analizados. (ver tabla 12)

El test acido nos permite identificar de forma más fina los recursos disponibles de la empresa en el corto plazo, por lo que en este caso se descuenta el inventario de los activos circulantes, determinando que durante el periodo 2020* la compañía podría cubrir 0,64 veces las obligaciones de corto plazo, por lo que se puede inferir que los inventarios

y las ventas de este son un factor sumamente clave para la empresa a la hora de cubrir sus costos a corto plazo, lo cual son resultados normales para la compañía.

En el caso histórico, Cencosud ha presentado una composición de 1,5 veces de relación deuda patrimonio, sin embargo, durante este periodo ha registrado una baja con este índice, llegando a los 1,27 veces en 2020*, producto a la liquidación de la deuda durante el primer semestre, representando una estabilidad y menor riesgo para los accionistas, ya que los flujos que obtenga la empresa se destinarían en proporción a los acreedores (renta fija) y el remanente a los accionistas (utilidades).

Con respecto a la relación deuda/activos, la compañía financia el 56% de sus activos vía deuda con acreedores, mientras que el 44% lo financia vía patrimonio, manteniendo esta estructura histórica relativamente estable.

En el caso de la Razón deuda de corto plazo, Cencosud presenta una razón histórica cerca de los 0,40 veces, registrando un indicador de 0,36 en 2020* cuyo resultado fue principalmente por las estrategias de ventas de activos y pagos de deudas. Por lo que se puede indicar que el 36% de la deuda total de Cencosud al año 2020* es de corto plazo.

En relación con la cobertura de intereses, la empresa presenta una caída en este indicador a 1,44 en el periodo 2020*, esto principalmente por la disminución en los ingresos operativos y la situación adversa en la actividad económica.

Sobre la rentabilidad que esta presentado Cencosud, el margen de venta a venta para junio 2020, reflejó un ratio de 26,75%, mostrando una cierta continuidad con respecto a los años anteriores, que se mantuvieron cercanos al 28%. Esto a causa de mantener los costos de ventas sin mayores variaciones.

La rentabilidad operacional a ventas ha reflejado una importante caída, producto a la baja actividad registrada en el primer semestre y consigo la caída del elemento “otros ingresos” principalmente por la pérdida de valor en el concepto de revalúo en propiedades de inversión.

Con respecto al ROA, la compañía presenta un retorno sobre los activos totales de 4,01% durante el 2020*, esto reflejado a un buen desempeño con respecto a la ventas en relación al primer semestre de 2019, hay que destacar que tanto como los ingresos y las variaciones en los activos de la compañía conllevaron a esta evolución. Los activos se vieron afectados en parte por la venta de activos fijos, el registro de propiedades que eran arrendadas por la compañía y la baja actividad económica.

Los retornos en relación al patrimonio de la compañía nos indican que durante el periodo de junio 2020 hay pérdida de valor por los resultados negativos de la compañía

En resumen, la compañía está recibiendo los embates de la crisis sanitaria y las pocas opciones de poder rentabilizar sus activos fijos, sin embargo, mantiene una posición segura en cuanto sus obligaciones tanto a corto plazo como a largo plazo. La industria de los supermercados es un factor sumamente clave para que la compañía pueda seguir generando flujos, siendo que gran parte de los ingresos son de corto plazo, por lo que la estructura actual le permite a la compañía mayores libertades o plazos para poder administrar sus flujos y poder cumplir con sus obligaciones de largo plazo.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1. Deuda financiera

Para determinar la deuda financiera de Cencosud, se consideró las cuentas de otros pasivos financieros corrientes y no corrientes publicados en los estados financieros de la CMF. Tomando en cuenta solo los pasivos que generen intereses, como las deudas con entidades financieras y las deudas con público (bonos). (ver tabla 13)

Tabla 13. Detalle deuda financiera Cencosud S.A.

Deuda Financiera MUF	2016	2017	2018	2019	S1-2020
Deuda Financiera Corriente					
Obligaciones con Bancarios	8.175	9.235	8.654	2.277	706
Obligaciones con el Público	4.840	6.954	2.380	2.267	2.263
Otros Pasivos Financieros Leasing Financieros	103	98	46	0	0
Otros Pasivos Financieros Hedge Derivates	158	445	184	0	0
Otros Pasivos Financieros Forward	0	224	0	0	0
Depósitos a Plazos	2.130	2.147	0	0	0
Deuda Compra Bretas	0	264	240	0	196
Deuda M. Rodríguez	0	0	115	0	0
Otras Obligaciones Financieras	79	103	0	114	151
Obligaciones a la Vista	1	0	0	0	0
Pasivos por Arrendamientos	0	0	0	5.079	3.832
Pasivos por Arrendamientos Reclasificados	0	0	0	39	0
Total Deuda Financiera Corriente	15.485	19.470	11.620	9.776	7.148
Deuda Financiera No Corriente					
Obligaciones con Bancarios	7.830	5.946	14.342	308	0
Obligaciones con el Público	99.396	93.060	97.885	108.724	89.220
Otros Pasivos Financieros Leasing Financieros	731	647	604	0	0
Otros Pasivos Financieros Hedge Derivates	472	1.312	280	132	0
Depósitos a Plazos	1.709	1.477	0	0	0
Deuda Compra Bretas	65	0	0	245	0
Deuda M. Rodríguez	0	0	0	92	75
Otras Obligaciones Financieras	0	0	0	0	0
Obligaciones a la Vista	0	0	0	0	0
Pasivos por Arrendamientos	0	0	0	30.912	26.448
Pasivos por Arrendamientos Reclasificados	0	0	0	463	0
Total Deuda Financiera No Corriente	108.429	100.965	113.110	140.875	115.744
Total Deuda Financiera	123.914	120.435	124.731	150.652	122.893

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

4.1.1. Bonos

En la siguiente tabla se identifican los bonos emitidos, y actualmente vigentes a la fecha por Cencosud (ver tabla 14 y 15).

Tabla 14. Detalle bonos (porción corriente) vigentes Cencosud S.A.

Bonos de largo plazo - Porción Corriente						Periodicidad		Valor contable
Serie	Monto nominal colocado vigente	Unidad del bono	Tasa de interés	Tasa efectiva	Plazo final	Pago de intereses	Pago de amortización	30-06-2020 MUF
BJUMB - B1	243.002	UF	6,5%	6,9%	01-09-2026	Semestrales	Semestrales	31,92
BJUMB - B2	1.215.012	UF	6,5%	6,9%	01-09-2026	Semestrales	Semestrales	159,59
BCENC - F	4.500.000	UF	4,0%	4,3%	07-05-2028	Semestrales	Único al final	27,83
BCENC - J	2.863.637	UF	5,7%	5,7%	15-10-2029	Semestrales	Semestrales	303,06
BCENC - N	4.500.000	UF	4,7%	5,0%	28-05-2030	Semestrales	Semestrales	19,61
BCENC - P	52.000.000	CHS	4,7%	5,4%	07-11-2022	Semestrales	Semestrales	467,28
BCENC - R	5.000.000	UF	2,7%	3,4%	07-11-2041	Semestrales	Único al final	22,42
ÚNICA - A	257.147.000	USD	5,5%	5,5%	20-01-2021	Semestrales	Único al final	0,00
ÚNICA - A	619.281.000	USD	4,9%	5,2%	20-01-2023	Semestrales	Único al final	0,00
ÚNICA - A	524.346.000	USD	5,2%	5,3%	12-02-2025	Semestrales	Único al final	307,06
ÚNICA - A	350.000.000	USD	6,6%	6,7%	12-02-2045	Semestrales	Único al final	253,07
ÚNICA - A	974.789.000	USD	4,4%	4,9%	17-07-2027	Semestrales	Único al final	600,49
BCSSA - A	7.000.000	UF	1,9%	1,9%	25-04-2029	Semestrales	Único al final	24,68
BCSSA - B	3.000.000	UF	2,2%	2,2%	30-04-2044	Semestrales	Único al final	8,97
BCSSA - C	3.000.000	UF	0,7%	0,7%	01-03-2029	Semestrales	Único al final	7,10
BCSSA - E	6.000.000	UF	1,3%	1,3%	01-03-2045	Semestrales	Único al final	29,83
Total Porción Corriente								2.263

Fuente: estados financieros Cencosud 2019

Tabla 15. Detalle bonos (porción no corriente) vigentes Cencosud S.A.

Bonos de largo plazo - Porción No Corriente						Periodicidad		Valor contable
Serie	Monto nominal colocado vigente	Unidad del bono	Tasa de interés	Tasa efectiva	Plazo final	Pago de intereses	Pago de amortización	30-06-2020 MUF
BJUMB - B1	243.002	UF	6,5%	6,9%	01-09-2026	Semestrales	Semestrales	200,76
BJUMB - B2	1.215.012	UF	6,5%	6,9%	01-09-2026	Semestrales	Semestrales	1.003,81
BCENC - F	4.500.000	UF	4,0%	4,3%	07-05-2028	Semestrales	Único al final	4.405,72
BCENC - J	2.863.637	UF	5,7%	5,7%	15-10-2029	Semestrales	Semestrales	2.317,57
BCENC - N	4.500.000	UF	4,7%	5,0%	28-05-2030	Semestrales	Semestrales	4.431,73
BCENC - P	52.000.000	CHS	4,7%	5,4%	07-11-2022	Semestrales	Semestrales	1.336,81
BCENC - R	5.000.000	UF	2,7%	3,4%	07-11-2041	Semestrales	Único al final	4.450,72
ÚNICA - A	257.147.000	USD	5,5%	5,5%	20-01-2021	Semestrales	Único al final	0,00
ÚNICA - A	619.281.000	USD	4,9%	5,2%	20-01-2023	Semestrales	Único al final	0,00
ÚNICA - A	524.346.000	USD	5,2%	5,3%	12-02-2025	Semestrales	Único al final	14.812,74
ÚNICA - A	350.000.000	USD	6,6%	6,7%	12-02-2045	Semestrales	Único al final	9.905,26
ÚNICA - A	974.789.000	USD	4,4%	4,9%	17-07-2027	Semestrales	Único al final	27.191,29
BCSSA - A	7.000.000	UF	1,9%	1,9%	25-04-2029	Semestrales	Único al final	7.016,46
BCSSA - B	3.000.000	UF	2,2%	2,2%	30-04-2044	Semestrales	Único al final	2.958,54
BCSSA - C	3.000.000	UF	0,7%	0,7%	01-03-2029	Semestrales	Único al final	3.022,03
BCSSA - E	6.000.000	UF	1,3%	1,3%	01-03-2045	Semestrales	Único al final	6.166,85
Total Porción Corriente								89.220

Fuente: estados financieros Cencosud 2019

4.2. Patrimonio económico

Para determinar el patrimonio económico de la compañía se considera el número de acciones emitidas al 30 de junio 2020, y al cierre de cada año analizado, multiplicándolo por el precio de la acción al cierre del periodo (ver tabla 16).

Tabla 16. Patrimonio Económico Cencosud S.A.

Patrimonio económico	2016	2017	2018	2019	S1-2020
Nº de acciones pagadas	2.862.536.947	2.863.129.447	2.863.129.447	2.863.129.447	2.863.129.447
Precio de la acción (Clp)	1.880	1.817	1.256	990	1.150
Patrimonio económico (MUF)	204.250	194.129	130.455	100.124	114.739

Fuente: memorias Cencosud 2016-2019

Se detecta una tendencia a la baja del valor de la acción desde el 2018, llegando incluso a un valor de 990 CLP, en 2019. Esto principalmente a sus malos resultados acumulados a la fecha, además de la pérdida de terreno en la competencia frente a Falabella y Cornershop, junto con la crisis argentina. Por otro lado, cabe destacar la IPO (oferta pública inicial) del área “Mall” del grupo¹⁹

4.3. Valor económico de la empresa

Con los valores de patrimonio económico (P) y deuda financiera contable determinados, se considera como un supuesto, que esta última es valor de la deuda de mercado de la compañía (B). por lo que con ambos elementos se puede lograr calcular el valor económico de la empresa mediante la siguiente formula (ver tabla 17):

$$V = P + B$$

¹⁹ latercera.com/pulso: Artículo: “Cencosud pierde casi cuarto valor bolsa desde anuncio ipo area malls

Tabla 17. Valor económico Cencosud S.A.

Valor económico	2016	2017	2018	2019	S1-2020
Patrimonio económico (MUF)	204.250	194.129	130.455	100.124	114.739
Deuda (MUF)	123.914	120.435	124.731	150.652	122.893
Valor económico (MUF)	328.164	314.565	255.185	250.775	237.632

Fuente: Elaboración Propia

4.4. Estructura de capital objetivo

Una vez con los valores establecidos, se puede calcular la estructura de capital de Cencosud de los últimos 5 años, mediante la siguiente forma:

- Razón de endeudamiento (B/V)
- Razón patrimonio a valor de empresa (P/V)
- Razón deuda a patrimonio (B/P)

Tabla 18. Estructura de capital objetivo Cencosud S.A.

