



VALORACIÓN DE LA EMPRESA CENCOSUD S.A Mediante Métodos de Flujos de Caja Descontados

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

Alumno: Sebastián Piffaut

Profesor Guía: Francisco Sanchez

Santiago, Enero 2020

Índice

1.	Resumen ejecutivo.....	1
2.	Metodología.....	2
2.1	Principales métodos de valoración	2
2.2	Modelo de descuento de dividendos.....	3
2.3	Método de flujos de caja descontados.....	4
2.4	Método de múltiplos	6
3.	Descripción de la empresa e industria.....	8
3.1	Descripción de la empresa	8
3.2	Descripción de la industria.....	9
3.3	Los principales competidores	14
3.4	Empresa comparable o <i>benchmark</i>	16
3.5	Contexto regulatorio.....	17
3.7	Estructura accionaria de la compañía.....	19
4.	Análisis operacional del negocio e industria.....	21
4.1	Análisis del crecimiento de la empresa.....	21
4.2	Análisis del crecimiento de la industria	23
4.3	Perspectivas de crecimiento de la industria	24
4.4	Análisis de los costos de operación.....	25
4.5	Análisis de cuentas no operacionales	28
4.6	Análisis de activos operacionales y no operacionales.	32
5.	Proyección de los estados financieros	35
5.1	Proyección de los ingresos de operación	35
5.2	Proyección de los costos de operación, otros gastos y ganancias.....	39
5.3	Proyección del resultado no operacional	40
5.4	Estado de resultado proyectado	41
6.	Proyección del flujo de caja libre	43
6.1	Depreciación y amortización.....	43
6.2	Inversión en reposición y nuevas inversiones en capital físico.....	44
6.3	Capital de trabajo operativo neto.....	46
6.4	Activos prescindibles.....	48
6.5	Deuda financiera	48
6.6	Valoración económica por flujo de caja descontado y precio de la acción	50

6.7	Análisis de sensibilidad	51
7.	Conclusiones	54
8.	Bibliografía	55
ANEXOS	.....	57
Anexo I	.....	57
Anexo II	.....	58
Anexo III	.....	62
Anexo IV	.....	72
Anexo V	.....	83
Anexo VI	.....	85

1. Resumen ejecutivo

La empresa en estudio, Cencosud S.A, es uno de los *holdings* nacionales más grandes y prestigiosos de Latinoamérica. La casa matriz se encuentra en Chile y tiene presencia en otros 4 países entre los que se encuentran Brasil, Argentina, Perú y Colombia. Su actividad principal es el *retail* y se caracteriza por ser un multiformato, ya que la empresa compete en los negocios de supermercados, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario y *shopping centers*, entretención familiar y *retail* financiero.

Es importante mencionar que el precio de las acciones que cotizan en la Bolsa se determina mediante la ley de oferta y demanda. Sin embargo, no existe una fórmula exacta para saber cómo va a evolucionar el valor de una determinada acción, pero si se puede tener claridad de que el precio de la acción está expuesta a factores tanto internos como externos de la empresa, como, por ejemplo, resultados económicos, noticias en la prensa, decisiones macro-económicas, entre muchas otras. Las grandes preguntas que se hacen y que dan comienzo al presente estudio es ¿cómo determinar el precio de la acción a un momento determinado del tiempo? y ¿cómo saber si el precio de la acción de una empresa el cual se está transando, se encuentra “barata” o “cara”?

El presente estudio tiene por objetivo realizar la valoración económica de la empresa Cencosud S.A., con fecha al 30 de junio de 2019, mediante el método de valorización de flujos de caja descontados. En este análisis se consideró la información financiera correspondiente al período entre el 31 de diciembre 2015 hasta el 30 de junio 2019, los cuales son utilizados como sustento para la proyección y cálculo de los flujos futuros de un período de 5 años. Luego estos fueron descontados a una tasa de costo de capital “ K_0 ” para traerlos a su valor presente y posteriormente obtener el valor económico de la empresa. Por medio de este método se obtuvo para la empresa Cencosud un precio estimado por acción de \$1.236 pesos al 30 de junio 2019 siendo el real a la misma fecha de \$1.330, es decir, la acción se encuentra sobrevalorada en el mercado.

Para efectos de analizar el método de Flujo de caja descontados, es importante transparentar los supuestos, características, desempeños actuales de los mercados y comprender el contexto macroeconómico en la industria que se desarrollan. Además, de disponer o no de información financiera y no financiera que permita entender su *momentum* y expectativas a futuro.

La información utilizada en este estudio es de carácter pública, y está contenida principalmente en las memorias publicadas en la comisión del mercado financiero (CMF).

Se espera que la información proporcionada sea de utilidad para dar respuesta a las interrogantes planteadas anteriormente.

2. Metodología

2.1 Principales métodos de valoración

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

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

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

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.

Nos concentraremos en adelante en el método 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.

2.2 Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

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

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: DPA_1 , son los dividendos por acción del próximo periodo.³

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

2.3 Método de flujos de caja descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, 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 metodologías.⁴

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

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

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos

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

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 el 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.

2.4 Método de múltiplos

El enfoque de múltiplos 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 ellos:⁵

1. Múltiplos de ganancias:

- Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)

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

- 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 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*

3. Descripción de la empresa e industria

3.1 Descripción de la empresa

Centros Comerciales Sudamericanos S.A (Cencosud S.A.), en adelante Cencosud, la empresa o la compañía, es una sociedad anónima abierta con su casa matriz ubicada, en Av. Presidente Kennedy 9001, Piso 4, Las Condes, Santiago. A continuación, en la Tabla N°1 se presenta la ficha general de la empresa.

Tabla N°1: Ficha general de la empresa.

FICHA DE LA EMPRESA	
Razón Social	CENCOSUD S.A
RUT	93.834.000-5
Nemotécnico	IPSA: CENCOSUD NYSE: n/a*
Industria	Retail

Fuente: Elaboración propia

El holding Cencosud es una de las compañías de *retail* más prestigiosas y reconocidas en la región de América Latina, ya que actualmente tiene operaciones y presencia activa en los países de Argentina, Brasil, Colombia, Perú y Chile. Adicionalmente, la compañía cuenta con una oficina en Shanghái, China, como punto estratégico para la comercialización y desarrollo de sus productos.

El grupo se considera una empresa de *retail* multiformato, debido a que sus operaciones se extienden a los negocios de supermercados, hipermercados, tiendas para el mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros (tarjeta de crédito y seguros). En esta misma línea, es que la compañía también participa en negocios complementarios al *retail*, tales como el servicio de fidelización de sus clientes y centros de entretenimiento familiar.

La historia de Cencosud se remonta a los años 1950 en donde aparecieron los primeros almacenes en el sur de Chile. Su fundador y actual presidente, el Sr. Horst Paulmann, junto a su hermano menor Jürgen, inauguraron en la ciudad de Temuco el primer autoservicio “Las Brisas”. En los años posteriores lograron expandir su negocio y se convirtieron en una cadena de

supermercados con presencia en todo el país. En 1976, inauguró el supermercado más emblemático hasta el día hoy, Jumbo, ubicado en la Av. Francisco Bilbao, Las Condes, Santiago. Luego en los ochenta, Cencosud externalizó sus operaciones y abrió su primer hipermercado Jumbo en Buenos Aires, Argentina. De acuerdo a la información obtenida a diciembre de 2017, en la Tabla N° 2 se muestra el el número de locales por país y por línea de negocios del grupo Cencosud.

Tabla N°2: Número de locales por negocio y país.

Negocio / País	Chile	Argentina	Brasil	Perú	Colombia	Total
Supermercados	249	284	201	93	98	925
Mejoramiento del Hogar	36	51	-	-	10	97
Tiendas por Departamento	81	-	-	11	-	92
Centros Comerciales	33	22	-	4	2	61
Total	399	357	201	108	110	1175

Fuente: Press release 2017

3.2 Descripción de la industria

La palabra “*retail*” se puede definir como “comercialización al por menor” o como “venta al detalle”. Es importante mencionar que usualmente la palabra *retail* se utiliza para referirse al rubro de supermercados y/o tiendas por departamentos, pero en estricto rigor, los *retailers* pueden ser considerados desde un almacén de barrio o el quiosco de la esquina hasta los grandes hipermercados y multitiendas.

La industria del *retail*, en general, ha mostrado un gran dinamismo durante los últimos años y ha sido una de las más expuestas producto de la globalización y externalización de los mercados. A esto, se agrega el acelerado avance tecnológico que ha impulsado a los consumidores a ser clientes más sofisticados y empoderados.

Es un hecho y es bien sabido que esta industria se ha vuelto cada vez más competitiva, a través de la reducción de todo tipo de costos y de contar con los productos adecuados y correctos que busca el cliente. Por eso es clave para los *retailers* analizar la conducta del consumidor dentro de la tienda, mejorar la experiencia de compra, administrar de mejor manera los recursos,

incrementar la disponibilidad, reducir las mermas, combinar lo digital con lo tradicional, entre muchas otras.

En la actualidad, el negocio del *retail* se mueve de manera más rápida y evoluciona a grandes escalas, provocando que día a día se esté en una constante “re-inversión”.

Si se realiza un diagnóstico a la industria del *retail*, se puede destacar que las compañías se inclinan hacia las siguientes estrategias:

- Según la Cámara de Comercio, a pesar de que las proyecciones muestran un incremento de ventas electrónicas de US\$5.200 en el año 2018 a US\$7.000 en el año 2019, los *retailers* en Latinoamérica siguen invirtiendo en tiendas físicas. De acuerdo a las variaciones porcentuales de inversión en activos totales y a la información extraída de los estados de flujo de caja se obtiene que Cencosud ha presentado un +155% 2018 vs 2017 y +24% 2017 vs 2016; Mall Plaza -50% 2018 vs 2017 y +117% 2017 vs 2016; y Parque Arauco -77% 2018 vs 2017, -38% 2017 vs 2016.
- La expansión internacional (enfocándose en la región) privilegian mercados tales como el peruano y colombiano.
- La migración a canales *online* ha ganado mucha fuerza en los últimos años. Entiéndase a esto como el *e-commerce*.
- Ha disminuido la dotación de vendedores por metro cuadrado y aumenta la incidencia de la tecnología. Por ejemplo, ha resultado todo un éxito las cajas auto-servicio en los supermercados, misma situación se da en las zonas de pesajes en los sectores de frutas y verduras.
- La venta de un producto o servicio pasa a tener una connotación mayor, ya que hoy se busca vender una “experiencia de consumo”. Con esto, las marcas buscan fidelizar al cliente.
- Las nuevas tecnologías han revolucionado la administración logística y el transporte, hoy en día se busca, mejores tiempos de entrega, mayor agilidad y velocidad de respuesta y apoyo a la venta con nuevas plataformas (ejemplos, Cornershop, Rappi y Globo).