Estructura de Capital	2016	2017	2018	2019	S1-2020	Objetivo	Histórico
B/V	37,76%	38,29%	48,88%	60,07%	51,72%	55,89%	53,56%
P/V	62,24%	61,71%	51,12%	39,93%	48,28%	44,11%	46,44%
B/P	60,67%	62,04%	95,61%	150,47%	107,11%	128,79%	117,73%

Fuente: Elaboración Propia

Para estimar la estructura de capital objetivo de Cencosud (ver tabla 18), se realizó una comparación de estructura entre los diferentes periodos, observando que entre el ejercicio 2017 y 2019 hubo una variación en su estructura, tomando una estrategia más endeudada en comparación a sus años previos.

Cencosud estuvo apalancando cada vez más su estructura hasta el primer semestre del 2020, en dónde la compañía decide liquidar parte de su deuda y mantener una posición financiera mucho más conservadora. Es por esta razón que se considera la estructura de capital objetivo como un promedio simple entre los años 2019 y 2020, mientras que, para efectos de cálculos posteriores en el valor del costo patrimonial, se utilizará el promedio entre el año 2020, 2019 y 2018, como histórico.

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1. Costo de la deuda

Para analizar el costo de la deuda, se consideró la *Yield* al 30 de junio 2020, del bono BCENC-R con fecha de vencimiento al 07 de noviembre de 2041. El cual nos permite identificar la tasa actual que el mercado le está exigiendo a este instrumento de largo plazo.

- BCENC-R
- $K_b = 1,45\%$ ²⁰

5.2. Beta de la deuda

En la estimación del Beta de la deuda, se utiliza el modelo de valorización de activos financieros CAPM (*Capital Asset Pricing Model*):

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

Además, se determinan los siguientes supuestos en el modelo:

- Tasa libre de riesgo = 1,26 %²¹
- Premio por Riesgo = 6,26%²²

Por lo que al reemplazar los datos obtenemos la siguiente ecuación:

$$1,45\% = 1,26\% + \beta_d \cdot 6,26\%$$

²⁰ Fuente: Thomson Reuters

²¹ Promedio de 2 años, Tasa BCU a 30 años – Banco Central. Según, Maquieira y Espinosa (2019, p.147) las tasas más recientes de un Bono emitido en el mediano y largo plazo por el Banco Central no refleja correctamente la situación esperada en el mercado de renta fija a futuro, por lo que sugieren considerar la tasa promedio de un periodo (Fuente: Maquieira C., y Espinosa C. (2019). Valoración de empresas aplicada. Santiago: Gráfica Metropolitana)

²² Premio por riesgo determinada en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

$$\beta_d \cdot 6,26\% = 1,45\% - 1,26\%$$

$$\beta_d \cdot 6,26\% = 0,19\%$$

$$\beta_d = 0,03$$

5.3. Estimación del beta patrimonial

En el caso de la estimación del beta patrimonial con deuda de Cencosud, se consideraron los precios de cierre semanales del índice IGPA y Cencosud, entre los periodos de Junio 2020 a Junio 2017, tomando los retornos semanales entre dos años (105 observaciones), utilizando el siguiente cálculo de retornos, junto con el uso de logaritmo natural:

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1})}{(P_{t-1})}$$

$$r_t = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1})$$

Donde:

- r_t = Retorno sensibilizado con Logaritmo natural
- R_t = retorno del periodo
- P_t = precio en el periodo
- P_{t-1} = precio en el periodo anterior
- r_t = retorno ajustado con Logaritmo natural

Una vez obtenido los retornos para los diferentes periodos²³, se realiza la estimación del beta de la acción con el modelo CAPM, en conjunto con una regresión de los datos.

²³ 2017 (03/07/2015 – 30/06/2017), 2018 (01/07/2016 – 29/06/2018), 2019 (07/07/2017 – 05/07/2019), 2020 (06/07/2018 – 03/07/2020).

Mediante la siguiente formula:

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

Donde:

- r_{it} = retorno de Cencosud en el período t
- α = constante
- β_i = beta de la acción
- r_{mt} = retorno del mercado en este caso IGPA
- ε = margen de error

Obteniéndose en tabla 19 un resumen, de las regresiones realizadas:

Tabla 19. Betas de la acción entre los periodos 2017-2020.

	jun-17	jun-18	jun-19	jun-20
Beta de la acción	1,0264	0,9935	1,2278	1,3102
P-value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Nº observaciones	105	105	105	105
R ²	0,2647	0,5147	0,4179	0,5776
Presencia bursátil	100%	100%	100%	100%

Fuente: elaboración propia

En todos los casos calculados se obtuvo valores de beta son estadísticamente significativos, además de considerar una presencia bursátil prácticamente permanente en la bolsa de valores de Santiago.

Para determinar finalmente el beta de la acción a utilizar, se considera principalmente el periodo junio 2020.

$$\beta_p^{C/D} = 1,310$$

5.4. Beta patrimonial sin deuda

Con el beta patrimonial con deuda determinado, se necesita encontrar el beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$). Por lo cual se requiere desapalancar la estructura de la empresa, y de

esta manera eliminar el efecto riesgo de la deuda, mediante el beta de la deuda ya establecida en el punto 5.2.

Al tomar en cuenta que la deuda es de carácter riesgosa, se utilizará la fórmula de Rubinstein (1973):

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

Como estructura para desapalancar el beta patrimonial, se decide utilizar la estructura de capital histórica determinada en el punto 4.4. Con respecto a la tasa de impuesto a aplicar para Cencosud, se tomó un promedio ponderado²⁴ de las tasas para cada país en donde la compañía opera, en conjunto con los betas obtenidos anteriormente, de la deuda y de la acción de la empresa.

- $\left(\frac{B}{P}\right)^{historica} = 1,177$
- $t_c^{Prom} = 29,21\%$
- $\beta_p^{C/D} = 1,310$
- $\beta_d = 0,03$

Por lo que se reemplaza en la siguiente ecuación:

$$1,310 = (1 + (1 - 29,21\%) * 1,177) \beta_p^{S/D} - (1 - 29,21\%) * 1,177 * 0,03$$

$$1,310 = 1,833 * \beta_p^{S/D} - 0,025$$

$$1,833 * \beta_p^{S/D} = 1,335$$

²⁴ Tasa impositiva Chile: 27%, Argentina: 30%, Brasil: 34%, Colombia: 32%, Perú: 29,5%

$$\beta_p^{S/D} = 0,728$$

5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Una vez obtenida el beta patrimonial sin deuda de Cencosud, se necesita volver apalancar pero esta vez utilizando la estructura de capital objetivo. Para este caso se utiliza el mismo mecanismo de cálculo para la tasa corporativa, sólo que ahora se modificó la tasa argentina a 25%²⁵

- $\left(\frac{B}{P}\right)^{Obj} = 1,288$
- $t_c = 28,37\%$
- $\beta_p^{S/D} = 0,728$
- $\beta_d = 0,03$

Por lo se vuelve a reemplazar los nuevos valores en la fórmula de Rubinstein:

$$\beta_p^{C/D} = (1 + (1 - 28,37\%) * 1,288) * 0,728 - (1 - 28,37\%) * (1,288) * 0,03$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,399 - 0,027$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,372$$

²⁵ Notas de EE.FF. segundo semestre 2020, pág.168

5.6. Costo patrimonial

Con el modelo CAPM, ahora podemos determinar el valor estimado del costo patrimonial de Cencosud, utilizando el beta patrimonial apalancado con la estructura de capital objetivo, junto con la tasa libre de riesgo, y el premio por riesgo de mercado:

- $r_f = 1,26\%$
- $PRM = 6,26\%$
- $\beta_p^{c/d}{}_{obj} = 1,372$

$$k_p = r_f + \beta_p^{c/d} * PRM$$

$$k_p = 1,26\% + 1,372 * 6,26\%$$

$$k_p = 9,86\%$$

5.7. Costo de capital

Para obtener el costo de capital de la empresa, se utiliza el modelo de costo de capital ponderado (WACC en inglés), tomando como datos los siguientes valores:

- $k_p = 9,856\%$
- $\left(\frac{P}{V}\right)^{obj} = 0,441$
- $k_b = 1,45\%$
- $t_c = 28,37\%$
- $\left(\frac{B}{V}\right)^{obj} = 0,559$

$$k_0 = k_p * \left(\frac{P}{V}\right)^{obj} + k_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)^{obj}$$

$$k_0 = 9,86\% * 0,44 + 1,45\% * (1 - 28,37\%) * 0,56$$

$$k_0 = 4,347\% + 0,581\%$$

$$k_0 = 4,927\%$$

Por lo que se obtiene un valor final de k_0 de 4,927%. Permitiendo estimar finalmente la tasa que utilizaremos para descontar los flujos futuros de la compañía, por el método de flujos descontados.

6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

6.1. Análisis de crecimiento de la empresa

A lo largo de todo este capítulo y para efectos de cálculos de crecimiento en conjunto de mantener comparaciones entre años, se registran los datos presentados por Cencosud al 30 de junio de 2020 expresados en miles de UF²⁶ (MUF). Dónde se expone como supuesto, mantener los mismos resultados durante el segundo semestre del año 2019, por lo que se realiza una adición de los datos reales del 2020 con el último semestre del 2019. (ver tabla 20)

Tabla 20. Ingresos por país Cencosud 2016-2020.

Ingresos MUF	2016	2017	2018	2019	2020*	Promedio	Peso
Chile	164.814	166.548	164.919	159.984	156.239	162.501	45,05%
Argentina	95.984	97.030	73.610	61.286	62.568	78.096	21,65%
Argentina Hiperinflación	-	-	12.028	11.822	10.875	6.945	1,93%
Argentina Conversión de moneda	-	-	-15.987	-9.814	-11.512	-7.463	-2,07%
Brasil	60.337	58.848	49.261	48.615	47.853	52.983	14,69%
Perú	37.460	36.496	36.571	35.975	38.004	36.901	10,23%
Colombia	33.580	31.290	29.525	29.406	29.755	30.711	8,51%
Total	392.174	390.213	349.927	337.274	333.782	360.674	100%

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

Tabla 21. Crecimiento por país de los ingresos Cencosud 2016-2020.

Crecimiento Ingresos	2016	2017	2018	2019	2020*
Chile	-	1,05%	-0,98%	-2,99%	-2,34%
Argentina	-	1,09%	-28,22%	-9,13%	-2,15%
Brasil	-	-2,47%	-16,29%	-1,31%	-1,57%
Perú	-	-2,57%	0,20%	-1,63%	5,64%
Colombia	-	-6,82%	-5,64%	-0,40%	1,19%
Total	-	-0,50%	-10,32%	-3,62%	-1,04%

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

Cencosud S.A. mantiene operaciones en 5 países de Latinoamérica, Chile, Argentina, Brasil, Colombia y Perú. Donde Chile representa aproximadamente 45% de los ingresos

²⁶ 2016: 26.348 CLP – 2017: 26.798 CLP – 2018: 27.556 CLP – 2019: 28.310 CLP – 2020: 28.696 CLP Fuente: SII

operacionales, se deja expresado los efectos de la inflación argentina, lo cual produce, una reducción en los resultados del holding (ver tabla 21). Existe una tendencia a la baja de los ingresos por ventas de Cencosud, destacando el periodo 2018, presentando una fuerte caída de 10,32% con relación al periodo 2017, mostrando un déficit aproximadamente de 23.420 MUF en los ingresos de Argentina, motivada principalmente por la devaluación del peso argentino frente al dólar estadounidense, considerando que gran parte de la deuda que mantiene el país es en dólares. Provocando un aumento en la pobreza y reducción en la actividad económica en conjunto a una inminente incertidumbre por las elecciones que terminaron, con el nombramiento de Alberto Fernandez como nuevo presidente de Argentina²⁷.

Tabla 22. Ingresos por segmento Cencosud 2016-2020.

Ingresos Por Segmento MUF	2016	2017	2018	2019	2020*	Promedio	Peso
Supermercados	284.189	278.045	250.220	241.979	251.776	261.242	72,43%
Shopping Center	9.060	9.543	8.947	8.175	6.238	8.393	2,33%
Mejoramiento Hogar	49.125	49.759	43.188	39.902	38.947	44.184	12,25%
Tiendas por Departamento	42.771	43.891	42.271	38.878	32.268	40.016	11,09%
Servicios Financieros	6.744	8.634	9.031	5.997	4.968	7.075	1,96%
Servicios de Apoyo	285	343	230	336	222	283	0,08%
Argentina Hiperinflación	-	-	12.028	11.822	10.875	6.945	1,93%
Argentina Conversión de moneda	-	-	-15.987	-9.814	-11.512	-7.463	-2,07%
Total Ingresos	392.174	390.213	349.927	337.274	333.782	360.674	100%

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

En la tabla 22 se presenta que los ingresos están principalmente sostenidos por la industria de los supermercados, registrando más de un 70% en promedio de las ventas totales. Por lo que el Core del negocio depende en principalmente a la rentabilidad que logren obtener los supermercados a lo largo de sus operaciones. Por otro lado, se

²⁷ Fuente: Efe.com: "artículo las ocho claves de la crisis económica en argentina" – Nuso.org: "artículo por qué argentina esta otra vez en crisis"

detecta que el segmento con menor incidencia en los ingresos totales son los servicios financieros y servicios de apoyo, reflejando un 2% del total de los ingresos.

Tabla 23. Crecimiento por segmento de los ingresos Cencosud 2016-2020.

Crecimiento Ingresos por Segmento	2016	2017	2018	2019	2020*
Supermercados	- 2,16%	-10,01%	-3,29%	4,05%	
Shopping Center	- 5,33%	-6,25%	-8,63%	-23,70%	
Mejoramiento Hogar	- 1,29%	-13,21%	-7,61%	-2,39%	
Tiendas por Departamento	- 2,62%	-3,69%	-8,03%	-17,00%	
Servicios Financieros	- 28,03%	4,60%	-33,60%	-17,15%	
Servicios de Apoyo	- 20,26%	-33,01%	46,26%	-33,79%	
Total Ingresos	- 0,50%	-10,32%	-3,62%	-1,04%	

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

Al tener casi la mitad de la fuente ingresos en Chile, el holding está en gran parte expuesto a los efectos socioeconómicos locales. En la tabla 23, puede apreciarse una tendencia importante a la baja en todos los segmentos de la industria, en donde el gran impacto se inició con la crisis financiera argentina en 2018.

A nivel nacional, la caída del crecimiento chileno se agravó con el “estallido social” del 18 de octubre, en medio del último trimestre del año 2019, donde se produjeron varias protestas a lo largo del país, provocando escenas de violencia, desmanes y saqueos en varios supermercados locales, y con ello el cierre de varios negocios y centros comerciales por precaución de daños o ataques. El nivel de la crisis llevó a que el gobierno determinara medidas, como estado de emergencia e incluso toques de queda, paralizando gran parte de la actividad económica del país.

Es bien sabido que existe una importante estacionalidad de ventas en el *retail* durante el último cuarto de año, por lo que se afectó severamente los ingresos durante las fiestas navideñas y año nuevo.

Esta sensación de incertidumbre afectó todo el mercado chileno, sin embargo, la crisis social entro en “recesión” durante las vacaciones de verano generando un repunte

económico durante el primer trimestre del 2020 de 6.382 MUF (8,1%) en relación con el primer trimestre del 2019.

Sin embargo, este repunte volvería a caerse, ahora provocado por una crisis sanitaria internacional. Ya que la Organización Mundial de la Salud (OMS), declaró pandemia la propagación del covid-19 en el mundo, generando miles de muertos tanto en Asia y Europa entre diciembre 2019 y abril 2020. El primer caso de una persona infectada en Chile se produjo a inicios de marzo, justo después de vacaciones de verano, provocando nuevas medidas del gobierno, esta vez limitando las actividades económicas, cerrando de manera indefinida los centros comerciales, colegios y lugares de trabajo. Explicando la caída de al menos 23% en los ingresos del segmento *retail*, y a su vez el aumento de 4% en la actividad de los supermercados, ya que hasta la fecha se mantienen operativos, al seguir entregando bienes de primera necesidad a la población.

Sobre la superficie por venta de Cencosud al 30 de junio de 2020, se puede indicar lo siguiente:

6.1.1. Supermercados superficie de ventas y SSS

Para Cencosud, el segmento de los supermercados es un punto bastante relevante a la hora de evaluar su desempeño. Actualmente la compañía al 30 de junio de 2020 registra 919 tiendas a lo largo de Sudamérica, de las cuales más de la mitad (61,9%) corresponden a espacios arrendados. Estas tiendas representan una superficie de ventas por 2.237.178 m², distribuidas en Chile (26,85%), Argentina (20,03%), Brasil (23,68%), Perú (12,37%) y Colombia (17,06%).

Sobre las SSS (*Same stores sales*) la compañía en comparación al primer semestre de 2019 registró los siguientes números: Chile (11,0%), Argentina (56,5%), Brasil (6,9%),

Perú (8.2%) y Colombia (5,3%). Traduciéndose en un incremento en la actividad. No obstante, este factor se genera principalmente a la reducción de tiendas y en un leve aumento en la demanda.

6.1.2. Mejoramiento hogar superficie de ventas y SSS

Por su parte, este segmento cuenta con una superficie útil de 812.372 m² a lo largo de sus 98 tiendas, manteniendo la siguiente distribución: Chile (40,88%), Argentina (48,99%) y Colombia (10,13%).

En cuanto a sus SSS, Cencosud refleja los siguientes índices: Chile (5,1%), Argentina (34,3%) y Colombia (6,7%).

6.1.3. Tiendas por departamento superficie de ventas y SSS

Sobre las tiendas por departamento, la compañía presenta 90 tiendas, traducidas en 440.419 m² de superficie para ventas. La distribución de estos metros cuadrados se presenta de la siguiente manera: Chile (86,05%) y Perú (13,95%).

El desempeño para estas tiendas (SSS), se reporta un crecimiento de 0,2% para Chile y una contracción de 0,7% para Perú.

6.1.4. Centros comerciales superficie de ventas

Cencosud registra al 30 de junio del presente año, 67 centros comerciales. Representando al menos 830.548 m² en superficie para ventas. En comparación al periodo anterior, ha registrado una baja de un 6,9%, en la tasa de ocupación por esta superficie. Siendo la principal causa, los cierres de los centros comerciales, a lo largo de la pandemia, asimismo como las quiebras de pequeños locales arrendados. Sobre la

distribución por país de estos metros cuadrados, se puede indicar los siguientes pesos porcentuales: Chile (50,74%), Argentina (33,38%), Perú (8,96%) y Colombia (6,93%).

6.2. Análisis de crecimiento de la industria

Claramente la industria y el mercado en general ha recibido un importante impacto en su desempeño, producto a los efectos de la pandemia y en plano local, los eventos de violencia producto el “18-O”.

La industria retail es muy sensible al ciclo económico de un país, dependiendo principalmente por el poder adquisitivo del consumidor, volumen de ventas, acceso a créditos y la capacidad de pago²⁸.

Si bien con el cierre de tiendas físicas producto a la pandemia, las empresas de retail han focalizado sus actividades en canales virtuales para sostener de cierta forma sus ventas, siendo no suficientes para compensar las importantes bajas registradas.

Las bajas evidentes en las ventas han provocado además un sobre stock de inventarios. Producto a los compromisos realizados en ordenes de compras para las temporadas de verano-otoño. Por lo que la principal estrategia de las compañías se ha reducido en medidas de resguardo, reduciendo ordenes de compras nacionales e internacionales, priorizando inventarios en stock para las ventas.

Por otro lado, el banco central registró una histórica caída de 14,1% en el IMACEC (indicador mensual de actividad económica) además, su último sondeo sobre el PIB (producto interno bruto) del país, pronostica una posición pesimista para el año 2020, proyectando una caída de 4,8%. Por lo que existe una altísima volatilidad en relación a

²⁸ Informe de clasificación Feller Rate junio 2020

los resultados y en la actividad en el sector industrial, dependiendo principalmente en el comportamiento que tenga el virus en nuestra población, y en las medidas que tengan los organismos públicos para mitigar la propagación.

En la tabla 24 se presentan los ingresos registrados por la empresa comparable Falabella, expresados en MUF.

Tabla 24. Ingresos Falabella 2016-2020.

Ingresos Falabella MUF	2016	2017	2018	2019	2020*	Promedio	Peso
No Bancarias	299.769	311.593	302.752	305.662	283.842	300.724	88,08%
Negocios Bancarios	26.194	27.524	47.567	51.381	50.829	40.699	11,92%
Total Ingresos	325.962	339.117	350.319	357.043	334.671	341.422	100%

Fuente: Estados financieros Falabella 2016-2017-2018-2019-2020

Tabla 25. Crecimiento de los ingresos Falabella 2016-2020.

Crecimiento Ingresos Falabella	2016	2017	2018	2019	2020*
No Bancarias	- 3,94%	-2,84%	0,96%	-7,14%	
Negocios Bancarios	- 5,08%	72,82%	8,02%	-1,08%	
Total Ingresos	- 4,04%	3,30%	1,92%	-6,27%	

Fuente: Estados financieros Falabella 2016-2017-2018-2019-2020

Falabella ha presentado históricamente un crecimiento estable en sus ingresos operacionales de al menos 3% (ver tabla 25), a lo largo de los periodos 2017 y 2018. Sin embargo, se detecta un quiebre en esta tendencia, en el 2019, motivada principalmente a la crisis social, ocurrida en el último cuarto del año y posteriormente un segundo *shock* producto por la crisis sanitaria.

Tabla 26. Comparativo ingresos y crecimiento Cencosud - Falabella

Ingresos MUF	2016	2017	2018	2019	2020*	Promedio
Cencosud	392.174	390.213	349.927	337.274	333.782	360.674
Falabella	325.962	339.117	350.319	357.043	334.671	341.422
Crecimiento Cencosud	-	-0,50%	-10,32%	-3,62%	-1,04%	-3,10%
Crecimiento Falabella	-	4,04%	3,30%	1,92%	-6,27%	0,60%

Fuente: Estados financieros Cencosud - Falabella 2016-2017-2018-2019-2020

En comparación, Falabella ha presentado valores más estables a lo largo de los periodos analizados, siendo afectada especialmente por las crisis locales e internacionales. Cencosud por su lado refleja una volatilidad importante en sus ingresos, bajando un promedio de 3,10% por año en sus ingresos totales. (ver tabla 26)

6.3. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Tabla 27. Costos operacionales Cencosud 2016-2020.

Costos Operacionales MUF	2016	2017	2018	2019	2020*	Promedio
Costos de Ventas	279.204	278.334	249.779	242.928	242.717	258.592
Costos de Distribución	1.018	1.117	1.199	1.133	1.457	1.185
Gastos de Administración	88.276	88.535	78.633	72.734	70.799	79.796
Otros Gastos por Función	6.477	6.738	5.989	5.208	4.420	5.766
Total Costos Operacionales	374.976	374.724	335.600	322.002	319.394	345.339
Costos de Ventas Sobre Ventas %	71,19%	71,33%	71,38%	72,03%	72,72%	71,73%
Costos de Distribución Sobre Ventas %	0,26%	0,29%	0,34%	0,34%	0,44%	0,33%
Gastos de Administración Sobre Ventas %	22,51%	22,69%	22,47%	21,57%	21,21%	22,09%
Otros Gastos por Función Sobre Ventas %	1,65%	1,73%	1,71%	1,54%	1,32%	1,59%
Total Costos Sobre Ventas %	95,61%	96,03%	95,91%	95,47%	95,69%	95,74%

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

Cencosud mantiene una clasificación de sus costos basados principalmente en sus actividades operativas, tales como costos de ventas, costos de distribución, costos de administración y otros gastos por función. En la tabla 27 se pueden apreciar los registros de estos valores, y como han variado a lo largo de los periodos analizados, asimismo se realiza la comparativa sobre cuanto equivale el costo en relación con los ingresos del periodo. Destacando que, del total de los ingresos, un 95% en promedio se destina a costos operacionales.

Cabe señalar, que existe una tendencia constante entre esta relación, siendo los elementos, “costos de ventas” y “costos de administración” los principales agentes en el resultado.

Para el ítem de otros gastos por función, se comprenden principalmente las actividades de publicidad que la compañía realiza para la promoción de sus productos.

Tabla 28. Costos de ventas Cencosud 2016-2020.

Costos de Ventas MUF	2016	2017	2018	2019	2020*	Promedio
Costos Mercaderías Vendidas	260.274	257.863	234.293	225.361	227.034	240.965
Otros Costos de Ventas	18.930	20.471	18.867	16.109	15.562	17.988
Total Costos	279.204	278.334	253.160	241.470	242.597	258.953
Costos Mercaderías Vendidas Sobre Ventas %	66,37%	66,08%	66,96%	66,82%	68,02%	66,85%
Otros Costos de Ventas	4,83%	5,25%	5,39%	4,78%	4,66%	4,98%
Total Costos Sobre Ventas %	71,19%	71,33%	72,35%	71,59%	72,68%	71,83%

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

Los costos de ventas reflejan en sus partidas principalmente las actividades *core* del negocio de Cencosud, tales como: adquisición de mercadería, traslado y mantención de los bienes para la venta, gasto e impuestos no recuperables y seguros asociados.

En la tabla 28, se identifica que la compañía destina en promedio un 66% de sus ingresos en los costos asociados a las mercaderías vendidas. Manteniendo una estructura relativamente constante, sobre las ventas del holding, cabe destacar que durante el periodo 2020* se está considerando el primer semestre reportado en los estados financieros en conjunto con el último semestre del 2019, asumiendo que los impactos en los ingresos producto al estallido social serían levemente comparables con los efectos de la crisis sanitaria.

Por otro lado, cabe destacar el efecto ocurrido en el año 2019 asociado a la apertura de Cencoshopp S.A. en la bolsa nacional. Ya que esta nueva filial de la compañía se destinó exclusivamente al segmento inmobiliario, abarcando un leve cambio en la estructura de costos, principalmente en el ítem de “arriendos” en los gastos de administración, reflejando una reducción de al menos 5.888 MUF (-87%) con respecto al año 2018, y en

el ítem “otros costos de venta” reduciendo su relación de costo sobre ventas, de 5,39% a 4,78%.

Tabla 29. Gastos de administración y ventas Cencosud 2016-2020.