Si se realiza un análisis más profundo de la industria donde se desenvuelve Cencosud y sus distintas categorías se pueden mencionar lo siguiente:

Negocio de supermercados:

- a. Chile: La industria de los supermercados en Chile está compuesta por hipermercados, supermercados, tiendas de conveniencia y almacenes en menor dimensión. Según estadísticas del gremio de supermercados de Chile, esta industria emplea a más de 150 mil personas en más de 1.400 salas a lo largo del país. Sus ventas representan el 4% del PIB del país y la cantidad de metros cuadrados de sala asciende a 2.625.620, según datos proporcionados por INE para el año 2019. En la industria destacan las participaciones de 3 exponentes: Walmart, Cencosud y SMU.
- b. Argentina: En la industria supermercadista argentina existen 16.683 establecimientos de autoservicio, considerando entre ellos hipermercados, supermercados, super *discounts* y autoservicios de proximidad (tiendas en promedio de 500 m²). Las empresas destacadas como referentes de las grandes cadenas son: Carrefour, Cencosud (Jumbo), Coto CICSA, La Anónima, Walmart y Átomo. Las grandes cadenas suman en superficies de mayor tamaño (Hiper y Super) 1.609 sucursales representando el 31,4% del total, el cual en metros cuadrados asciende a 5.126.987 (Fuente: DSB).⁶
- c. Colombia: En Colombia, la industria de supermercados ha crecido bastante en los últimos años, provocando que sus principales protagonistas alcancen cada vez mayor presencia de mercado. Dentro de estos se pueden mencionar al Grupo Éxito que en el año 2018 logró alcanzar un *market share* del 63,3%, siendo la gran dominante del mercado. Le sigue, Olimpica con un 7,4%, Alkosto con un 6,9% y D1 con 4,5%.⁷
- d. Brasil: la industria de supermercados en Brasil se ha ido consolidando bastante en los últimos años. Según cifras de America Retail, esta industria aporta el 5,6% del PIB de aquel país. Los mayores protagonistas son el grupo local Pan de Azúcar, Carrefour, Cencosud y Walmart.

⁶ DSB: Diario Retail Sudamérica Business. Artículo: Actualidad del Supermercadismo en Argentina y proyección de mercado. Publicado el 5/8/2016.

⁷ Artículo; Los 10 supermercados que más venden en Colombia. 26/07/2019.

- e. Perú: En Perú, los supermercados chilenos se han apoderado de la industria, siendo los principales actores Cencosud, con sus marcas Wong y Metro, y Falabella, con la marca Tottus. Según cifras de America Retail, el primer trimestre del 2019, registraron un crecimiento en ventas de 12% y 14%, respectivamente. También se pueden mencionar a las cadenas locales como Supermercados Peruanos (SPSA), y Makro con un formato distinto, enfocado netamente a mayoristas. Por último, se puede mencionar a SMU con sus marcas Mayorsa y Maxiahorro, también creciendo a dos dígitos en igual período. En términos de *market share*, Cencosud alcanza un 43% del total.

Negocio de mejoramiento del hogar.

- a. Chile: El mercado del mejoramiento del hogar es dominado por Falabella, con su marca Sodimac, que sumando sus dos formatos representa el 40% de la superficie de ventas. Le sigue Cencosud con su marca Easy con un 21% de participación y Construmart con un 13%.⁸
- b. Argentina: En Argentina se puede encontrar al grupo Falabella con su marca Sodimac desde el año 2008, con sus exitosos formatos Homecenter y Constructor. Cencosud, por su parte tiene presencia con la marca Easy y sus inicios se remontan a 1993. Desde entonces y a la fecha, Easy se ha posicionado como la marca líder en mejoramiento del hogar, vendiendo productos para la construcción, remodelación, equipamiento y decoración de casas y jardín. A su operación argentina sumó en el año 2007, la marca Blaisten, con foco en ser una cadena minorista especializada. Cuenta hoy en día con 8 sucursales.
- c. Colombia: Cencosud ya suma 9 locales en Colombia y su presencia data del año 2008. Su principal marca sigue siendo Easy. Compiten en este país el grupo Falabella con su ya mencionada marca Sodimac. Es una industria que sigue en constante evolución.

Negocio de tiendas por departamento:

- a. Chile: El negocio de tiendas por departamento en Chile es muy competitivo y existe una gran cantidad de actores entre los cuales se pueden mencionar a Falabella, líder indiscutible, Cencosud (con su marca Paris), Ripley, La Polar, ABCDIN y Corona. Los tres primeros enfocados a un segmento de público medio alto.

⁸ Datos obtenidos de www.peru-retail.com Artículo; Firmas de Mejoramiento del hogar suman 97 tiendas en Chile.

- b. Perú: En el 2018, el mercado de tiendas por departamento movió más de US\$ 1.800 millones según la web América Retail, en donde la mayor presencia la tiene Saga Falabella (48,3% del mercado), Ripley Corp. (32,6%) y luego Oeschle (con 10.6%). Finalmente, está Cencosud, con su marca París. Su posicionamiento, fue más tardío que sus competidores.

Centros comerciales:

- a. Chile: En Chile el negocio de centros comerciales se enfoca a la parte inmobiliaria vinculado al sector comercio minorista, en donde los clientes son arrendatarios de los centros comerciales. Cencosud suma al día de hoy más de un millón de metros cuadrados arrendables, y en donde su gran proyecto es denominado Costanera Center, con 326 locales y aportando 140.000 m² de ventas. Además, se pueden mencionar a Mall Plaza y Arauco S.A como los grupos más grandes e importantes.
- b. Argentina: Los centros comerciales o *shoppings* hacen su aparición en Argentina con bastante retraso en comparación con otros países de la región como Brasil, que abre su primer *shopping* en 1966. En 1988 aparecen los verdaderos referentes de este formato comercial en Buenos Aires. La década de los 90 fue la que tuvo la mayor expansión de aperturas. Según datos del estudio “Imagen, localización, y evolución de los centros comerciales en Argentina” publicado el 2014, esta industria creció un 44,2%. Según cifras del 2014 proporcionados por el mismo estudio, en Argentina existen 113 centros comerciales, que se concentran en las provincias de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fé y Mendoza. Los principales protagonistas son Cencosud y el conglomerado IRSA con más del 50% del *market share*.
- c. Perú: Según información de la Asociación de Centros Comerciales Peruanos (ACCEP), al año 2018, existen 94 centros comerciales con un área arrendable de 3.037 (en miles de m²). Los principales operadores son Real Plaza con 20 *shoppings*, le siguen Inmuebles Panamericana y Open Plaza con 11 locales, Parque Arauco con 10, Urbanova con 9, Grupo Patio con 6 y luego Cencosud Shopping Centers con 4. En general, es una industria en crecimiento y con buenas proyecciones para los inversionistas.

Retail financiero:

El *retail* financiero de Cencosud está presente en todos los países donde opera y se pueden encontrar productos tales como tarjetas de crédito y seguros. Su gran atributo es crear una oferta de valor integral a sus clientes en todas las unidades de negocio. Dicho lo anterior, Cencosud ha establecido socios estratégicos en distintos países, como por ejemplo Bradesco, Colpatría y Scotiabank en Chile.

3.3 Los principales competidores

Debido a la naturaleza del negocio y su característica de ser un multiformato, los principales competidores de Cencosud S.A en la región son los siguientes:

- S.A.C.I. Falabella, industria multiformato. Empresa que dedica principalmente sus operaciones a las actividades de comercio compra, venta, importación de bienes muebles, que son transados en sus tiendas. Falabella es una de las compañías más grandes y consolidadas de América Latina. Desarrolla su actividad comercial a través de varias áreas de negocio, siendo las principales, las tiendas por departamentos (Falabella), supermercados (Tottus), mejoramiento y construcción del hogar (Sodimac), compañía de financiamiento comercial CMR, banco, viajes y seguros Falabella. La tienda por departamento es hoy por hoy, la más importante de Sudamérica con más de 65.000 colaboradores, con presencia en Chile, Argentina, Perú y Colombia. Falabella es un competidor comparable totalmente para Cencosud, ya que tienen presencia en casi todos los negocios, a excepción de la tarjeta.
- Walmart Chile S.A., industria supermercado. Walmart Chile es uno de los principales actores en la industria de las ventas al por menor del país (*retail*). Su principal actividad consiste en la venta de alimentos y mercaderías en supermercados, que desarrolla a través de sus formatos Lider, Express de Lider, Lider.cl, Ekono, Super Bodega a Cuenta y Central Mayorista, los cuales están distribuidos en todo el territorio nacional desde Arica a Punta Arenas. Walmart por su lado entra como un competidor relevante en lo respecta al negocio de supermercados.