Gasto de Administración y Ventas MCLP	2016	2017	2018	2019	2020*	Promedio
Gastos del personal	53.436	55.112	49.635	44.869	43.418	49.294
Depreciación y amortizaciones	8.643	9.033	7.784	11.224	11.980	9.733
Limpieza	2.760	2.750	2.375	2.214	2.250	2.470
Seguridad y vigilancia	2.331	2.367	2.097	2.059	2.078	2.187
Mantenimiento	3.189	3.027	2.661	2.705	2.573	2.831
Honorarios profesionales	3.046	2.837	2.684	2.622	2.755	2.789
Bolsas para clientes	739	588	442	198	114	416
Comisión tarjeta de crédito	3.956	3.425	3.026	2.819	2.855	3.216
Arriendos	7.323	7.489	7.099	1.211	1.118	4.848
Consumo, gastos básicos y otros	2.853	1.909	1.536	1.519	1.077	1.779
Argentina - Economía Hiperinflacionaria	0	0	10.621	11.845	11.473	6.788
Argentina - Conversión de Moneda	0	0	-14.708	-9.094	-10.770	-6.914
Total GAV	88.276	88.535	75.252	74.192	70.920	79.435
Gastos del personal Sobre Ventas %	13,63%	14,12%	14,18%	13,30%	13,01%	13,65%
Depreciación y amortizaciones Sobre Ventas %	2,20%	2,31%	2,22%	3,33%	3,59%	2,73%
Limpieza Sobre Ventas %	0,70%	0,70%	0,68%	0,66%	0,67%	0,68%
Seguridad y vigilancia Sobre Ventas %	0,59%	0,61%	0,60%	0,61%	0,62%	0,61%
Mantenimiento Sobre Ventas %	0,81%	0,78%	0,76%	0,80%	0,77%	0,78%
Honorarios profesionales Sobre Ventas %	0,78%	0,73%	0,77%	0,78%	0,83%	0,77%
Bolsas para clientes Sobre Ventas %	0,19%	0,15%	0,13%	0,06%	0,03%	0,11%
Comisión tarjeta de crédito Sobre Ventas %	1,01%	0,88%	0,86%	0,84%	0,86%	0,89%
Arriendos Sobre Ventas %	1,87%	1,92%	2,03%	0,36%	0,33%	1,30%
Consumo, gastos básicos y otros Sobre Ventas %	0,73%	0,49%	0,44%	0,45%	0,32%	0,49%
Argentina - Economía Hiperinflacionaria Sobre Ventas %	0,00%	0,00%	3,04%	3,51%	3,44%	2,00%
Argentina - Conversión de Moneda Sobre Ventas %	0,00%	0,00%	-4,20%	-2,70%	-3,23%	-2,03%
Total GAV Sobre Ventas %	22,51%	22,69%	21,51%	22,00%	21,25%	21,99%

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

Por otro lado, al identificar los gastos de administración y ventas, se pueden desprender los ítems de gasto en personal (salarios, bonos y compensaciones), depreciaciones de propiedades plantas y equipos, amortizaciones de activos no corrientes, y otros gastos generales de la administración del negocio.

En la tabla 29, se logra dimensionar los diferentes elementos que conforman el gasto final que realiza la compañía para mantener la operabilidad de sus dependencias. Representando en promedio un 22% de los ingresos. Se destaca como elemento de mayor peso equivalente “gastos del personal”, reflejando en promedio un 13,65% de los ingresos sin embargo, cabe mencionar que la empresa, en vista a los malos resultados

y las crisis del “18-O” y sanitaria; han estado reduciendo la cantidad de empleados contratado y con ello los gastos incurridos en este ítem, pasando desde 55.112 MUF en 2017 a 44.689 MUF a fines de 2019, asimismo según sus últimos estados financieros al 30 de junio de 2020, la compañía ha reportado una reducción total de 10.691 trabajadores.²⁹

Tabla 30. Costo de distribución y otros gastos Cencosud 2016-2020.

Costo de Distribución y Otros Gastos MCLP	2016	2017	2018	2019	2020*	Promedio
Costos de distribución	1.018	1.117	1.199	1.133	1.457	1.185
Otros gastos por función	6.477	6.738	5.989	5.208	4.420	5.766
Total	7.495	7.855	7.187	6.340	5.877	6.951
Costos de distribución Sobre Ventas %	0,26%	0,29%	0,34%	0,34%	0,44%	0,33%
Otros gastos por función Sobre Ventas %	1,65%	1,73%	1,71%	1,54%	1,32%	1,59%
Total	1,91%	2,01%	2,05%	1,88%	1,76%	1,92%

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

Por otro lado, en la tabla 30 se muestran la composición del “costo de distribución y otros gastos”, la cual comprende principalmente los gastos por concepto de la publicidad y los gastos necesarios para entregar los bienes transados a los clientes. Analizando los costos del segundo semestre de Cencosud, se puede inferir que existe una tendencia al aumento en el gasto por concepto de distribución, esto precisamente por el aumento de la demanda de compras vía online o telemática, provocando un mayor despliegue en el despacho de productos. Esta evolución, registra un costo total de 880 MUF durante el primer semestre de 2020, equivaliendo a un 0,54% de los ingresos por ventas, por lo que muestra una variación significativa en relación al promedio histórico de este elemento.

²⁹ www.latercera.com Artículo: “empleos menos en un año *retailers* de capitales chilenos acusan caídas históricas en número de trabajadores tras la pandemia”

6.4. Análisis del resultado no operacional de la empresa

En la tabla 31 se presentan los ingresos no operacionales de Cencosud hasta el 30 de junio 2020, incluyendo el periodo 2020* (estimado).

Tabla 31. Ingresos/Costos no operacionales Cencosud 2016-2020.

Ingresos No Operacionales MUF	2016	2017	2018	2019	2020*	30.06.2020	Promedio
Ingresos financieros	552	556	474	691	748	265	604
Gastos financieros	-10.760	-11.089	-8.598	-9.965	-10.988	-6.045	-10.280
Participación en las ganancias de asociadas	452	745	713	533	266	-66	542
Diferencias de cambio	1.415	3.202	-2.910	-1.735	-4.357	-2.159	-877
Resultados por unidades de reajuste	-543	-392	-1.670	-3.095	-3.820	-1.582	-1.904
Total Ingresos No Operacionales	-8.885	-6.978	-11.992	-13.569	-18.151	-9.587	-11.915

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

Tabla 32. Resultados financieros Cencosud 2016-2020.

Resultados financieros	2016	2017	2018	2019	2020*	30.06.2020
Otros ingresos financieros por inversión	552	556	474	691	733	250
Ingresos financieros	552	556	474	691	733	250
Gastos por préstamos bancarios	-4.856	-3.567	-3.710	-3.352	-4.309	-2.479
Gastos por bonos	-5.242	-6.579	-4.885	-4.934	-4.717	-2.280
Intereses contrato de arriendo IFRS16	0	0	0	-1.345	-1.538	-874
Intereses por captaciones	-39	0	0	0	0	0
Gastos por valoración de derivados	-624	-944	-645	-859	-1.621	-878
Argentina-economía Hiperinflacionaria	0	0	643	525	1.197	465
Gastos financieros	-10.760	-11.089	-8.598	-9.965	-10.988	-6.045
Resultados por unidades de reajuste Chile	-502	-391	-557	-802	-1.011	-505
Resultados por unidades de reajuste Brasil	-36	-16	-15	-13	-7	-3
Resultados por unidades de reajuste otros	-5	16	0	0	0	0
Argentina-economía Hiperinflacionaria	0	0	-1.098	-2.279	-2.802	-1.074
Resultados por unidades de reajuste	-543	-392	-1.670	-3.095	-3.820	-1.582
Deuda financiera bancos Argentina	-11	19	-4	-74	-629	-509
Deuda bonos y bancos Chile	1.432	3.174	-2.925	-1.662	-3.900	-1.740
Deuda financiera Brasil	0	0	45	26	10	-7
Deuda financiera Perú	-4	0	5	5	33	16
Activos y deuda financiera Colombia	-2	8	-6	-1	-1	0
Argentina-economía Hiperinflacionaria	0	0	-24	-28	128	81
Diferencia de cambio	1.415	3.202	-2.910	-1.735	-4.357	-2.159
Total resultado financiero	-9.336	-7.723	-12.705	-14.103	-18.433	-9.536

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

En cuanto la tabla 32, se identifican las cuentas recurrentes en color gris a lo largo de los periodos analizados. Por otro lado, se pueden describir los siguientes elementos:

- Los ingresos financieros comprenden principalmente los beneficios obtenidos por colocaciones financieras y otros movimientos de la empresa de carácter financiero.

- En el elemento gastos financieros se mantienen registrados los efectos por intereses de bonos emitidos, préstamos bancarios, y valoración de derivados financieros.
- En el ítem resultados por unidades de reajustes, consideran las diferencias entre la contabilidad de diferentes monedas, en relación con la moneda utilizada a la compañía, en donde se utiliza como principal la UF.
- La diferencia de cambio toma la valorización de la moneda en todos los países donde opera Cencosud, en donde se considera principalmente la variación de valor en el peso argentino.
- Sobre el elemento “participación en ganancias (perdidas) por asociadas”, la compañía refleja en 2019 la pérdidas y dilución de las inversiones de Banco Cencosud producto la compra de Scotiabank Perú. Además de presentar una importante pérdida de valor (232MUF) en la asociada “CAT administradora de tarjetas S.A.” durante el primer semestre de 2020.

Tabla 33. Resultados financieros Cencosud 2016-2020.

Resultados financieros sobre Ingresos	2016	2017	2018	2019	2020*	30.06.2020
Otros ingresos financieros por inversión	0,14%	0,14%	0,14%	0,21%	0,22%	0,15%
Ingresos financieros	0,14%	0,14%	0,14%	0,21%	0,22%	0,15%
Gastos por préstamos bancarios	-1,24%	-0,91%	-1,06%	-0,99%	-1,29%	-1,53%
Gastos por bonos	-1,34%	-1,69%	-1,40%	-1,46%	-1,41%	-1,41%
Intereses contrato de arriendo IFRS16	0,00%	0,00%	0,00%	-0,40%	-0,46%	-0,54%
Intereses por captaciones	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos por valoración de derivados	-0,16%	-0,24%	-0,18%	-0,25%	-0,49%	-0,54%
Argentina-economía Hiperinflacionaria	0,00%	0,00%	0,18%	0,16%	0,36%	0,29%
Gastos financieros	-2,74%	-2,84%	-2,46%	-2,95%	-3,29%	-3,74%
Resultados por unidades de reajuste Chile	-0,13%	-0,10%	-0,16%	-0,24%	-0,30%	-0,31%
Resultados por unidades de reajuste Brasil	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultados por unidades de reajuste otros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Argentina-economía Hiperinflacionaria	0,00%	0,00%	-0,31%	-0,68%	-0,84%	-0,66%
Resultados por unidades de reajuste	-0,14%	-0,10%	-0,48%	-0,92%	-1,14%	-0,98%
Deuda financiera bancos Argentina	0,00%	0,00%	0,00%	-0,02%	-0,19%	-0,31%
Deuda bonos y bancos Chile	0,37%	0,81%	-0,84%	-0,49%	-1,17%	-1,08%
Deuda financiera Brasil	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%
Deuda financiera Perú	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%
Activos y deuda financiera Colombia	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Argentina-economía Hiperinflacionaria	0,00%	0,00%	-0,01%	-0,01%	0,04%	0,05%
Diferencia de cambio	0,36%	0,82%	-0,83%	-0,51%	-1,31%	-1,33%
Total resultado financiero	-2,38%	-1,98%	-3,63%	-4,18%	-5,52%	-5,89%

Fuente: Elaboración propia

En la tabla 33, se puede verificar la evolución de estos elementos en el resultado financiero, en relación a los ingresos durante el periodo. Identificando la creciente alza

en el gasto por concepto de la hiperinflación argentina en 2018, aumentando los “resultados por unidades de reajuste” desde 0,10% en 2017 (392 MUF) hasta 0,92% en 2019 (3.095 MUF).

6.5. Análisis de los activos de la empresa

Tabla 34. Activos Cencosud Junio-2020.

Activos MUF	30.06.2020
Activos corrientes	
Efectivo y equivalentes al efectivo	8.336
Otros activos financieros corrientes	11.848
Otros activos no financieros corrientes	751
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	16.558
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	368
Inventarios corrientes	36.651
Activos biológicos corrientes	0
Activos por impuestos corrientes, corrientes	3.390
Total de activos corrientes	77.902
Activos no corrientes mantenidos para la venta	4
Activos corrientes totales	77.906
Activos no corrientes [sinopsis]	
Otros activos financieros no corrientes	8.061
Otros activos no financieros no corrientes	708
Cuentas por cobrar no corrientes	51
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0
Inventarios, no corrientes	0
Inversiones	10.536
Activos intangibles distintos de la plusvalía	12.054
Plusvalía	40.285
Propiedades, planta y equipo	109.652
Activos biológicos no corrientes	0
Propiedad de inversión	100.381
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	2.354
Activos por impuestos diferidos	14.884
Total de activos no corrientes	298.965
Total de activos	376.871

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

En cuanto a los activos de Cencosud, en la tabla 34 se presenta la totalidad reportada en sus cuentas al 30 de junio de 2020.

Al realizar la división o separación de los activos operacionales (ver tabla 35), se consideraron todas las cuentas relacionadas en el negocio común de la empresa, la cual consiste principalmente en *retail* o adquisición de valor por ventas de bienes.

Tabla 35. Activos operacionales Cencosud 2016-2020.

Activos Operacionales	30.06.2020
Activos Operacionales corrientes	
Efectivo y equivalentes al efectivo	8.336
Otros activos no financieros Corrientes	751
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	16.558
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	368
Inventarios	36.651
Activos biológicos	0
Activos por impuestos corrientes	3.390
Total Activos Operacionales Corrientes	66.054
Activos Operacionales No Corrientes	
Otros activos no financieros no corrientes	708
Cuentas por cobrar	51
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0
Inventarios	0
Inversiones	10.536
Activos intangibles distintos de la plusvalía	12.054
Plusvalía	40.285
Propiedades, planta y equipo	109.652
Activos biológicos	0
Propiedad de inversión	100.381
Activos por impuestos corrientes	2.354
Activos por impuestos diferidos	14.884
Activos Operacionales No Corrientes	290.904
Total Activos Operacionales	356.958

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

Tabla 36. Activos no operacionales Cencosud 2016-2020.

Activos No Operacionales	30.06.2020
Activos No Operacionales corrientes	
Otros activos financieros	11.848
Activos no corrientes mantenidos para la venta	4
Total Activos No operacionales corrientes	11.852
Activos No Operacionales No Corrientes	
Otros activos financieros no corrientes	8.061
Activos operacionales no corrientes	8.061
Total Activos No Operacionales	19.913

Fuente: Estados financieros Cencosud 2016-2017-2018-2019-2020

Sobre los activos considerados como no operacionales al 30 de junio de 2020, dentro de la tabla 36, se puede detallar los siguiente:

- Otros activos financieros corrientes: está compuesto principalmente por dos cuentas, fondos mutuos (6.393 MUF) y Derivados (5.455 MUF). Donde las cuotas corresponden a inversiones de renta fija en el mercado chileno, mientras que los derivados financieros son activos que adquiere la compañía para cubrir exposiciones a las variaciones cambiarias y de tasas de interés en el mercado.
- Activos no corrientes mantenidos para la venta: corresponden a todos los activos fijos en la que Cencosud no pretende mantener explotación u operaciones, por lo que busca la recuperación de valor mediante su venta. En este caso se basa principalmente en terrenos los cuales reflejan un valor de 4 MUF.
- Otros activos financieros no corrientes: estos activos representan la estrategia que mantiene la compañía para la cobertura de riesgos como los derivados (7.883 MUF) como en las cuentas por cobrar a Bretas (178 MUF), los cuales corresponden a un acuerdo realizado durante la adquisición del grupo Bretas Brasil por parte de Cencosud en 2010, en la que el grupo brasileño acordó el pago de contingencias tributarias, siendo registrado estas obligaciones como cuentas por cobrar para la compañía.

7. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

7.1. Ingresos operacionales proyectados

Ante la situación inusual a nivel mundial producto la pandemia Covid-19 y nivel local “crisis social del 18-O”, en conjunto con una volatilidad sin precedentes, las proyecciones pueden distar mucho de los resultados reales. Sin embargo, en este caso se utilizarán variables de comportamiento histórico en el desempeño de las operaciones de Cencosud, en conjunto con las proyecciones de desempeño económico para cada país, según su producto interno bruto (PIB). Sobre los supuestos utilizados, se verán en detalle en el punto 7.5 de esta sección.

Cencosud actualmente se encuentra en su fase de maduración en el ciclo del negocio, por lo que no se espera que genere mayores ingresos de los habituales, además de considerar que, a nivel local, no existen proyectos de inversión por lo que se estima que existirá un crecimiento natural.

7.1.1 Supuestos utilizados

Para los cálculos y proyecciones del desempeño de la compañía se evaluaron tres supuestos.

Uno de ellos es prácticamente reflejar el comportamiento y los resultados del segundo semestre de 2019 para la segunda parte del periodo 2020. Con la finalidad de respetar la estacionalidad de la demanda y a su vez la sensibilidad provocada por la crisis social del 18 de octubre 2019, además del gran impacto generado por la pandemia en el mercado tanto nacional como internacional.

Otro punto considerado, para los siguientes años fue tomar en cuenta los registros históricos de los ingresos para cada uno de los países y segmentos. Obteniendo una ponderación del desempeño de la compañía. (ver tabla 37-38-39-40-41)

Tabla 37. Promedio segmento Chile Cencosud

Chile	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Supermercados	1,24%	0,41%	-1,32%	4,02%		1,09%
Shopping Center	7,54%	-2,21%	-2,51%	-24,61%		-5,45%
Mejoramiento Hogar	-2,71%	0,91%	0,94%	1,33%		0,12%
Tiendas por Departamento	1,84%	-5,21%	-9,46%	-15,49%		-7,08%
Servicios Financieros						
Servicios de Apoyo	-13,39%	22,20%	10,96%	-45,53%		-6,44%

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 38. Promedio segmento Argentina Cencosud

Argentina	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Supermercados	-3,52%	-26,58%	-16,30%	9,31%		-9,27%
Shopping Center	3,38%	-16,01%	-30,04%	-24,32%		-16,75%
Mejoramiento Hogar	4,54%	-24,20%	-16,61%	-4,66%		-10,23%
Tiendas por Departamento						
Servicios Financieros	43,21%	-2,37%	-15,44%	-9,55%		3,96%
Servicios de Apoyo	57,61%	-49,92%	-8,27%	-8,12%		-2,17%

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 39. Promedio segmento Brasil Cencosud

Brasil	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Supermercados	-2,55%	-16,32%	-1,36%	-0,84%		-5,26%
Shopping Center						
Mejoramiento Hogar						
Tiendas por Departamento						
Servicios Financieros	62,13%	-3,77%	17,99%	-13,05%		15,82%
Servicios de Apoyo						

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 40. Promedio segmento Perú Cencosud

Perú	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Supermercados	-4,15%	-3,30%	4,49%	12,37%		2,35%
Shopping Center	0,14%	-1,53%	10,22%	-15,82%		-1,75%
Mejoramiento Hogar						
Tiendas por Departamento	14,77%	17,32%	7,98%	-23,86%		4,05%
Servicios Financieros	-0,63%	27,38%	-82,09%	-100,00%		0,00%
Servicios de Apoyo	-20,97%	-80,77%	731,73%	1,85%		1,85%

Fuente: Elaboración Propia

Para el caso del elemento Servicios de Apoyo en Perú, se determinó utilizar el porcentaje reflejado, ya que se registra una alta volatilidad en los valores.

Tabla 41. Promedio segmento Colombia Cencosud

Colombia	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Supermercados	-7,59%	-6,15%	-1,52%	2,54%	-3,18%	-3,18%
Shopping Center	-2,29%	-5,13%	-3,82%	-7,16%	-4,60%	-4,60%
Mejoramiento Hogar	-2,37%	3,21%	3,34%	-4,43%	-0,06%	-0,06%
Tiendas por Departamento						
Servicios Financieros	71,05%	-25,47%	97,13%	2,49%	36,30%	36,30%
Servicios de Apoyo	-7,68%	5,58%	-25,92%	-18,35%	-11,59%	-11,59%

Fuente: Elaboración Propia

Como ultimo supuesto, se consideraron las proyecciones y estimaciones realizadas por distintas entidades, con respecto al crecimiento del PIB para cada país, tomando en cuenta el contexto en el que se está desarrollando la pandemia. (ver tabla 42)

Tabla 42. PIB proyectado

PIB Países	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Chile ³⁰	-4,3%	3,8%	3,2%	3,5%	3,2%
Argentina ³¹	-7,3%	2,1%	2,5%	2,0%	2,0%
Brasil ³²	-8,0%	2,2%	2,6%	2,5%	2,5%
Perú ³³	-12,0%	7,0%	4,9%	5,0%	5,3%
Colombia ³⁴	-4,9%	3,6%	2,8%	2,8%	3,2%
Promedio	-7,3%	3,7%	3,2%	3,2%	3,2%

Fuente: Elaboración Propia

Con estos supuestos establecidos se determinó utilizar para el periodo 2021 el promedio histórico de los segmentos por país, ya que presenta una posición más pesimista con respecto al PIB. Desde el 2022 hasta el 2024 se utilizó un promedio entre el PIB proyectado y el promedio histórico. Se estima que si bien, puede existir una cura para el

³⁰ <https://www.emol.com/noticias/Economia/2020/06/10/988631/Proyecciones-PIB-Chile-2020-2021.html>

³¹ https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/marco_para_la_sostenibilidad_de_la_deuda_argentina_0.pdf

³² <https://www.aa.com.tr> Artículo: Gobierno de Brasil proyecta caída de -4.7 de la economía para este año

³³ <https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/1057150/CEPLAN-Proyecciones-macroecon%C3%B3micas-al-203020200728-16199-qlzekl.pdf>

³⁴ https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=/ConexionContent/WCC_CLUSTER-135522/idcPrimaryFile&revision=latestreleased

coronavirus en 2021, igualmente estaría sujeto a muchas variables, pudiendo incluso extender la vuelta a la normalidad en el 2022. Asimismo, las proyecciones de crecimiento de los PIB para cada país, son relativamente optimistas en comparación al desempeño actual de Cencosud, por lo que se sensibilizará en base al promedio histórico. (ver tabla 43)

Tabla 43. Supuestos para los ingresos

Supuestos Ingresos	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Chile	10,5%	-0,8%	1,3%	1,5%	1,3%
Argentina	1,9%	-8,7%	-3,0%	-3,2%	-3,2%
Brasil	8,2%	-5,2%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
Perú	-4,1%	2,4%	3,7%	3,7%	3,9%
Colombia	12,9%	-2,4%	0,3%	0,4%	0,6%

Fuente: Elaboración Propia

7.1.1. Chile

La situación en nuestro país permanece en incertidumbre producto a los efectos de la cuarentena obligatoria y el proceso del plebiscito, para determinar una nueva constitución. En la tabla N°44 se detallan las tasas de crecimiento (decrecimiento) registrados.

Tabla 44. Crecimiento (Decreimiento) Chile Cencosud.

Crecimiento (Decreimiento) Ingresos	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Chile	10,5%	-0,8%	1,3%	1,5%	1,3%
Supermercados	0,9%	1,1%	2,1%	2,3%	2,1%
Shopping Center	91,4%	-5,4%	-1,1%	-1,0%	-1,1%
Mejoramiento Hogar	-7,5%	0,1%	1,7%	1,8%	1,7%
Tiendas por Departamento	59,3%	-7,1%	-1,9%	-1,8%	-1,9%
Servicios Financieros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Servicios de Apoyo	551,3%	-6,4%	-1,6%	-1,5%	-1,6%

Fuente: Elaboración Propia

Las medidas adoptadas para el cierre de locales comerciales han provocado una fuerte caída en los índices de crecimiento en ventas de los *retail* en general. Con ello se debe considerar que no existe una fecha tentativa en que se encuentre una cura para el virus,

y según opiniones científicas volver a la normalidad tomaría aproximadamente dos años desde que se pueda emplear una inyección antiviral.

En base a los supuestos exhibidos, en la tabla 45 se detallan los ingresos proyectados hasta el 2024.

Tabla 45. Ingresos proyectados Chile Cencosud.

Ingresos MUF	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Chile	82.614	156.167	158.161	160.456	162.582
Supermercados	52.037	104.734	106.979	109.433	111.779
Shopping Center	2.686	3.867	3.824	3.786	3.744
Mejoramiento Hogar	9.529	19.850	20.179	20.544	20.885
Tiendas por Departamento	18.234	27.579	27.044	26.559	26.044
Servicios Financieros	0	0	0	0	0
Servicios de Apoyo	127	137	135	133	131

Fuente: Elaboración Propia

7.1.2. Argentina

Por su parte, Argentina ha estado caracterizada por sus problemas económicos en conjunto con su hiperinflación monetaria durante los últimos periodos, afectando los ingresos consolidados de Cencosud. Con relación a la pandemia, el gobierno ha tomado medidas muy restrictivas para proteger la población, sacrificando en gran parte la actividad económica del país. (ver tabla 46-47)

Tabla 46. Crecimiento (Decrecimiento) Argentina Cencosud.

Crecimiento (Decrecimiento) Ingresos	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Argentina	1,9%	-8,7%	-3,0%	-3,2%	-3,2%
Supermercados	-9,6%	-9,3%	-3,4%	-3,6%	-3,6%
Shopping Center	109,1%	-16,7%	-7,1%	-7,4%	-7,4%
Mejoramiento Hogar	24,8%	-10,2%	-3,9%	-4,1%	-4,1%
Tiendas por Departamento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Servicios Financieros	16,6%	4,0%	3,2%	3,0%	3,0%
Servicios de Apoyo	-20,5%	-2,2%	0,2%	-0,1%	-0,1%

Fuente: Elaboración Propia

Para efectos de cálculos, en este caso no se considerará los efectos de la economía hiperinflacionaria. Tomando sólo en cuenta el desempeño histórico de la empresa.