- Unimarc de SMU S.A., industria supermercado. Es importante mencionar a SMU como competidor directo de Cencosud en el negocio de supermercados, no así en el resto de los negocios. El Holding SMU S.A. es la sociedad que consolida las operaciones del brazo de *retail* de supermercados del grupo Saieh. SMU es el tercer actor de la industria de supermercados en Chile (incluye tanto al sector minorista como mayorista). SMU participa en los sectores de supermercados, construcción, mayorista, conveniencia y telemercados. En Chile cuenta con los siguientes formatos: Unimarc, Telemercados, OK Market, Mayorista 10, Alvi, entre otros.
- Ripley CORP S.A., industria multiformato. Empresa que dedica principalmente sus operaciones a las actividades de comercio compra, venta, importación de bienes muebles, que son transados en sus tiendas. Es uno de los principales protagonistas del *retail* en Chile y Perú con 45 y 11 tiendas, respectivamente. Adicionalmente, participa en la inversión de importantes centros comerciales, y posiciona sus productos financieros a través del Banco Ripley.
- Plaza S.A, industria *shopping centers*. Mallplaza es una cadena de centros comerciales chilena en donde su principal actividad es la explotación y arriendo de bienes inmuebles, tanto en Chile como en el extranjero. Desarrollos Inmobiliarios S.A., filial S.A.C.I. Falabella, es su mayor accionista con un 59,28% de la propiedad. En tanto, el 40,73% restante corresponde a diversos inversionistas. Mall Plaza está presente en nueve ciudades de Chile, en tres de Perú y en dos de Colombia. Mallplaza no es un competidor directo en todas las áreas, ya que solo compite con Cencosud en lo que respecta al negocio de *shopping centers*.
- Almacenes Éxito S.A, industria multiformato. El Grupo éxito es de origen colombiano y fue el primer *retailer* originario de aquel país. Hoy en día operan en distintos negocios y varias marcas. Dentro de sus negocios se pueden mencionar el de supermercados e inmobiliario, con desarrollos de centros comerciales y galerías, negocios complementarios tales como *retail* financiero (tarjeta), seguros y viajes, y servicios de telefonía celular. Actualmente, sus negocios han logrado traspasar las fronteras ubicándose en Brasil, Uruguay y Argentina.
- Parque Arauco S.A, industria *shopping*. Es una empresa chilena del rubro inmobiliario, principalmente dedicada a la explotación de centros comerciales en Chile, Perú y Colombia. Se definen como un desarrollador y operador de activos inmobiliarios multiformato,

principalmente de uso comercial. Parque Arauco posee cuatro formatos de centros comerciales: regionales, vecinales, *outlet malls* y *strip centers*. Parque Arauco no es un competidor directo en todas las áreas, ya que solo compite con Cencosud en lo que respecta al negocio de *shopping centers*.

- Entre otros competidores, se pueden mencionar a Carrefour, Atacadao y Multivarejo en Brasil, Inretail en Perú y el grupo Libertad en Argentina.

3.4 Empresa comparable o *benchmark*

Si se observa la industria del *retail* en Chile se puede identificar como empresa comparable o *benchmark* a S.A.C.I Falabella, debido a su semejanza tanto en términos de negocios como en la forma en que operan. A continuación, en la Tabla N° 3 se muestra la ficha general de la empresa comparable:

Tabla N°3: Ficha de la empresa comparable.

FICHA DE LA EMPRESA	
Razón Social	SACI Falabella
RUT	90.749.000-9
Nemotécnico	Falabella
Industria	Retail

Fuente: Elaboración propia.

La principal razón del porqué se escoge a Falabella es en base a los siguientes argumentos. Ambas compañías tienen como objetivo estratégico actuar en los mismos mercados de América Latina (Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia), así como poseen un modelo de negocios semejante, en donde su estrategia es competir en los segmentos de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, inmobiliario y servicios financieros. Falabella ha sido por años el líder del mercado en Chile y sigue llevando la delantera. Si observamos la capitalización bursátil al 30 de junio del 2019, el precio de la acción de Falabella cerró en \$4.424,9 pesos, a diferencia de la acción de Cencosud, que cerró en \$1.330,0, siendo la diferencia significativa. Adicionalmente, si establecemos el tamaño de cada uno mirando los activos totales,

Falabella es 1,42 veces más grande que Cencosud.⁹ Por último, mencionar que, en términos de rentabilidad al 30 de junio 2019, Falabella tiene un margen neto del 5,1%, en cambio, este indicador para Cencosud alcanza el 2,9%. En ingresos totales, la foto es al revés, ya que Cencosud ha vendido el primer semestre del 2019 1,17 veces más, pero su margen bruto es menor, 28,2% versus 32,8% de Falabella.

Es importante destacar los riesgos latentes en este sector y que pueden afectar a las dos por igual. Dentro de los riesgos propios se pueden mencionar la creciente penetración del *e-commerce* y la llegada de nuevos competidores internacionales con alto *know-how* en el negocio de *e-commerce* y con relevantes respaldos financieros, desaceleración en el consumo de países latinoamericanos superior/inferior a la estimada, depreciación/apreciación de monedas de países latinoamericanos superior/inferior a la estimada, aumento/disminución en inversiones anunciadas por las compañías, entre otras.

3.5 Contexto regulatorio

La industria del *retail* en Chile es un sector importante si se mide como aporte al PIB del país. Hay que recordar que el *retail* representa casi un 21% del PIB total. De esta forma, el *retail* y su aporte no es menor, dado que siempre se piensa en que los sectores de la minería, construcción y servicios son los que mayor participación tienen en esta medida. A su vez, el aporte al empleo según datos del INE y Casen, indican que 1,2 millones de personas participan en el sector de comercio. Dicho lo anterior, el marco regulatorio para este debe ser tan robusto como su participación en la economía, con el objetivo de que exista una libre y sana competencia, así como para que no existan abusos a los consumidores y fraudes. El *retail* cuenta con un contexto regulatorio que norma su operación y la relación con todos sus participantes, siendo los principales organismos o cuerpos legales que regulan el sector del comercio los siguientes:

- SERNAC
- Dirección del Trabajo
- Banco Central

⁹ Tamaño de Falabella versus Cencosud calculado en base a sus respectivas Memorias publicadas al 30 de junio 2019. El total de activos de Falabella es de \$16.724.904.473, en cambio, el total de activos de Cencosud es de \$11.751.963.696.

- Comisión para el Mercado Financiero (CMF)
- SEREMI de Salud
- SAG
- Municipalidades
- Fiscalía Nacional Económica.

3.6 Unidades operativas y/o filiales

Dentro de la malla societaria del grupo Cencosud, se pueden mencionar algunas de sus filiales a continuación:¹⁰

- CENCOSUD (SHANGHAI) TRADING CO. LTD es una empresa China, que se dedica principalmente al trading.
- CENCOSUD FIDELIDAD S.A. es una empresa chilena, que se dedica a prestar toda clase de servicios de fidelización de clientes.
- BANCO PARIS EN LIQUIDACION S.A. es una empresa chilena, que se dedica principalmente a la actividad bancaria, la cual se liquidó durante el año 2016. Aún se mantiene en operación para dar término a sus transacciones con compañías relacionadas.
- CENCOSUD INTERNACIONAL LTDA. Y SUBSIDIARIAS es una empresa chilena, que se dedica principalmente a los servicios complementarios del *retail*, como por ejemplo corretaje de seguros, servicios de fidelización y centros de entretenimiento familiar.
- CENCOSUD RETAIL S.A. Y SUBSIDIARIAS es una empresa chilena, que se dedica a la actividad de *retail*, que involucra compra, venta, distribución, importación y explotación de mercaderías de toda clase, la fabricación y comercialización de muebles, inversión inmobiliaria e mobiliarias, el desarrollo y financiamiento de empresas que se dedican de manera directa o indirecta con la sociedad.
- CENCOSUD SHOPPING CENTERS S.A. Y SUBSIDIARIAS es una empresa chilena, que se dedica principalmente a la construcción de obras, bienes inmuebles y desarrollos

¹⁰ Información de la malla societaria obtenida de la Memoria de Cencosud publicada al 30 de junio 2019.

inmobiliarios, la compra y venta, arrendamiento, loteo y en general a la inversión inmobiliaria.

- COMERCIAL FOOD AND FANTASY LIMITADA es una sociedad chilena, que se dedica a la explotación y comercialización de juegos y actividades de entretenimiento.
- CENCOSUD INMOBILIARIA S.A. Y SUBSIDIARIA es una sociedad chilena, que se dedica a la construcción de obras, bienes inmuebles y desarrollos inmobiliarios la compra, venta, arrendamiento, loteo, construcción y en general a la realización y administración por cuenta propia o ajena de toda clase de inversiones inmobiliarias.
- EASY RETAIL S.A. es una sociedad chilena, que se dedica a la compra, venta, consignación, distribución, importación, exportación, así como a la comercialización por cuenta propia o ajena de toda clase de bienes corporales muebles.
- MERCADO MAYORISTA P Y P LIMITADA es una sociedad chilena, que se dedica principalmente a venta al por mayor de abarrotes.

Mayor información de la malla societaria en el Anexo I.

3.7 Estructura accionaria de la compañía

La siguiente información fue construida en base a los últimos estados financieros obtenidos (en adelante, EEFF), el cual corresponde a los documentos publicados con fecha 30 de junio de 2019. El detalle se puede encontrar en el Anexo II.

Al 30 de junio de 2019 el capital de Cencosud S.A se compone de 2.863.129.447 acciones suscritas y pagadas, distribuidas entre 1.664 accionistas. Es importante mencionar que a la fecha mencionada no existen acciones emitidas pendientes de suscripción y pago.

El grupo Cencosud está controlado actualmente por la familia Paulmann. Don Horst Paulmann posee, como persona natural y de manera directa un 2,46%, sin embargo, de forma indirecta a través de las sociedades de Inversiones Quinchamali, Latadia y Tano, posee una participación del 49,31%, lo que en total suma un 51,77%. Adicionalmente, sus familiares suman un 1,48%, por lo que la familia Paulmann tiene el control con un 53,25%. En la Tabla N° 4 se presenta la participación del grupo Paulmann al 30 de junio 2019.

Tabla N°4: Participación % Grupo Paulmann.

Participación grupo Paulmann al 30/06/2019	Participación Porcentual
Inversiones Quinchamalí Limitada	20,0%
Inversiones Latadia Limitada	19,2%
Inversiones Tano Limitada	10,0%
Horst Paulmann Kemna	2,5%
Peter Paulmann Koepfer	0,5%
Heike Paulmann Koepfer	0,5%
Manfred Paulmann Koepfer	0,4%
Inversiones Alpa Limitada	0,0%
Total	53,3%

Fuente: Memoria 2019 Cencosud S.A

Al 30 de junio de 2019, la sociedad anónima divide su patrimonio en 2.863.129.447 acciones de serie única donde se destacan sus principales accionistas, como se muestra en la Tabla N° 5.

Tabla N° 5: Mayores accionistas Cencosud S.A

Mayores accionistas al 30/06/2019		Número de acciones	Participación Porcentual
1	Inversiones Quinchamalí Limitada	573.754.802	20,04%
2	Inversiones Latadia Limitada	550.823.211	19,24%
3	Inversiones Tano Limitada	287.328.548	10,04%
4	Banco Itaú por cuenta de inversionistas	137.027.982	4,79%
5	Banco de Chile por cuenta de terceros	134.687.681	4,70%
6	Banco Santander - JP Morgan	110.596.425	3,86%
7	Horst Paulmann Kemna	70.336.573	2,46%
8	Fondo de Pensiones Habitat C	68.136.857	2,38%
9	Fondo de Pensiones Habitat A	60.811.071	2,12%
10	LarrainVial S.A Corredora de Bolsa	52.487.808	1,83%
11	Fondo de Pensiones Habitat B	50.043.276	1,75%
12	Fondo de Pensiones Cuprum A	44.774.680	1,56%
13	Otros accionistas	722.320.533	25,23%
Total		2.863.129.447	100,00%

Fuente: Memoria 2019 Cencosud S.A

4. Análisis operacional del negocio e industria

4.1 Análisis del crecimiento de la empresa

En el siguiente apartado se presentan los ingresos por venta de Cencosud desde el año 2015 hasta el 30 de junio de 2019, expresados en MUF, donde para efectos de calcular la tasa de crecimiento del año 2019 versus el año 2018, se dejaron expresados los últimos doce meses. Adicionalmente, se muestran las tasas de crecimiento anual de cada uno de los países donde la compañía tiene operaciones. Recordemos que el *holding* tiene operaciones a nivel Latinoamericano, por lo tanto, el análisis se hizo con la apertura de cada uno de los países.

En la Tabla N° 15 se puede observar que existe una gran volatilidad en las operaciones de todos los países, siendo Chile el país con mayor peso relativo.

Tabla N° 15 Crecimientos reales de las ventas por país

INGRESOS POR PAIS	2015	2016	2017	2018	2019E	Promedio Historico	Peso (%)
CHILE	161.375	164.814	166.548	164.919	165.326	164.596	43,26%
ARGENTINA	127.233	95.984	97.030	69.650	64.237	90.827	23,87%
BRASIL	65.652	60.337	58.848	49.261	45.688	55.957	14,71%
PERÚ	38.832	37.460	36.496	36.571	37.846	37.441	9,84%
COLOMBIA	35.770	33.580	31.290	29.525	28.238	31.681	8,33%
INGRESOS TOTALES	428.862	392.174	390.213	349.927	341.335	380.502	100,00%

CRECIMIENTO REAL VTAS. (%)	2015	2016	2017	2018	2019E
CHILE	0,00%	2,13%	1,05%	-0,98%	0,25%
ARGENTINA	0,00%	-24,56%	1,09%	-28,22%	-7,77%
BRASIL	0,00%	-8,10%	-2,47%	-16,29%	-7,25%
PERÚ	0,00%	-3,53%	-2,57%	0,20%	3,49%
COLOMBIA	0,00%	-6,12%	-6,82%	-5,64%	-4,36%
CRECIMIENTO TOTAL (%)	0,00%	-8,55%	-0,50%	-10,32%	-2,46%

Fuente: Memorias Cencosud S.A

De igual forma, se realiza el análisis de los ingresos de la compañía por línea de negocio o segmento. Es importante destacar que el *core* del negocio es el segmento de supermercados

con un peso relativo del 72%, y junto con el servicio financiero, son los únicos presentes en todos los países.

En la Tabla N° 16 se presentan los ingresos regionales por segmento. Se incluyen en la Tabla N°16 un ajuste en el año 2015 el cual se indica en los EEFF del mismo año, que corresponden a ajustes de operaciones descontinuadas. Por su parte, los montos incluidos en Argentina -economía hiperinflacionaria- corresponden al ajuste por inflación del período para re-expresar los ingresos en moneda corriente de mismo poder adquisitivo a la fecha de cierre.

Tabla N°16 Crecimientos reales de los ingresos regionales por línea de negocio.

INGRESOS REGIONALES POR SEGMENTO	2015	2016	2017	2018	2019E	Promedio	
						Historico	Peso (%)
Supermercados	313.923	284.189	278.045	250.220	238.979	273.071	71,77%
Shopping Centers	9.678	9.060	9.543	8.947	8.781	9.202	2,42%
Mejoramiento del Hogar	57.327	49.125	49.759	43.188	40.174	47.915	12,59%
Tiendas por departamento	41.033	42.771	43.891	42.271	42.065	42.406	11,14%
Serv. Fin. (Tarjetas+Seg+Bco)	8.841	6.744	8.634	9.031	9.170	8.484	2,23%
Serv. de Apoyo, Fin., ajustes y otros	431	285	343	230	347	327	0,09%
Ajuste Operaciones Descontinuadas	-2.371	-	-	-	-	-474	-0,12%
Ajuste por Inflación - Argentina	-	-	-	-3.960	1.818	-428	-0,11%
TOTAL INGRESOS	428.862	392.174	390.213	349.927	341.335	380.502	100,00%

INGRESOS REGIONALES POR SEGMENTO (%)	2015	2016	2017	2018	2019E	Promedio	
						Historico	
Supermercados	0,00%	-9,47%	-2,16%	-10,01%	-4,49%	-6,53%	
Shopping Centers	0,00%	-6,38%	5,33%	-6,25%	-1,85%	-2,29%	
Mejoramiento del Hogar	0,00%	-14,31%	1,29%	-13,21%	-6,98%	-8,30%	
Tiendas por departamento	0,00%	4,24%	2,62%	-3,69%	-0,49%	0,67%	
Serv. Finan. (Tarjetas+Seg.+Bco)	0,00%	-23,72%	28,03%	4,60%	1,55%	2,61%	
Serv. de Apoyo, Fin., ajustes y otros	0,00%	-33,85%	20,26%	-33,01%	51,27%	1,17%	
Ajuste Operaciones Descontinuadas	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-25,00%	
Ajuste por Inflación - Argentina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-145,91%	-36,48%	
TOTAL INGRESOS (%)	0,00%	-8,55%	-0,50%	-10,32%	-2,46%	-5,46%	

Fuente: Memorias Cencosud S.A

Se observa en la tabla anterior que los ingresos totales de la empresa han ido disminuyendo año a año en todas sus líneas de negocio, y en promedio las ventas han caído un -5,46%. Se destaca la importancia del negocio de supermercados con una participación del 71,77% de los ingresos totales, siguiéndole mejoramiento del hogar con un 12,59% y tiendas por departamento con un

11,14%. Finalmente, la participación más pequeña se la quedan los negocios de *shopping centers* y servicios financieros con un 2% ambos aproximadamente.

4.2 Análisis del crecimiento de la industria

La Tabla N°17 presenta los ingresos de las actividades ordinarias de negocios no bancarios y bancarios (*retail* financiero) expresados en MUF y el crecimiento de las ventas reales entre los años 2015 y junio del 2019 (últimos doce meses) de la compañía S.A.C.I Falabella, la cual se seleccionó como comparable.

Tabla N°17 Crecimientos reales de los ingresos bancarios y no bancarios Falabella S.A

INGRESOS POR NEGOCIO	2015	2016	2017	2018	2019E	Promedio Historico	Peso (%)
No Bancarios	302.516	299.769	307.583	307.757	305.942	304.713	92,84%
Bancarios	16.391	17.906	27.061	27.228	28.836	23.484	7,16%
TOTAL INGRESOS	318.907	317.675	334.644	334.985	334.778	328.198	100,00%

CRECIMIENTO REAL VTAS. (%)	2015	2016	2017	2018	2019E	Promedio Historico
No Bancarios	0,00%	-0,91%	2,61%	0,06%	-0,59%	0,29%
Bancarios	0,00%	9,24%	51,13%	0,62%	5,91%	16,72%
TOTAL CRECIMIENTO VTAS	0,00%	-0,39%	5,34%	0,10%	-0,06%	1,25%

Fuente: Memorias Falabella S.A

Si se comparan los crecimientos en ventas tanto de Cencosud como de Falabella, se observa que Falabella ha presentado crecimientos en sus ingresos de forma sostenida en los últimos años, tanto en sus negocios bancarios como no bancarios. La Tabla N°18 resume los crecimientos reales de los ingresos totales de Cencosud y Falabella.

Tabla N°18 Crecimientos reales de los Ingresos de Cencosud y Falabella.

CREC. REALES DE VENTAS (%)	2015	2016	2017	2018	2019-06	Promedio Historico
CENCOSUD	0,00%	-8,55%	-0,50%	-10,32%	-2,46%	-5,46%
FALABELLA	0,00%	-0,39%	5,34%	0,10%	-0,06%	1,25%

Fuente: Memorias de Cencosud y Falabella.

4.3 Perspectivas de crecimiento de la industria

El año 2018 fue un año durísimo para América Latina a nivel económico, lo que a su vez repercutió claramente en el desempeño del sector del *retail*. En Chile, por ejemplo, se pueden indicar 3 razones que explicaron la caída de las ventas del comercio detallista este año. La disminución de la masa salarial y la confianza de los consumidores, la reducción del *ticket* promedio de ventas debido a una fuerte actividad promocional en todas las tiendas por departamento y la disminución del efecto argentino en territorio nacional. Excepcionalmente, la industria supermercadista mostró marginalmente números positivos, según cuenta Emol Inversiones.¹¹

“Escenarios complejos”, “Aumento en la volatilidad de los mercados”, “pérdida de confianza en los inversionistas”, son ideas que se repiten una y otra vez en las proyecciones de crecimientos para el 2019. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indica que América Latina y el Caribe crecería un 1,7% en el 2019, principalmente impulsado por el repunte económico de Brasil. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI) señala que América Latina tendrá un crecimiento de ventas para el 2019 de un 0,6% versus año anterior y que para el 2020 este repunte a un 2,3%. Dada la situación económica actual, las perspectivas de crecimiento son muy bajas y no muy alentadoras para la industria, pero si reflejan unas tasas de crecimiento positivas.

Específicamente para Cencosud, el panorama sigue siendo adverso. Según indica Goldman Sachs: “se reconoce que la empresa ha progresado en continuar realizando una reducción de su apalancamiento financiero y mejorar su desempeño operacional a través de las distintas filiales, sin embargo, se continúa viendo un crecimiento en ventas limitado en el año 2019”.

¹¹ Fuente: www.emol.cl. Artículo: Analistas creen que repunte del *retail* llegará solo en el 2020. Publicado el 14/03/2019.