Tabla 47. Ingresos proyectados Argentina Cencosud.

Ingresos MUF	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Argentina	31.802	57.504	55.759	53.949	52.221
Supermercados	19.069	36.448	35.213	33.933	32.699
Shopping Center	831	1.022	949	879	815
Mejoramiento Hogar	9.430	15.248	14.658	14.055	13.476
Tiendas por Departamento	0	0	0	0	0
Servicios Financieros	2.428	4.687	4.839	4.983	5.132
Servicios de Apoyo	45	99	99	99	99
Argentina Hiperinflación	9.428	0	0	0	0
Argentina Conversión de moneda	-9.211	0	0	0	0

Fuente: Elaboración Propia

7.1.3. Brasil

Brasil es otro de los países que ha sido fuertemente golpeado por la pandemia. Al contar con mayor población y altas condiciones de hacinamiento para el sector más pobre, las muertes producto Covid-19 han bordeado los 60.000 a fines de junio 2020³⁵.

Cabe destacar que existe un clima de incertidumbre en el país, ya que el presidente Jair Bolsonaro, en reiteradas ocasiones le ha bajado el perfil a esta crisis, apuntando que no se justifica paralizar la economía, promoviendo a que la gente mantenga sus actividades habituales. Esto provoca tensiones dentro del gobierno por parte de los expertos y la oposición contra el mandatario.

Se estima que Brasil atravesará una de las peores crisis en su historia, por los altos niveles de contagios, desempleo y pobreza³⁶. (ver tabla 48-49)

³⁵ <https://www.efe.com/efe/america/sociedad/brasil-cierra-junio-con-1-4-millones-de-casos-y-casi-60-000-muertes-por-covid/20000013-4285202>

³⁶ <https://www.dw.com/es/brasil-se-encamina-a-la-peor-crisis-econ%C3%B3mica-de-su-historia/a-53500282>

Tabla 48. Crecimiento (Decrecimiento) Brasil Cencosud.

Crecimiento (Decrecimiento)					
Ingresos	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Brasil	8,2%	-5,2%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
Supermercados	8,1%	-5,3%	-1,3%	-1,4%	-1,4%
Shopping Center	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mejoramiento Hogar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tiendas por Departamento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Servicios Financieros	57,2%	15,8%	9,2%	9,2%	9,2%
Servicios de Apoyo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 49. Ingresos proyectados Brasil Cencosud.

Ingresos MUF	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Brasil	25.046	45.678	45.084	44.476	43.878
Supermercados	24.975	45.543	44.936	44.315	43.702
Shopping Center	0	0	0	0	0
Mejoramiento Hogar	0	0	0	0	0
Tiendas por Departamento	0	0	0	0	0
Servicios Financieros	71	135	147	161	176
Servicios de Apoyo	0	0	0	0	0

Fuente: Elaboración Propia

7.1.4. Perú

La situación en Perú también ha sido grave. Ya que antes de la pandemia estaba presentando una importante alza en su economía, sin embargo, este crecimiento no contó con resguardos para el sistema sanitario, por lo que el gobierno ha debido optar por políticas mucho más restrictivas para frenar la propagación del virus. Por lo que se sacrificó en gran parte el crecimiento obtenido³⁷. (ver tabla 50-51).

³⁷ <https://www.france24.com/es/20200626-peru-crisis-economica-pandemia-covid19-coronavirus>

Tabla 50. Crecimiento (Decrecimiento) Perú Cencosud.

Crecimiento (Decrecimiento) Ingresos	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Perú	-4,1%	2,4%	3,7%	3,7%	3,9%
Supermercados	-12,6%	2,4%	3,6%	3,7%	3,8%
Shopping Center	68,6%	-1,7%	1,6%	1,6%	1,8%
Mejoramiento Hogar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tiendas por Departamento	180,6%	4,1%	4,5%	4,5%	4,7%
Servicios Financieros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Servicios de Apoyo	-1,2%	1,8%	3,4%	3,4%	3,6%

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 51. Ingresos proyectados Perú Cencosud.

Ingresos MUF	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Perú	18.731	39.176	40.608	42.113	43.737
Supermercados	16.156	35.455	36.740	38.091	39.548
Shopping Center	436	682	693	704	717
Mejoramiento Hogar	0	0	0	0	0
Tiendas por Departamento	2.109	2.976	3.110	3.250	3.402
Servicios Financieros	0	0	0	0	0
Servicios de Apoyo	31	63	65	67	69

Fuente: Elaboración Propia

7.1.5. Colombia

A diferencia de los otros países vecinos, Colombia ha sido afectada en menor medida por la pandemia. Esto producto a que las medidas restrictivas para proteger la población y políticas públicas suficientes para controlar despidos, han sido tomadas a tiempo, privilegiando la vida y los ingresos de la población, sobre la actividad económica³⁸. (ver tabla 52-53)

³⁸ <https://www.portafolio.co/internacional/noticias-coronavirus-fmi-preve-hundimiento-economia-colombiana-en-2020-542138>

Tabla 52. Crecimiento (Decrecimiento) Colombia Cencosud.

Crecimiento (Decrecimiento)					
Ingresos	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Colombia	12,9%	-2,4%	0,3%	0,4%	0,6%
Supermercados	12,2%	-3,2%	-0,2%	-0,2%	0,0%
Shopping Center	24,8%	-4,6%	-0,9%	-0,9%	-0,7%
Mejoramiento Hogar	20,7%	-0,1%	1,4%	1,4%	1,6%
Tiendas por Departamento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Servicios Financieros	17,0%	36,3%	19,6%	19,6%	19,8%
Servicios de Apoyo	70,6%	-11,6%	-4,4%	-4,4%	-4,2%

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 53. Ingresos proyectados Colombia Cencosud.

Ingresos MUF	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Colombia	15.895	29.243	29.328	29.433	29.621
Supermercados	14.271	26.127	26.077	26.028	26.030
Shopping Center	156	268	266	263	261
Mejoramiento Hogar	1.316	2.406	2.439	2.472	2.511
Tiendas por Departamento	0	0	0	0	0
Servicios Financieros	205	517	618	739	885
Servicios de Apoyo	-54	-75	-72	-69	-66

Fuente: Elaboración Propia

7.1.6. Consolidado

Con los índices de crecimientos determinados, y las proyecciones para cada sector y país de la compañía, se presenta en la tabla 54, los ingresos proyectados para Cencosud.

Tabla 54. Ingresos proyectados Cencosud.

Ingresos MUF	Real					Proyectado				
	2016	2017	2018	2019	S1-2020	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Chile	164.814	166.548	164.919	159.984	74.738	82.614	156.167	158.161	160.456	162.582
Argentina	95.984	97.030	73.610	61.286	31.194	31.802	57.504	55.759	53.949	52.221
Hiperinflación	0	0	12.028	11.822	1.574	9.428	0	0	0	0
Conversión de moneda	0	0	-15.987	-9.814	-2.425	-9.211	0	0	0	0
Brasil	60.337	58.848	49.261	48.615	23.144	25.046	45.678	45.084	44.476	43.878
Perú	37.460	36.496	36.571	35.975	19.525	18.731	39.176	40.608	42.113	43.737
Colombia	33.580	31.290	29.525	29.406	14.074	15.895	29.243	29.328	29.433	29.621
Total	392.174	390.213	349.927	337.274	161.824	174.305	327.769	328.939	330.427	332.040

Fuente: Elaboración Propia

Para el segundo semestre del año 2020, los efectos de la hiperinflación argentina fueron consideradas, utilizando el mismo valor registrado en el último semestre de 2019.

Por otro lado, asumiendo la inestabilidad internacional con el curso de la pandemia, se decidió no utilizar las variables asociadas al metro cuadrado por ventas. Por lo que se tomarían como supuesto, la no incidencia directa en los ingresos proyectados, considerando principalmente el factor de desempeño histórico y crecimiento esperado.

7.2. Costos operacionales y otros ingresos proyectados

Al analizar el comportamiento histórico de los costos de Cencosud, se ha detectado una cierta tendencia en mantención de la estructura de costos, en relación a los ingresos de los periodos registrados (ver tabla 55).

Tabla 55. Relación de Costos histórico Cencosud.

Costos Operacionales	2016	2017	2018	2019	S1-2020	Promedio
Costo de ventas	71,19%	71,33%	71,38%	72,03%	73,25%	71,84%
Otros ingresos	2,91%	3,82%	2,24%	1,96%	-1,55%	1,88%
Costos de distribución	0,26%	0,29%	0,34%	0,34%	0,54%	0,35%
Gastos de administración	22,51%	22,69%	22,47%	21,57%	21,28%	22,10%
Otros gastos, por función	1,65%	1,73%	1,71%	1,54%	1,12%	1,55%
Otras ganancias (pérdidas)	0,58%	0,10%	-0,02%	0,99%	0,52%	0,43%

Fuente: Elaboración Propia

Para los elementos proyectados, se utilizarán los siguientes supuestos:

- Costos de venta: se toma en cuenta el promedio histórico de la compañía de los 5 periodos expuestos, representado un 71,84% de los ingresos.
- Costos de distribución: En base al promedio histórico de los periodos registrados. En promedio representan, un 0,35% de los ingresos totales.
- Gastos de administración: En base al promedio histórico de los periodos registrados. Reflejando un valor de 22,10% de los ingresos totales de Cencosud.

- Otros gastos, por función: En base al promedio histórico de los periodos registrados. 1,55% de los ingresos.
- Otras ganancias (perdidas): En base al promedio histórico de los periodos registrados 0,43% sobre los ingresos totales. (ver tabla 56-57)

Tabla 56. Crecimiento (decrecimiento) Costos Operacionales y otros ingresos Cencosud.

Supuestos Crecimiento (Decrecimiento) Costos Operacionales	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Costos de Ventas	S2-2019	71,30%	71,30%	71,30%	71,30%
Costos de Distribución	S2-2019	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Gastos de Administración	S2-2019	22,56%	22,56%	22,56%	22,56%
Otros Gastos por Función	S2-2019	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 57. Proyección Costos Operacionales y otros ingresos Cencosud.

Costos Operacionales MUF	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Costo de ventas	125.884	233.702	234.537	235.598	236.748
Otros ingresos	3.234	6.152	6.174	6.202	6.232
Costos de distribución	585	971	974	978	983
Gastos de administración	36.864	73.933	74.198	74.533	74.897
Otros gastos, por función	2.639	5.561	5.581	5.606	5.633
Otras ganancias (pérdidas)	-87	1.418	1.423	1.429	1.436

Fuente: Elaboración Propia

7.3. Resultado no operacional proyectado

Para los ingresos no operacionales, se optó por utilizar los promedios, de la relación porcentual que existe entre los diferentes elementos con los ingresos totales de Cencosud, en los años analizados. (ver tabla 58-59)

Tabla 58. Crecimiento (decrecimiento) Ingresos no operacionales Cencosud.

Supuestos Crecimiento (Decrecimiento) Ingresos	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos No Operacionales					
Ingresos financieros	S2-2019	0,16%	0,16%	0,16%	0,16%
Gastos financieros	S2-2019	2,95%	2,95%	2,95%	2,95%
Participación en las ganancias de asociadas	S2-2019	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Diferencias de cambio	S2-2019	-0,30%	-0,30%	-0,30%	-0,30%
Resultados por unidades de reajuste	S2-2019	-0,52%	-0,52%	-0,52%	-0,52%

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 59. Proyección Ingresos no operacionales Cencosud.

Ingresos No Operacionales MUF	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos financieros	489	510	512	514	517
Costos financieros	5.010	9.658	9.692	9.736	9.784
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	337	411	413	414	416
Diferencias de cambio	-2.229	-982	-986	-990	-995
Resultados por unidades de reajuste	-2.269	-1.712	-1.718	-1.726	-1.734

Fuente: Elaboración Propia

7.4. Impuesto corporativo proyectado

Sobre el impuesto corporativo, se determinó utilizar un promedio ponderado por las tasas corporativas, en los países que Cencosud opera (28,4%)³⁹, y proyectarlo al futuro. Cabe destacar que a diferencia de la tasa calculada en el capítulo 5, en esta proyección se toma en consideración la variación esperada en la tasa corporativa de argentina, pasando de 30% a 25% para el 2022.

En la tabla 60 se realiza una proyección de las ganancias (perdidas) futuras en base a los resultados obtenidos previamente, en donde se presenta los gastos por impuestos para cada periodo.

Tabla 60. Impuesto a las Ganancias Proyectadas Cencosud

Estado de Resultados	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Ganancia (pérdida) MUF					
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2.798	9.740	9.775	9.819	9.867
Gasto por impuestos a las ganancias	2.081	2.764	2.774	2.786	2.800
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	718	6.976	7.001	7.033	7.067
Ganancia (pérdida)	718	6.976	7.001	7.033	7.067

Fuente: Elaboración Propia

³⁹ Tasa impositiva Chile: 27%, Argentina: 25%, Brasil: 34%, Colombia: 32%, Perú: 29,5%

7.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

Consolidado todas las proyecciones realizadas se presenta la siguiente tabla de estados resultados (ver tabla 61).