4.4 Análisis de los costos de operación

Cencosud clasifica sus costos de operación en: costos de ventas, costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función.

Los principales costos de la compañía son aquellos que están relacionados con los productos para la venta, principalmente en los negocios de supermercados, tiendas por departamento y mejoramiento del hogar, todos estos contabilizados en la cuenta contable “costo de mercaderías vendidas”.

A continuación, se adjunta en la Tabla N° 19 el total de cada uno de los costos de operación expresados en MUF para cada período de análisis. Adicionalmente, se muestran los porcentajes sobre venta de cada tipo de costo. Es importante destacar que el costo de la operación total se mantiene en torno al 95% en toda la serie.

Tabla N° 19 Costos operacionales de Cencosud

COSTOS DE LA OPERACIÓN	2015	2016	2017	2018	2019-06	Promedio Histórico
Costo de ventas	-304.858	-279.204	-278.334	-249.779	-118.750	-246.185
Costos de distribución	-1.087	-1.018	-1.117	-1.199	-555	-995
Gastos de administración	-96.505	-88.276	-88.535	-78.633	-36.517	-77.693
Otros gastos por función	-6.800	-6.477	-6.738	-5.989	-2.606	-5.722
TOTAL	-409.250	-374.976	-374.724	-335.600	-158.428	-330.596
Costo de Ventas	-71,09%	-71,19%	-71,33%	-71,38%	-71,82%	-71,36%
Costos de distribución	-0,25%	-0,26%	-0,29%	-0,34%	-0,34%	-0,30%
Gastos de Administración	-22,50%	-22,51%	-22,69%	-22,47%	-22,09%	-22,45%
Otros gastos por función	-1,59%	-1,65%	-1,73%	-1,71%	-1,58%	-1,65%
TOTAL SOBRE VTAS. (%)	-95,43%	-95,61%	-96,03%	-95,91%	-95,82%	-95,76%

Fuente: Memorias Cencosud S.A

La descomposición de los costos de venta se detalla en la Tabla N° 20, además se indican los porcentajes sobre venta de cada cuenta que componen el costo de ventas. En el costo de ventas se incluyen el costo de adquisición de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. Estos costos incluyen principalmente los costos de adquisición netos de descuentos obtenidos, los gastos de impuestos

de internación no recuperables, los seguros y el transporte de los productos hasta los centros de distribución. Se observa que el costo de mercaderías vendidas no supera el 66% del total de los ingresos históricamente. Misma situación con otros costos de venta, que en promedio son un 4,93%.

Tabla N°20 Costos de venta Cencosud S.A.

COSTOS DE VENTA	2015	2016	2017	2018	2019-06	Promedio Histórico
Costo de mercaderías vendidas	-286.857	-260.274	-257.863	-234.293	-109.129	-229.683
Otros costos de venta	-18.000	-18.930	-20.471	-18.867	-8.212	-16.896
TOTAL	-304.858	-279.204	-278.334	-253.160	-117.342	-246.580
Costo de mercaderías vendidas	-66,89%	-66,37%	-66,08%	-66,96%	-66,00%	-66,46%
Otros costos de venta	-4,20%	-4,83%	-5,25%	-5,39%	-4,97%	-4,93%
TOTAL	-71,09%	-71,19%	-71,33%	-72,35%	-70,97%	-71,38%

Fuente: Memorias Cencosud S.A

En la Tabla N° 21 se muestran los gastos de administración y ventas los cuales representan en promedio un 24,37% de los ingresos totales, siendo las partidas más relevantes, los gastos de personal con un 13,93% y las depreciaciones y amortizaciones con un 2,43%.

Tabla N° 21 Gastos de administración y ventas Cencosud S.A

GASTOS DE ADM. Y VENTAS	2015	2016	2017	2018	2019-06	Promedio Histórico
Gastos del personal	-60.772	-53.436	-55.112	-49.635	-22.393	-48.269
Depreciaciones y amortizaciones	-8.525	-8.643	-9.033	-7.784	-5.653	-7.927
Costos de distribución	-1.087	-1.018	-1.117	-1.199	-555	-995
Otros gastos por funcion	-6.800	-6.477	-6.738	-5.989	-2.606	-5.722
Limpieza	-3.165	-2.760	-2.750	-2.375	-1.127	-2.435
Seguridad y vigilancia	-2.752	-2.331	-2.367	-2.097	-1.020	-2.113
Mantenimiento	-3.473	-3.189	-3.027	-2.661	-1.299	-2.730
Honorarios profesionales	-3.105	-3.046	-2.837	-2.684	-1.219	-2.578
Bolsas para clientes	-928	-739	-588	-442	-129	-565
Comision tarjeta de credito	-4.132	-3.956	-3.425	-3.026	-1.395	-3.187
Arriendos	-7.286	-7.323	-7.489	-7.099	-740	-5.987
Consumos, gastos basicos y otros	-3.044	-2.853	-1.909	-1.536	-665	-2.002
Argentina - Economia hiperinflacionaria	-	-	-	-10.621	-2.799	-2.684
Argentina - Conversion de monera	-	-	-	14.708	514	3.045
Gastos por operaciones discontinuas	678	-	-	-	-	136
TOTAL	-104.393	-95.771	-96.390	-82.440	-41.087	-84.016
Gastos de Administración y ventas						
Gastos del personal	-14,17%	-13,63%	-14,12%	-14,18%	-13,54%	-13,93%
Depreciaciones y amortizaciones	-1,99%	-2,20%	-2,31%	-2,22%	-3,42%	-2,43%
Costos de distribución	-0,25%	-0,26%	-0,29%	-0,34%	-0,34%	-0,30%
Otros gastos por funcion	-1,59%	-1,65%	-1,73%	-1,71%	-1,58%	-1,65%
Limpieza	-0,74%	-0,70%	-0,70%	-0,68%	-0,68%	-0,70%
Seguridad y vigilancia	-0,64%	-0,59%	-0,61%	-0,60%	-0,62%	-0,61%
Mantenimiento	-0,81%	-0,81%	-0,78%	-0,76%	-0,79%	-0,79%
Honorarios profesionales	-0,72%	-0,78%	-0,73%	-0,77%	-0,74%	-0,75%
Bolsas para clientes	-0,22%	-0,19%	-0,15%	-0,13%	-0,08%	-0,15%
Comision tarjeta de credito	-0,96%	-1,01%	-0,88%	-0,86%	-0,84%	-0,91%
Arriendos	-1,70%	-1,87%	-1,92%	-2,03%	-0,45%	-1,59%
Consumos, gastos basicos y otros	-0,71%	-0,73%	-0,49%	-0,44%	-0,40%	-0,55%
Argentina - Economia hiperinflacionaria	0,00%	0,00%	0,00%	-3,04%	-1,69%	-0,95%
Argentina - Conversion de monera	0,00%	0,00%	0,00%	4,20%	0,31%	0,90%
Gastos por operaciones discontinuas	0,16%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%
TOTAL	-24,34%	-24,42%	-24,70%	-23,56%	-24,85%	-24,37%

Fuente: Memorias Cencosud S.A

La Tabla N°22 muestra los costos de distribución y otros gastos por función con su respectivo peso relativo sobre las ventas. Los costos de distribución comprenden todos aquellos gastos necesarios para entregar los productos a los clientes. En tanto los otros gastos por función

comprenden, principalmente, gastos de publicidad que la compañía realiza en la promoción de productos y de sus marcas.

Tabla N° 22 Costo de distribución y otros gastos Cencosud.

	2015	2016	2017	2018	2019-06	Promedio Histórico
Costo de distribución	-1.087	-1.018	-1.117	-1.199	-555	-1.105
Otros gastos, por función	-6.800	-6.477	-6.738	-5.989	-2.606	-6.501
TOTAL	-7.888	-7.495	-7.855	-7.187	-3.161	-7.606
Costo de distribución	-0,25%	-0,26%	-0,29%	-0,34%	-0,34%	-0,29%
Otros gastos, por función	-1,59%	-1,65%	-1,73%	-1,71%	-1,58%	-1,67%
TOTAL	-1,84%	-1,91%	-2,01%	-2,05%	-1,91%	-1,95%

Fuente: Memorias Cencosud S.A

De la tabla anterior se observa que el promedio histórico de los costos de distribución es de un -0,29%, mientras que los otros gastos por función representan un -1,67%, con respecto a los ingresos totales.

4.5 Análisis de cuentas no operacionales

La Tabla N° 23 muestra el grupo de cuentas del resultado no operacional de Cencosud desde el año 2015 a junio de 2019.

Tabla N° 23 Cuentas no operacionales – Cencosud S.A

CUENTAS NO OPERACIONALES	2015	2016	2017	2018	2019-06	Promedio Histórico
Ingresos financieros	583	552	556	474	205	541
Gastos financieros	-10.107	-10.760	-11.089	-8.598	-5.027	-10.139
Resultado por unidades de reajustes Bonos Chile	-859	-543	-392	-1.670	-838	-866
Diferencias de cambio	-4.555	1.415	3.202	-2.910	501	-712
TOTAL	-14.938	-9.336	-7.723	-12.705	-5.159	-11.176
Ingresos financieros	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%	0,12%	0,14%
Gastos financieros	-2,36%	-2,74%	-2,84%	-2,46%	-3,04%	-2,60%
Resultado por unidades de reajustes Bonos Chile	-0,20%	-0,14%	-0,10%	-0,48%	-0,51%	-0,23%
Diferencias de cambio	-1,06%	0,36%	0,82%	-0,83%	0,30%	-0,18%
TOTAL	-3,48%	-2,38%	-1,98%	-3,63%	-3,12%	-2,87%

Fuente: Memorias Cencosud S.A

- Ingresos financieros, tiene registrados los beneficios generados asociados a colocaciones financieras, u otros movimientos que derivan de la naturaleza financiera de la compañía. Para la compañía son recurrentes, puesto que genera dichos movimientos para compensar los gastos incurridos por financiamiento.
- Gastos financieros, tiene registrados los intereses, resultado por derivados y otros movimientos que compañía, que son recurrentes, puesto que el financiamiento es necesario en la estructura de la compañía.
- Resultado por unidades de reajuste y diferencia de cambio, tienen registrado los resultados por monedas diferentes a la moneda de la contabilidad de la compañía (moneda funcional), donde UF es registrado en unidad de reajuste, y otras monedas en diferencia de cambio. Ambos resultados son recurrentes, puesto que la compañía realiza operaciones multi-moneda dada la naturaleza de combinación de negocios presente en la compañía.