Tabla 61. Estado resultado proyectado Cencosud

Estado de Resultados	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Ganancia (pérdida) MUF					
Ingresos de actividades ordinarias	174.305	327.769	328.939	330.427	332.040
Costo de ventas	125.884	233.702	234.537	235.598	236.748
Ganancia bruta	48.421	94.066	94.402	94.829	95.292
Otros ingresos	3.234	6.152	6.174	6.202	6.232
Costos de distribución	585	971	974	978	983
Gastos de administración	36.864	73.933	74.198	74.533	74.897
Otros gastos, por función	2.639	5.561	5.581	5.606	5.633
Otras ganancias (pérdidas)	-87	1.418	1.423	1.429	1.436
Ganancias (pérdidas) operacionales	11.479	21.171	21.247	21.343	21.447
Ingresos financieros	489	510	512	514	517
Costos financieros	5.010	9.658	9.692	9.736	9.784
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	337	411	413	414	416
Diferencias de cambio	-2.229	-982	-986	-990	-995
Resultados por unidades de reajuste	-2.269	-1.712	-1.718	-1.726	-1.734
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2.798	9.740	9.775	9.819	9.867
Gasto por impuestos a las ganancias	2.081	2.764	2.774	2.786	2.800
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	718	6.976	7.001	7.033	7.067
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	0				
Ganancia (pérdida)	718	6.976	7.001	7.033	7.067

Fuente: Elaboración Propia

7.6. Estado de resultados proyectado porcentual

Por último, se presenta la variación en porcentaje del estado de resultado proyectado.

(ver tabla 62).

Tabla 62. Estado de resultado proyectado en porcentaje

Estado de Resultados Ganancia (pérdida) %	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	72,22%	71,30%	71,30%	71,30%	71,30%
Ganancia bruta	27,78%	28,70%	28,70%	28,70%	28,70%
Otros ingresos	1,86%	1,88%	1,88%	1,88%	1,88%
Costos de distribución	0,34%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Gastos de administración	21,15%	22,56%	22,56%	22,56%	22,56%
Otros gastos, por función	1,51%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,05%	0,43%	0,43%	0,43%	0,43%
Ganancias (pérdidas) operacionales	6,59%	6,46%	6,46%	6,46%	6,46%
Ingresos financieros	0,28%	0,16%	0,16%	0,16%	0,16%
Costos financieros	2,87%	2,95%	2,95%	2,95%	2,95%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	0,19%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Diferencias de cambio	-1,28%	-0,30%	-0,30%	-0,30%	-0,30%
Resultados por unidades de reajuste	-1,30%	-0,52%	-0,52%	-0,52%	-0,52%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1,61%	2,97%	2,97%	2,97%	2,97%
Gasto por impuestos a las ganancias	1,19%	0,84%	0,84%	0,84%	0,84%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	0,41%	2,13%	2,13%	2,13%	2,13%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ganancia (pérdida)	0,41%	2,13%	2,13%	2,13%	2,13%

Fuente: Elaboración Propia

8. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

Con el estado de resultado calculad de los periodos a valorizar. Solo restaría determinar el flujo de caja libre de la compañía. Por lo que se requieren efectuar ajustes al estado de resultado, dando énfasis a las partidas operacionales que generan flujo de efectivo para la compañía.

8.1. Depreciación y amortización

En este caso se considera la depreciación y amortización de Cencosud, ya que tienen un efecto impositivo en el pago de los impuestos corporativo del ejercicio.

Para este análisis se tomó en consideración que la depreciación tiene una directa relación con los ingresos que refleja la compañía. Por lo que se en primera instancia se presentan los resultados reales de los ingresos y gastos por conceptos de depreciación y amortización. (ver tabla 63-64)

Tabla 63. Depreciaciones y amortizaciones históricas Cencosud

Depreciaciones y Amortizaciones MUF	2016	2017	2018	2019	S1-2020
Ingresos	392.174	390.213	349.927	337.274	161.824
Depreciaciones	7.462	7.704	6.368	10.035	5.311
Amortizaciones	1.181	1.329	1.416	1.189	1.092
Total	8.643	9.033	7.784	11.224	6.403

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 64. Depreciaciones y amortizaciones en porcentaje de los ingresos

Depreciaciones y Amortizaciones Ingresos %	2016	2017	2018	2019	S1-2020	Promedio (2016-2017)
Depreciaciones	1,90%	1,97%	1,82%	2,98%	3,28%	1,90%
Amortizaciones	0,30%	0,34%	0,40%	0,35%	0,67%	0,35%
Total	2,20%	2,31%	2,22%	3,33%	3,96%	2,25%

Fuente: Elaboración Propia

Una vez presentado los ingresos por cada periodo analizado, se logra determinar la relación entre el total de gasto por concepto de depreciación y amortización.

Al tomar nota con respecto a la variabilidad histórica de este registro, existe un incremento importante en los gastos reflejados en el periodo 2019 y 2020, los cuales tienen directa relación con la implementación de la norma IFRS-16 (Arrendamientos). Su aplicación incrementó significativamente los activos de la compañía, reflejando como consecuencia un aumento en el gasto por depreciación de activos fijos. Por ello, se decide utilizar el promedio de los periodos 2016-2017-2018 (2.25%), como supuesto para proyectar en la depreciación y amortización en base a los ingresos. Para el segundo semestre de 2020, se decide mantener el supuesto de la equivalencia entre el segundo semestre de 2019, al segundo semestre de 2020 (ver tabla 65).

Tabla 65. Depreciación y amortización proyectada Cencosud

Depreciaciones y Amortizaciones MUF	S2-2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos Proyectados	174.305	327.769	328.939	330.427	332.040
Depreciaciones	4.965	6.224	6.246	6.274	6.305
Amortizaciones	606	1.143	1.147	1.153	1.158
Total	5.571	7.367	7.394	7.427	7.463

Fuente: Elaboración Propia

8.2. Inversión en reposición y en capital físico

Para proyectar los gastos por concepto nuevas inversiones, se realiza un análisis de las inversiones históricas tomando en cuenta la información contenida en los estados de flujo efectivo, para los periodos de 2016 al S1-2020, los cuales se relacionan con los ingresos (ver tabla 66).

Tabla 66. Inversiones históricas Cencosud

Análisis histórico Inversiones PPE MUF	2016	2017	2018	2019	S1-2020
Compras de propiedades, planta y equipo	7.901	7.157	6.321	5.404	926
Compras de activos intangibles	1.596	1.659	950	583	214
Total Inversiones	9.497	8.816	7.271	5.987	1.140
Ingresos	392.174	390.213	349.927	337.274	161.824
Inversión de Reposición	1.614	1.499	1.236	1.018	194
Inversión de Crecimiento	7.882	7.317	6.035	4.969	946
Total de Inversiones / Ingresos	2,42%	2,26%	2,08%	1,78%	0,70%

Fuente: Elaboración Propia

Para reflejar el total gastado por concepto de inversiones, se utiliza la relación del periodo 2019, para reflejar el gasto del segundo semestre de 2020. Para los periodos del 2021 al 2023, se decide utilizar la relación encontrada en 2018, ya que representa un perfil mucho más conservador en comparación con los años anteriores, y de cierta manera una reactivación del negocio para cuando la pandemia se encuentre controlada. (ver tabla 67)

Tabla 67. Inversiones proyectadas Cencosud

Análisis histórico Inversiones PPE MUF	S2-2020	2020	2021	2022	2023	2024
Total de Inversiones	4.827	5.818	6.835	6.866	6.900	6.397
Ingresos	174.305	336.129	327.769	328.939	330.427	332.040
Inversión de Reposición	821	989	1.162	1.167	1.173	1.087
Inversión de Crecimiento	4.006	4.829	5.673	5.699	5.727	5.727

Fuente: Elaboración Propia

Ante la gran incertidumbre que impacta al mercado de valores, Cencosud no ha presentado nuevos proyectos para crecimiento significativo. De hecho, en el plan de inversión presentado en 2019, se da hincapié en este punto, destinando 50% del total de su inversión (MUF 7.107) para conceptos de crecimiento orgánico.

Por otro lado, la compañía ha mantenido sus ratios de inversión de reposición (17%)⁴⁰, asumiéndose como supuesto para determinar qué parte del total de inversiones proyectadas corresponde a reposición. Por ende, el restante 83% corresponde a nuevas inversiones (ver tabla 67).

⁴⁰ Guidance Cencosud 2019

8.3. Inversión (liberación) de capital de trabajo

Para determinar el capital de trabajo operativo neto (CTON) que requiere la compañía, se utilizó la metodología propuesta por Carlos Maquieira⁴¹, la cual consiste en la siguiente fórmula:

$$CTON = \text{Activos Corrientes Operacionales} - \text{Pasivos Corrientes Operacionales}$$

Tabla 68. Capital de trabajo Cencosud

Determinación del capital de trabajo MUF	2016	2017	2018	2019	S1-2020
Efectivo y equivalentes al efectivo	10.446	9.478	10.326	11.251	8.336
Otros activos financieros corrientes	8.349	4.784	7.595	8.241	11.848
Otros activos no financieros corrientes	897	875	664	363	751
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	32.911	35.781	22.521	22.894	16.558
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	1.100	938	688	640	368
Inventarios corrientes	43.620	41.065	40.623	39.043	36.651
Activos por impuestos corrientes, corrientes	2.814	3.794	6.264	4.551	3.390
Activos Corrientes	100.136	96.714	88.683	86.982	77.902
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	73.131	72.410	69.390	70.947	60.145
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	711	932	968	944	471
Otras provisiones a corto plazo	447	505	496	706	719
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	2.831	2.204	1.838	1.581	785
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	4.042	3.985	3.551	3.365	2.636
Otros pasivos no financieros corrientes	1.024	979	1.206	2.302	923
Pasivos Corrientes	82.185	81.014	77.450	79.846	65.679
Capital de trabajo operativo neto (CTON)	17.951	15.700	11.233	7.137	12.223
Ingresos de actividades ordinarias	392.174	390.213	349.927	337.274	161.824
RCTON (CTON / Ingresos)	4,58%	4,02%	3,21%	2,12%	7,55%
RCTON (CTON / Ingresos) Promedio 2018 - 2019	2,66%				

Fuente: Elaboración Propia

Al reflejar las partidas de los activos y pasivos corrientes operacionales (ver tabla 68), se pudo obtener mediante la fórmula expuesta, el capital de trabajo operativo neto (CTON) para los periodos analizados. En conjunto, para establecer la relación entre el capital de trabajo requerido e ingresos, se realizó la división de este con los ingresos percibidos

⁴¹ Capítulo 9, Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica – Carlos Maquieira V

por cada uno de los años analizados, y con ello el promedio final desde el 2018 hasta el primer semestre de 2019.

Cabe destacar, que en el caso de los activos y pasivos corrientes sólo se excluyó las partidas “Activos mantenidos para la venta” y “Pasivos financieros corrientes” junto los “Pasivos por Arrendamientos”

Por último, con este ratio promedio obtenido (RCTON), se procedió a multiplicarlo directamente a los ingresos previamente proyectados. Consiguiendo de esta manera, el capital de trabajo para los periodos proyectados. (ver tabla 69)

Tabla 69. Inversión (liberación) de capital de trabajo

Determinación del capital de trabajo MUF	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	336.129	327.769	328.939	330.427	332.040
Capital de trabajo operativo neto (CTON) Proyectado	8.951	8.729	8.760	8.800	8.842
Variación CTON	223	-31	-40	-43	

Fuente: Elaboración Propia

8.4. Valor terminal

Con respecto al valor terminal de la compañía, se estimará que este valor no tendrá crecimiento. Ya que la compañía se encuentra en una etapa bastante madura de su negocio. Por lo que, a no ser que presenten una importante inversión o cambio de operaciones, no podría asumirse un crecimiento fuera de lo orgánico.

Sin embargo, a lo largo de los periodos analizados, la compañía sí presenta inversiones para mantener este crecimiento orgánico. Este monto es muy similar al gasto realizado por concepto de depreciación, por lo que se asumirá que el flujo de inversiones del 2024 será una proyección de la inversión por reposición al valor terminal de Cencosud (ver tabla 70).

8.5. Proyección de los flujos de caja libre

Una vez con todas las variables determinadas, se procede a confeccionar el flujo libre de caja para los periodos analizados. (ver tabla 70)

Tabla 70. Flujo de caja libre proyectado Cencosud

FCL MUF	S2-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Utilidad (pérdida) del ejercicio	718	6.976	7.001	7.033	7.067	7.067
+ Depreciación y amortización	5.571	7.367	7.394	7.427	7.463	7.463
+ Costos financieros	3.588	8.152	8.392	8.639	8.894	8.894
- Ingresos financieros	-351	-541	-542	-543	-544	-544
+/- Diferencias de cambio	2.229	4.374	4.361	4.348	4.335	4.335
+/- Resultado por unidades de reajuste	2.269	3.831	3.811	3.791	3.771	3.771
+/- Otros gastos (ingresos) no operacionales	-5.873	-11.713	-11.755	-11.808	-11.865	-11.865
Flujo de caja bruto	8.152	18.446	18.661	18.887	19.121	19.121
- Inversión de reposición	821	989	1.162	1.167	1.173	1.173
- Inversión en capital físico (nueva Inversión)	4.006	4.829	5.673	5.699	5.727	5.727
-/+ Inversión (liberación) de capital de trabajo	223	-31	-40	-43		
Flujo de caja libre	3.547	12.596	11.787	11.978	12.221	12.221

Fuente: Elaboración Propia

9. PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO

9.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Una vez obtenidos los flujos de caja libres para cada periodo, se utilizó la tasa WACC de 4,97% (previamente calculada en el capítulo 5) para efectuar el descuento correspondiente a cada uno de ellos, y de esta manera obtener el valor presente de los flujos de la compañía.