La Tabla N° 24 muestra la composición de las partidas no operacionales, y se identifican aquellas cuentas que son recurrentes en el tiempo.

Tabla N° 24 Descomposición cuentas no operacionales

	2015	2016	2017	2018	2019-06	Promedio Histórico	
Ingresos financieros							
Resultado por cobertura de flujo	-	-	-	-	-	-	
Otros ingresos financieros por inversión	583	552	556	474	205	474	Recurrente
Total Ingresos financieros	583	552	556	474	205	474	
Gastos financieros							
Gastos por préstamos bancarios	-5,081	-4,856	-3,567	-3,710	-1,519	-3,746	Recurrente
Gasto por bonos	-4,894	-5,242	-6,579	-4,885	-2,500	-4,820	Recurrente
intereses por captaciones	-124	-39	-	-	-	-32	
Intereses contratos arrendamiento	-	-	-	-	-682	-136	
Argentina - Economía hiperinflacionaria	-	-	-	643	-220	85	
Gasto (ingreso) por valoración derivados financieros	-9	-624	-944	-645	-107	-466	Recurrente
Total Gastos financieros	-10,107	-10,760	-11,089	-8,598	-5,027	-9,116	
Resultado por unidades de reajustes Bonos Chile							
Resultados por unidades de reajustes Bonos Chile	-715	-502	-391	-557	-294	-492	Recurrente
Resultados por unidades de reajustes Bonos Brasil	-104	-36	-16	-15	-9	-36	Recurrente
Resultados por unidades de reajustes Bonos Otros	-39	-5	16	-1,098	-535	-333	Recurrente
Total resultado por unidades de reajustes bonos Chile	-859	-543	-392	-1,670	-838	-860	
Diferencias de cambio							
Deuda Financiera Bancos Argentina	-99	-11	19	-4	48	-9	Recurrente
Deuda con el Público Bonos y Bancos Chile	-4,117	1,432	3,174	-2,925	535	-380	Recurrente
Deuda Financiera Brasil	-	-	-	45	9	11	
Deuda Financiera Perú	-140	-4	0	5	-12	-30	Recurrente
Activos y Deuda financiera Colombia	-199	-2	8	-6	-0	-40	Recurrente
Argentina - Economía hiperinflacionaria	-	-	-	-24	-78	-20	
Total Diferencias de cambio	-4,555	1,415	3,202	-2,910	501	-469	
Resultado por cobertura de flujo	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
Otros ingresos financieros por inversión	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	0.12%	0.14%	
Total Ingresos financieros	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	0.12%	0.14%	
Gastos financieros							
Gastos por préstamos bancarios	-1.18%	-1.24%	-0.91%	-1.06%	-0.92%	-1.06%	
Gasto por bonos	-1.14%	-1.34%	-1.69%	-1.40%	-1.51%	-1.41%	
intereses por captaciones	-0.03%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%	
Intereses contratos arrendamiento	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.41%	-0.08%	
Argentina - Economía hiperinflacionaria	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	-0.13%	0.01%	
Gasto (ingreso) por valoración derivados financieros	0.00%	-0.16%	-0.24%	-0.18%	-0.06%	-0.13%	
Total Gastos financieros	-2.36%	-2.74%	-2.84%	-2.46%	-3.04%	-2.69%	
Resultado por unidades de reajustes Bonos Chile							
Resultados por unidades de reajustes Bonos Chile	-0.17%	-0.13%	-0.10%	-0.16%	-0.18%	-0.15%	
Resultados por unidades de reajustes Bonos Brasil	-0.02%	-0.01%	0.00%	0.00%	-0.01%	-0.01%	
Resultados por unidades de reajustes Bonos Otros	-0.01%	0.00%	0.00%	-0.31%	-0.32%	-0.13%	
Total resultado por unidades de reajustes Bonos Chile	-0.20%	-0.14%	-0.10%	-0.48%	-0.51%	-0.28%	
Diferencias de cambio							
Deuda Financiera Bancos Argentina	-0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.00%	
Deuda con el Público Bonos y Bancos Chile	-0.96%	0.37%	0.81%	-0.84%	0.32%	-0.06%	
Deuda Financiera Brasil	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%	
Deuda Financiera Perú	-0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%	-0.01%	
Activos y Deuda financiera Colombia	-0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%	
Argentina - Economía hiperinflacionaria	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%	-0.05%	-0.01%	
Total Diferencias de cambio	-1.06%	0.36%	0.82%	-0.83%	0.30%	-0.08%	

Fuente: Memorias Cencosud S.A

Complementando los análisis de las tablas anteriores, se realiza un análisis vertical de los estados de resultados de los años 2015 a 2019, indicando además el promedio histórico para cada cuenta contable. La Tabla N° 25 muestra el promedio histórico de las cuentas del EERR como porcentaje de las ventas totales.

Tabla N° 25 Promedio histórico de las cuentas del EERR (Como % de ventas)

ESTADO DE RESULTADOS	Análisis vertical					X̄%
	2015	2016	2017	2018	2019-06	
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	71,09%	71,19%	71,33%	71,38%	71,82%	71,36%
Ganancia bruta	28,91%	28,81%	28,67%	28,62%	28,18%	28,64%
Otros ingresos	1,92%	2,91%	3,82%	2,24%	2,07%	2,59%
Costos de distribución	0,25%	0,26%	0,29%	0,34%	0,34%	0,30%
Gastos de administración	22,50%	22,51%	22,69%	22,47%	22,09%	22,45%
Otros gastos, por función	1,59%	1,65%	1,73%	1,71%	1,58%	1,65%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,57%	0,58%	0,10%	-0,02%	2,17%	0,45%
Ganancias (pérdidas) de actividades op.	5,91%	7,88%	7,89%	6,31%	8,42%	7,28%
Ingresos financieros	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%	0,12%	0,14%
Costos financieros	2,36%	2,74%	2,84%	2,46%	3,04%	2,69%
Part. en las ganancias (pérdidas) de asoc.	0,13%	0,12%	0,19%	0,20%	0,12%	0,15%
Diferencias de cambio	-1,06%	0,36%	0,82%	-0,83%	0,30%	-0,08%
Resultados por unidades de reajuste	-0,20%	-0,14%	-0,10%	-0,48%	-0,51%	-0,28%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2,56%	5,61%	6,11%	2,89%	5,42%	4,52%
Gasto por impuestos a las ganancias	0,53%	1,86%	1,90%	0,91%	2,51%	1,54%

Fuente: Elaboración propia.

4.6 Análisis de activos operacionales y no operacionales.

El detalle de los activos operacionales de la empresa se muestra en la Tabla N° 26.

Tabla N°26 Análisis de los activos operacionales.

Activos Corrientes (en MUF)	2019-06	
Efectivo y equivalentes al efectivo	34.384	(+)
Otros activos financieros corrientes	214	(+)
Otros activos no financieros corrientes	-	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	18.420	(+)
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	439	(+)
Inventarios corrientes	39.107	(+)
Activos biológicos corrientes	-	(+)
Activos por impuestos corrientes, corrientes	4.590	(+)
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	
Total Activos corrientes	97.155	
Activos No Corrientes (en MUF)	2019-06	
Otros activos financieros no corrientes	8.860	(+)
Otros activos no financieros no corrientes	-	
Cuentas por cobrar no corrientes	170	(+)
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	-	(+)
Inventarios, no corrientes	-	(+)
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	10.500	(+)
Activos intangibles distintos de la plusvalía	13.209	(+)
Plusvalía	39.315	(+)
Propiedades, planta y equipo	122.855	(+)
Activos biológicos no corrientes	-	(+)
Propiedad de inversión	100.571	(+)
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	3.139	(+)
Activos por impuestos diferidos	16.271	(+)
Total Activos No Corrientes	314.891	
Total Activos	421.168	
Total activos operacionales (en MUF)	412.046	

Fuente: Memorias Cencosud S.A

En la Tabla N° 27 se detallan los activos que son considerados como no operacionales (seleccionados en naranja).

Tabla N° 27 Análisis de los activos no operacionales

Activos Corrientes (en MUF)		2019-06
Efectivo y equivalentes al efectivo		-
Otros activos financieros corrientes		7.116 (+)
Otros activos no financieros corrientes		709 (+)
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes		-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes		-
Inventarios corrientes		-
Activos por impuestos corrientes, corrientes		-
Activos no corrientes mantenidos para la venta		55 (+)
Total Activos corrientes		7.879
Activos No Corrientes (en MUF)		2019-06
Otros activos financieros no corrientes		249 (+)
Otros activos no financieros no corrientes		993 (+)
Cuentas por cobrar no corrientes		-
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación		-
Activos intangibles distintos de la plusvalía		-
Plusvalía		-
Propiedades, planta y equipo		-
Propiedad de inversión		-
Activos por impuestos corrientes, no corrientes		-
Activos por impuestos diferidos		-
Total Activos No Corrientes		1.243
Total Activos		421.168
Total activos no operacionales (en MUF)		9.122

Fuente: Memorias Cencosud S.A

El detalle de los activos no operacionales al 30 de junio del 2019 es el siguiente:

- Otros activos financieros corrientes: esta cuenta considera dos partidas. Cuotas de fondos mutuos por un total de MUF 7.116 y una porción de activos derivados por un total de MUF 214. Sobre esto, solo se consideran las cuotas de fondos mutuos como no operacional, ya que corresponden principalmente a inversiones de renta fija en el mercado chileno. Los derivados, por su lado, son considerados como operacional, ya que son parte de la política de gestión de riesgos financieros para cubrir exposiciones a las variaciones cambiarias y de tasa de interés. Dicho lo anterior, solo se considera el 97% de los otros activos financieros corrientes como no operacional.
- Otros activos no financieros corrientes: Esta cuenta considera pagos anticipados por concepto de garantías y seguros. En total son MUF 709 consideradas como no operacional.

- Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios: Corresponden a activos que la compañía está vendiendo, principalmente terrenos no estratégicos. En total el monto asciende a MUF 55.
- Otros activos financieros no corrientes: Esta cuenta considera MUF 8.860 correspondientes a derivados que son parte de la política de cobertura que tiene la empresa definidos como operacionales. En menor proporción MUF 249, corresponden a cuentas por cobrar a vendedores de Bretas, las que son considerados como no operacionales.
- Otros activos no financieros no corrientes: Esta cuenta considera MUF 993 de partidas tales como garantías y otros, considerados no operacionales.

En total, los activos no operacionales identificados ascienden a un total de MUF 9.122, como se muestran en la Tabla N° 27.

5. Proyección de los estados financieros

5.1 Proyección de los ingresos de operación

Las proyecciones de los ingresos se estimaron en base a un profundo análisis por país y por línea de negocio, en donde se analizaron las tendencias del periodo 2015-2019 (últimos doce meses) y los promedios históricos. Así, el supuesto establecido para los ingresos de Cencosud es el siguiente:

Ingresos por ventas: Se ha considerado que Cencosud, se encuentra en el límite de su madurez, por lo que ha intentado adquirir combinaciones de negocios que le permitan crecer, pero no en grandes cantidades. Por ello, para calcular el crecimiento en ventas, se utiliza la información histórica de la compañía y se proyecta en función de los promedios históricos que mantenía en el periodo 2015-2019.

Chile: Se establece un promedio de los últimos cuatro períodos para estimar la proyección de todas sus líneas de negocios estableciendo un crecimiento de 0,55% para el negocio de supermercados, un 1,85% para el negocio de *shopping centers*, un 0,53% para el segmento de mejoramiento del hogar, un -0,92% para tiendas por departamento y un 2,27% para servicios de apoyo. Con respecto a los servicios financieros, Cencosud vendió la cartera de clientes del Banco Paris al Banco Scotiabank en el año 2016, por lo que, no se considera en la proyección. En la Tabla N° 28 se muestran las tasas de crecimiento estimadas y la proyección para los próximos 4 años.

Tabla N° 28 Ingresos proyectados por segmento – Chile.

TASAS DE CRECIMIENTO POR SEGMENTO	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Supermercados	0,55%	0,55%	0,55%	0,55%	0,55%
Shopping Centers	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%
Mejoramiento del Hogar	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%
Tiendas por departamento	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%
Servicios Financieros (Tarjetas + Seguros + Banco)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Servicios de Apoyo, Financiamiento, ajustes y otros	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%

Fuente: Elaboración propia.

Argentina: La situación de Argentina no ha agregado valor al grupo, es más, en los últimos 4 años, la operación en dicho país a destruido valor. Tanto para sus segmentos de supermercados, *shopping centers* y mejoramiento del hogar, se estima un promedio de los últimos 4 años y se mantuvo constante dicha tendencia para los años proyectados. Con estos supuestos se proyecta que los segmentos de supermercados experimenten un decrecimiento a una tasa del 17,62%, *shopping center* un 11,68% y mejoramiento del hogar un 14,9%. Respecto a los segmentos de servicios financieros, servicios de apoyo y los ajustes involucrados, la tasa de crecimiento es 0,00%, a modo de ser más conservador en las estimaciones. La Tabla N° 29 resume lo antes mencionado.

Tabla N° 29 Ingresos proyectados por segmento – Argentina.

TASAS DE CRECIMIENTO POR SEGMENTO	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Supermercados	-17,62%	-17,62%	-17,62%	-17,62%	-17,62%
Shopping Centers	-11,68%	-11,68%	-11,68%	-11,68%	-11,68%
Mejoramiento del Hogar	-14,90%	-14,90%	-14,90%	-14,90%	-14,90%
Tiendas por departamento	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Servicios Financieros (Tarjetas + Seguros + Banco)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Servicios de Apoyo, Financiamiento, ajustes y otros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ajuste Operaciones Descontinuadas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ajuste por Inflación - Argentina	-145,91%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Elaboración propia.

Brasil: Cencosud sólo tiene negocios en Brasil en los segmentos de supermercados y servicios financieros. Para el negocio de supermercados se proyecta un promedio histórico de los últimos 4 años estableciendo una tasa de decrecimiento del 7,27%. En cambio, para los servicios financieros, no se establece un crecimiento para ningún período proyectado. La Tabla N° 30 indica las proyecciones para el mercado brasileño.

Tabla N° 30 Ingresos proyectados por segmento – Brasil.

TASAS DE CRECIMIENTO POR SEGMENTO	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Supermercados	-7,27%	-7,27%	-7,27%	-7,27%	-7,27%
Shopping Centers	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Mejoramiento del Hogar	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tiendas por departamento	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Servicios Financieros (Tarjetas + Seguros + Banco)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Servicios de Apoyo, Financiamiento, ajustes y otros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Elaboración propia.

Perú: Como bien se indicó en la Tabla N° 15 la línea de supermercados tenía una tendencia negativa hasta el presente año, por lo tanto, se toma la decisión de mantener este buen momento para los períodos siguientes, estableciendo su crecimiento en un 3,30%. Misma situación se realiza con el segmento de tiendas por departamento, proyectando un crecimiento del 4,37%. Para los negocios de *shopping* y servicios financieros, Cencosud Perú muestra una gran volatilidad por lo que se determina usar un promedio histórico como herramienta predictiva, estableciendo una tasa de crecimiento de 1,77% para *shopping centers* y un 4,00% para el segmento financiero. La Tabla N° 31 muestra el resumen de lo explicado anteriormente.

Tabla N° 31 Ingresos proyectados por segmento – Perú.

TASAS DE CRECIMIENTO POR SEGMENTO	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Supermercados	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%
Shopping Centers	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%
Mejoramiento del Hogar	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tiendas por departamento	4,37%	4,37%	4,37%	4,37%	4,37%
Servicios Financieros (Tarjetas + Seguros + Banco)	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Servicios de Apoyo, Financiamiento, ajustes y otros	316,81%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Elaboración propia.

Colombia: Para la proyección de ingresos de Colombia se calcula un promedio histórico de los últimos cuatro períodos a excepción del segmento mejoramiento del hogar, en donde se mantuvo constante el buen rendimiento del año 2019, manteniendo esta proyección para los próximos períodos. De esta manera el segmento de supermercados se espera que enfrente un decrecimiento del 5,46% y de igual forma *shopping centers* un decrecimiento del 3,49%. Por el contrario, los segmentos que se proyectan con crecimientos en ventas son los siguientes: mejoramiento del hogar un 2,75%, servicios financieros un 13,90% y servicios de apoyo un 9,66%. La Tabla N° 32 muestra lo dicho anteriormente.

Tabla N° 32 Ingresos proyectados por segmento – Colombia.

TASAS DE CRECIMIENTO POR SEGMENTO	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Supermercados	-5,46%	-5,46%	-5,46%	-5,46%	-5,46%
Shopping Centers	-3,49%	-3,49%	-3,49%	-3,49%	-3,49%
Mejoramiento del Hogar	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
Tiendas por departamento	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Servicios Financieros (Tarjetas + Seguros + Banco)	13,90%	13,90%	13,90%	13,90%	13,90%
Servicios de Apoyo, Financiamiento, ajustes y otros	-63,53%	9,66%	9,66%	9,66%	9,66%

Fuente: Elaboración propia.

Como paso subsecuente, se realiza la proyección en cada uno de los segmentos acorde a nuestras estimaciones antes descritas, luego se procedió a consolidar los ingresos, cuyo resultado se muestra en la Tabla N° 33.

Tabla N° 33 Proyección ingresos por segmento.

Ingresos por segmento	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Supermercados	238.979	229.476	221.448	214.677	208.981
Shopping Centers	8.781	8.650	8.550	8.476	8.427
Mejoramiento del Hogar	40.174	37.637	35.506	33.721	32.231
Tiendas por departamento	42.065	41.869	41.683	41.508	41.343
Serv Fin. (Tarjetas+Seg+Bco)	9.170	9.318	9.475	9.641	9.818
Serv. de Apoyo, Fin., ajustes y otros	347	348	348	348	348
Ajuste por Inflación - Argentina	1.818	1.818	1.818	1.818	1.818
Total ingresos proyectados	341.335	329.116	318.828	310.189	302.966
<i>Variación % anual</i>	-	-3,58%	-3,13%	-2,71%	-2,33%

Fuente: Elaboración propia

La Tabla N° 34 muestra la proyección de ingresos por país para la ventana temporal año 2019 al 2023.

Tabla N° 34 Proyección Ingresos por país – Cencosud S.A

INGRESOS POR PAIS	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Total Chile	165.326	165.742	166.166	166.600	167.042
Crecimiento estimado	0,00%	0,251%	0,256%	0,261%	0,266%
Total Argentina	64.237	54.915	47.148	40.674	35.277
Crecimiento estimado	0,00%	-14,51%	-14,14%	-13,73%	-13,27%
Total Brasil	45.688	42.375	39.302	36.453	33.811
Crecimiento estimado	0,00%	-7,25%	-7,25%	-7,25%	-7,25%
Total Perú	37.846	39.142	40.484	41.872	43.308
Crecimiento estimado	0,00%	3,42%	3,43%	3,43%	3,43%
Total Colombia	28.238	26.942	25.727	24.590	23.528
Crecimiento estimado	0,00%	-4,59%	-4,51%	-4,42%	-4,32%
TOTAL INGRESOS PROYECTADOS	341.335	329.116	318.828	310.189	302.966
<i>Variación % anual</i>	-	-3,58%	-3,13%	-2,71%	-2,33%

Fuente: Elaboración propia

5.2 Proyección de los costos de operación, otros gastos y ganancias

Para realizar la proyección de los costos de operación, se hace referencia a la Tabla N° 25 en donde se realizó un análisis vertical y se obtuvo el promedio histórico de cada cuenta del estado de resultado.

Los supuestos utilizados en la proyección son los siguientes:

Costos de venta: Se destaca en todos los períodos analizados que los costos de ventas de la operación consolidada representan el 71,36% de los ingresos totales.

Costos de distribución: Los costos de distribución representan, en promedio, un 0,30% de los ingresos totales.

Gastos de administración: Los gastos de administración y ventas representan el 22,45% de los ingresos totales.

Otros gastos, por función: La representatividad de esta línea del resultado, en promedio, representa el 1,65% de los ingresos totales.

Otras ganancias (pérdidas): Esta partida del resultado tiene un promedio histórico de un 0,45% sobre los ingresos totales.