Es relevante mencionar que, para el año 2024 se incorpora el valor terminal de 2025, el cual representa el valor perpetuo de los flujos de Cencosud. (ver tabla 71)

Tabla 71. Valor presente de los flujos de caja libre Cencosud

FCL MUF	S2-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de caja libre	3.547	12.596	11.787	11.978	12.221	12.221
Valor Presente	3.463	11.719	10.451	10.122	209.598	
Valor Terminal					248.026	
Valor Presente Total	245.354					

Fuente: Elaboración Propia

9.2. Déficit (Exceso) de capital de trabajo

El déficit o exceso de capital de trabajo se puede determinar como la diferencia entre el capital de trabajo existente durante el periodo “S1-2020” menos lo proyectado para el “S-2 2020”, reflejando un exceso de capital de trabajo para lo que requerirá Cencosud.

Tabla 72. Déficit (Exceso) de capital de trabajo Cencosud

Exceso (déficit) Capital de Trabajo MUF	2020
Capital de trabajo operativo neto (CTON) S1-2020	12.223
Capital de trabajo operativo neto (CTON) Proyectado S2-2020	8.951
Exceso (déficit) Capital de Trabajo Total MUF	3.272

Fuente: Elaboración Propia

9.3. Activos prescindibles

En la tabla 73 se presentan el detalle de los activos prescindibles. Mayores detalles en la sección 6.5, donde se realizó un análisis de los activos.

Tabla 73. Activos prescindibles Cencosud al 30 de Junio 2020

Activos prescindibles MUF	30-06-2020
Activos no corrientes clasificados como mantenidos para la venta	4
Otros activos financieros no corrientes	8.061
Total activos prescindibles MUF	8.064

Fuente: Elaboración Propia

Estos Activos no forman parte, o bien no influyen de manera significativa el negocio de la compañía, por lo que su venta no implica en un riesgo para Cencosud.

9.4 Deuda financiera

Para determinar la deuda financiera a descontar, se consideraron todas las partidas que generen intereses de pago a entidades bancarias o terceros (ver tabla 74). Por lo que se tomaran en consideración los valores exhibidos en la sección 4.1. de este trabajo.

Tabla 74. Deuda financiera Cencosud al 30 de junio 2020

Deuda Financiera MUF	30-06-2020
Deuda Financiera Corriente	
Otros pasivos financieros corrientes	3.316
Pasivos por arrendamientos corrientes	3.832
Total Deuda Financiera Corriente	7.148
Deuda Financiera No Corriente	
Otros pasivos financieros no corrientes	89.296
Pasivos por arrendamientos no corrientes	26.448
Total Deuda Financiera No Corriente	115.744
Total Deuda Financiera	122.893

Fuente: Elaboración Propia

9.5. Valorización económica de la empresa y del precio de la acción

Finalmente, al tomar todas las variables descritas se puede determinar el patrimonio económico de Cencosud, por lo que solo restaría dividir este monto, por la cantidad de acciones al 30 de junio de 2020. Este detalle se presenta en la tabla 75.

Tabla 75. Valoración económica y precio de acción

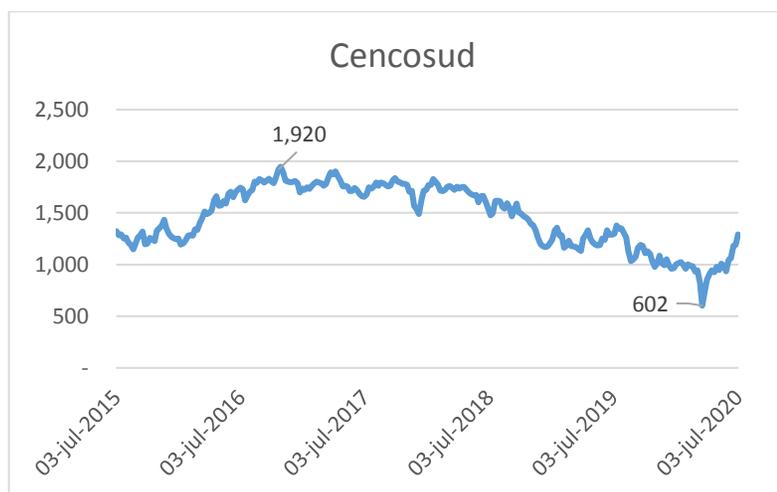
Valoración económica	MUF	CLP
Flujos de los activos operacionales	245.354	7.040.779.925
Activos prescindibles a Junio 2020	8.064	231.420.236
Exceso (déficit) de capital de trabajo	3.272	93.893.364
Valor de Cencosud S.A.	256.690	7.366.093.524
Deuda Financiera	122.893	3.526.578.423
Participaciones no controladoras	18.500	530.870.922
Patrimonio económico	115.298	3.308.644.179
Número de acciones	2.863.129.447	
Precio de la Acción CLP	1.156	
Precio cierre 30 Junio 2020	1.115	
Variación	3,6%	

Fuente: Elaboración Propia

Como resultado, el precio de la acción refleja un valor de CLP 1.156. Una variación del 3,6% con respecto al precio de cierre del 30 de junio de 2020. Este resultado se encuentra dentro del rango de variación existente en su precio de la acción.

En el Grafico 1, se presentan las variaciones históricas en el precio de la acción, marcando su punto más bajo a fines del primer trimestre de 2020 (CLP 602). Esto precisamente se daba, producto a las medidas restrictivas que se estaba aplicando a la libre circulación de la población junto con la incertidumbre científica sobre el Covid-19

Gráfico 1. Variación en precio de acción Cencosud



Fuente: Elaboración Propia

9.6. Análisis de sensibilidad

Al realizar el análisis correspondiente a la sensibilidad de nuestra valorización, se determinó verificar el efecto de la variación de los flujos de activos operacionales y la tasa de descuento aplicada.

Tabla 76. Sensibilidad flujo de ingresos en precio de acción

Supuesto	Flujo Activos Operacionales	Precio Acción	Variación
3,0%	252.715	1.229	6,0%
2,0%	250.261	1.205	4,1%
1,0%	247.807	1.180	2,1%
0,0%	245.354	1.156	0,0%
-1,0%	242.900	1.131	-2,2%
-2,0%	240.447	1.106	-4,4%
-3,0%	237.993	1.082	-6,8%

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 77. Sensibilidad WACC en precio de acción

Supuesto	WACC	Precio Acción	Variación
1,00%	3,93%	1.788	35,4%
0,50%	4,43%	1.436	19,5%
0,25%	4,68%	1.288	10,3%
0,00%	4,93%	1.156	0,0%
-0,25%	5,18%	1.036	-11,6%
-0,50%	5,43%	927	-24,7%
-1,00%	5,93%	737	-56,9%

Fuente: Elaboración Propia

Para el caso de la tabla 76, el precio de la acción presenta variaciones de similar magnitud al modificar los flujos de caja de Cencosud. Además, se puede indicar que existe una relación 1:2 en la variación del flujo, por lo que a medida, a que el déficit o incremento en el ingreso estimado sea mayor, mayor será el impacto en el precio de la acción. Es importante sensibilizar el ingreso de la compañía, ya que esta valorización se ha realizado bajo condiciones importantes de incertidumbre, producto a la pandemia y los eventos ocurridos en el 18-O”

Mientras que en la tabla 77, se presenta el efecto que produce al variar en % el costo de capital, mostrando una naturaleza mucho reactiva a las variaciones negativas que a las

positivas en el precio de la acción. Esta sensibilización considera, que bajo este método de cálculo, la tasa probablemente no está captando el efecto riesgo en todos los países donde Cencosud opera.

Por ende, el precio de la acción mantiene una importante relación con la tasa de descuento aplicada a los flujos. Es un punto relevante para Cencosud, mantener esta tasa, a pesar de la incertidumbre en el mercado existente. Como asimismo asegurar los ingresos proyectados, a medida que se vaya normalizando el panorama sanitario y comercial.

CONCLUSIONES

Al finalizar este estudio, y luego de exhibir cada uno de los puntos fundamentales para efectuar la valorización con el método de flujo de caja descontados (FCD), se logró obtener un precio final para la acción de Cencosud S.A. al 30 de junio de 2020, por CLP 1.156.

Este precio refleja una importante similitud con el valor real para el cierre del segundo semestre de 2020 (CLP 1.115), registrando un 3,6% de variación, entre ambos resultados.

Sobre el valor final, existen varios puntos a considerar como variables al momento de este estudio. Principalmente los eventos de violencia a fines de 2019 (“estallido social”) como el gran impacto a nivel internacional, que ha causado la pandemia producto la propagación del virus Covid-19.

Los supuestos establecidos están prácticamente relacionados a estos eventos y por ende, están limitados a las incertidumbres que puedan generar. Asimismo, bajo estas condiciones nuestro cálculo de tasa WACC podría no estar tomando los efectos de riesgo asociadas a cada uno de los países en donde Cencosud opera.

Esta proyección está caracterizada además, de relacionar los efectos históricos en el desempeño de Cencosud que, a lo largo de los periodos analizados, ha presentado una tendencia a la baja al valor económico de la compañía.

En conclusión y a pesar de la enorme incertidumbre al momento de realizar este estudio, se ha logrado obtener un resultado robusto y preciso sobre el valor final para la compañía, manteniendo una concordancia con lo reflejado dentro del mercado.

BIBLIOGRAFÍA

- Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.
- Maquieira, Carlos. "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica". Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp. 249-277.
- Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000, p. 36.
- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382.
- Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.
- <https://www.latercera.com/pulso/noticia/cencoshopp-mayor-apertura-bursatil-chile/719622/>
- Informe de clasificación Feller Rate junio 2020
- Banco Central <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/el-banco/gobierno-corporativo>
- CMF <http://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/w3-propertyvalue-25539.html>
- SEREMI <http://webhosting.redsalud.gov.cl/transparencia/public/seremirm/facultades.html>
- SAG <https://www.sag.gob.cl/quienes-somos/que-es-y-que-hace-el-sag>
- Municipalidades
https://obtienearchivo.bcn.cl/obtienearchivo?id=repositorio/10221/25833/1/GRID_Marco_Juridico_Municipalidades_GD_Def.pdf
- FNE <https://www.fne.gob.cl/nosotros/fne/>
- www.emol.com: Artículo: cpc dividendos Cencosud polémica
- [latercera.com/pulso](https://www.latercera.com/pulso): Artículo: "Cencosud pierde casi cuarto valor bolsa desde anuncio ipo area malls"
- Thomson Reuters <https://www.thomsonreuters.cl/>
- Maquieira y Espinosa (2019, p.147) las tasas más recientes de un Bono emitido en el mediano y largo plazo por el Banco Central no refleja correctamente la situación esperada en el mercado de renta fija a futuro, por lo que sugieren considerar la tasa promedio de un periodo (Fuente: Maquieira C., y Espinosa C. (2019). Valoración de empresas aplicada. Santiago: Gráfica Metropolitana)
- Premio por riesgo determinada en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Notas de EE.FF. segundo semestre 2020, pág.168
- www.efe.com: "artículo las ocho claves de la crisis económica en argentina" – Nuso.org: "artículo por qué argentina esta otra vez en crisis"
- www.latercera.com Artículo: "empleos menos en un año retailers de capitales chilenos acusan caídas históricas en número de trabajadores tras la pandemia"
- <https://www.emol.com/noticias/Economia/2020/06/10/988631/Proyecciones-PIB-Chile-2020-2021.html>
- https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/marco_para_la_sostenibilidad_de_la_deuda_argentina_0.pdf
- <https://www.aa.com.tr> Artículo: Gobierno de Brasil proyecta caída de -4.7 de la economía para este año
- <https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/1057150/CEPLAN-Proyecciones-macroecon%C3%B3micas-al-203020200728-16199-qlzekl.pdf>
- https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=/ConexionContent/WCC_CLUSTER-135522/idcPrimaryFile&revision=latestreleased
- <https://www.efe.com/efe/america/sociedad/brasil-cierra-junio-con-1-4-millones-de-casos-y-casi-60-000-muertes-por-covid/20000013-4285202>
- <https://www.dw.com/es/brasil-se-encamina-a-la-peor-crisis-econ%C3%B3mica-de-su-historia/a-53500282>
- <https://www.france24.com/es/20200626-peru-crisis-economica-pandemia-covid19-coronavirus>
- <https://www.portafolio.co/internacional/noticias-coronavirus-fmi-preve-hundimiento-economia-colombiana-en-2020-542138>
- Guidance Cencosud 2019
- Capítulo 9, Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica – Carlos Maquieira V