Dado los supuestos anteriormente expuestos, la proyección de los costos de operación, otros gastos y otras ganancias quedan de la siguiente manera como se expone en la Tabla N° 35.

Tabla N°35 Proyección de costos op., otros gastos y ganancias – Cencosud S.A

ESTADO DE RESULTADOS	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Costo de ventas	244.340	234.863	227.521	221.356	216.201
Otros ingresos	4.562	7.986	8.532	8.265	8.041
Costos de distribución	520	1.075	973	942	917
Gastos de administración	39.513	76.030	73.892	71.582	69.642
Otros gastos, por función	2.904	5.510	5.431	5.262	5.119
Otras ganancias (pérdidas)	793	4.381	1.483	1.437	1.398

Fuente: Elaboración propia.

5.3 Proyección del resultado no operacional

Las cuentas del resultado no operacional fueron explicadas y detalladas en la sección 7.6 además se identificaron aquellas que son consideradas recurrentes y no recurrentes.

Para efectos de la proyección del resultado no operacional, se consideraron los siguientes supuestos:

Ingresos financieros: este ítem representa en promedio el 0,14% de los ingresos totales. Por lo tanto, se decidió mantener este porcentual para efectos predictivos.

Gastos financieros: Se puede suponer que el grupo Cencosud tiene como objetivo mantener su estructura de endeudamiento en el largo plazo. Dado lo anterior, se mantendrá constante la proyección de gastos financieros aplicando un 2,69% sobre los ingresos totales en cada período.

Diferencias de cambio: Con respecto a las diferencias de cambio y su complejo cálculo proyectivo a largo plazo, dada la situación actual en América latina, se decidió un supuesto conservador y se mantuvo el promedio de los últimos 4 años, estableciendo este ítem como un -0,08% sobre los ingresos totales.

Participación en las ganancias, Resultado por unidades de reajuste: misma situación que las diferencias de cambio. Para efecto de proyección se utilizó un supuesto conservador estableciendo un promedio histórico alcanzando un 0,15% y un -0,28% de los ingresos totales, respectivamente.

Dicho lo anterior, la proyección del resultado no operacional quedaría como se muestra en la Tabla N° 36.

Tabla N°36 Proyección del resultado no operacional – Cencosud S.A

ESTADO DE RESULTADOS	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ingresos financieros	444	447	433	421	411
Costos financieros	9.757	8.846	8.570	8.338	8.144
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	466	499	484	470	459
Diferencias de cambio	357	-269	-261	-254	-248
Resultados por unidades de reajuste	-1.339	-937	-908	-883	-862

Fuente: Elaboración propia.

5.4 Estado de resultado proyectado

Por último, podemos presentar el estado de resultado proyectado para Cencosud S.A para los próximos 5 periodos aplicando una tasa de impuesto a las ganancias del 27,00%. En la Tabla N° 37 se muestra el estado de resultado proyectado, tanto en MUF como en porcentaje sobre los ingresos.

Tabla N° 37 Ganancia (pérdida) proyectada en MUF y cómo % de los ingresos.

ESTADO DE RESULTADOS	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ingresos de actividades ordinarias	341.335	329.116	318.828	310.189	302.966
Costo de ventas	244.340	234.863	227.521	221.356	216.201
Ganancia bruta	96.996	94.254	91.307	88.833	86.764
Otros ingresos	7.986	8.532	8.265	8.041	7.854
Costos de distribución	1.075	973	942	917	895
Gastos de administración	76.030	73.892	71.582	69.642	68.021
Otros gastos, por función	5.510	5.431	5.262	5.119	5.000
Otras ganancias (pérdidas)	4.381	1.483	1.437	1.398	1.365
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	26.747	23.973	23.224	22.594	22.068
Ingresos financieros	444	447	433	421	411
Costos financieros	9.757	8.846	8.570	8.338	8.144
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	466	499	484	470	459
Diferencias de cambio	357	-269	-261	-254	-248
Resultados por unidades de reajuste	-1.339	-937	-908	-883	-862
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	16.918	14.866	14.401	14.011	13.685
Gasto por impuestos a las ganancias (27%)	6.302	4.014	3.888	3.783	3.695
Ganancia (pérdida)	10.616	10.852	10.513	10.228	9.990
ESTADO DE RESULTADOS	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	71,58%	71,36%	71,36%	71,36%	71,36%
Ganancia bruta	28,42%	28,64%	28,64%	28,64%	28,64%
Otros ingresos	2,34%	2,59%	2,59%	2,59%	2,59%
Costos de distribución	0,32%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Gastos de administración	22,27%	22,45%	22,45%	22,45%	22,45%
Otros gastos, por función	1,61%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%
Otras ganancias (pérdidas)	1,28%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	7,84%	7,28%	7,28%	7,28%	7,28%
Ingresos financieros	0,13%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%
Costos financieros	2,86%	2,69%	2,69%	2,69%	2,69%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	0,14%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%
Diferencias de cambio	0,10%	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,08%
Resultados por unidades de reajuste	-0,39%	-0,28%	-0,28%	-0,28%	-0,28%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	4,96%	4,52%	4,52%	4,52%	4,52%
Gasto por impuestos a las ganancias (27,00%)	1,85%	1,22%	1,22%	1,22%	1,22%
Ganancia (pérdida)	3,11%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%

Fuente: Elaboración propia.

6. Proyección del flujo de caja libre

En esta sección, se realiza la proyección del flujo de caja libre (FCL). Para esto, se comienza por las ganancias (pérdidas) obtenidas en el estado de resultados proyectado, según la Tabla N°37, a la cual se agregan y deducen los siguientes ítems indicados en la Tabla N°38.

Tabla N° 38 Ajustes al estado de resultados para obtención del FCL

Flujo de Caja Libre
(+) Utilidad del Ejercicio
(+) Depreciación
(-) Ingresos financieros despues de impuestos
(+) Gastos financieros despues de impuestos
(+) Otros egresos fuera de la explotación despues de impuestos
(-) Otros ingresos fuera de la explotación despues de impuestos
(-) Resultado por participación en asociadas
(+) Amortización menor valor de inversiones
(+/-) Diferencia de cambio
(+/-) Corrección monetaria
(=) Flujo de Caja Bruto
(-) Inversión en reposición
(-) Inversión en capital físico
(-) Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo
(=) Flujo de Caja Libre

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, se indican los supuestos que se utilizan para realizar la proyección del FCL.

6.1 Depreciación y amortización

Para proyectar la depreciación de la propiedad, planta y equipos (PPE) y la amortización de los activos intangibles de Cencosud se utiliza un porcentaje sobre los ingresos proyectados. Se observa en la Tabla N° 39 que el porcentaje sobre las ventas de las depreciaciones es estable

para el período 2015-2019, que corresponde a un promedio aproximadamente al 2,09%. Dado lo anterior, se establece como *input* para proyectar la depreciación este último porcentaje. En cuanto a las amortizaciones, se decide utilizar el porcentaje promedio de este ítem sobre las ventas para el mismo período comprendido entre el año 2015 y 2019 siendo de 0,34%. De esta forma, el porcentaje total que se utiliza para proyectar las depreciaciones y amortizaciones es de un 2,43% de los ingresos proyectados (ver Tabla N°39).

Tabla N° 39: Depreciación y amortización históricas como % de las ventas.

DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES (UF)	2015	2016	2017	2018	2019-06	Promedio 2015-2019
Ingresos por actividades ordinarias	428.862	392.174	390.213	349.927	165.345	-
Depreciación	7.406	7.462	7.704	6.368	5.038	-
Amortización	1.119	1.181	1.329	1.416	615	-
TOTAL	8.525	8.643	9.033	7.784	5.653	-
Depreciación	1,73%	1,90%	1,97%	1,82%	3,05%	2,09%
Amortización	0,26%	0,30%	0,34%	0,40%	0,37%	0,34%
TOTAL (%)	1,99%	2,20%	2,31%	2,22%	3,42%	2,43%

DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES (UF)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ingresos por actividades ordinarias	341.335	329.116	318.828	310.189	302.966
Depreciación	7.148	6.892	6.677	6.496	6.344
Amortización	1.146	1.105	1.071	1.042	1.017
TOTAL	8.294,17	7.997,26	7.747,26	7.537,34	7.361,82
Depreciación	2,09%	2,09%	2,09%	2,09%	2,09%
Amortización	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%
TOTAL (%)	2,43%	2,43%	2,43%	2,43%	2,43%

Fuente: Memorias de Cencosud S.A del año 2015 al primer semestre de 2019.

6.2 Inversión en reposición y nuevas inversiones en capital físico

En la página web de Cencosud existe una sección de inversionistas donde se pueden obtener los *guidance* para cada año en particular. Estos documentos son publicados con la intención de informar al público cuáles son las perspectivas financieras, objetivos y proyectos en términos de inversión. Con esta información se prepara el portafolio de inversiones histórico del grupo como se muestra en la Tabla N°40.

Tabla N°40 Guidance histórico de Cencosud

INVERSIONES Y REINVERSIONES	2015	2016	2017	2018	2019E
% Remodelaciones	59,00%	60,00%	56,00%	54,00%	50,00%
% Mantenimiento y CAPEX recurrente	21,00%	18,00%	21,00%	20,00%	17,00%
TOTAL REINVERSIONES	80,00%	78,00%	77,00%	74,00%	67,00%
% Tecnología, logística	20,00%	22,00%	23,00%	26,00%	33,00%
TOTAL NUEVAS INVERSIONES	20,00%	22,00%	23,00%	26,00%	33,00%
TOTAL INV. Y REINV.	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Remodelaciones	8.910	7.623	6.423	5.444	3.651
Mantenimiento y CAPEX recurrente	3.171	2.287	2.409	2.016	1.241
TOTAL REINVERSIONES	12.081	9.909	8.832	7.460	4.892
Tecnología, logística	3.020	2.795	2.638	2.621	2.410
TOTAL NUEVAS INVERSIONES	3.020	2.795	2.638	2.621	2.410
TOTAL INVERSION Y REINVERSION (MUF)	15.101	12.704	11.470	10.082	7.302
Variación % del total de la Inversión	0,00%	-15,87%	-9,72%	-12,10%	-27,57%
Promedio de la variación % del total de Inversión últimos 4 años					-16,32%

Fuente: Guidance Investor.Cencosud 2015-2018.

De la Tabla N° 40, se desprende que el para el período 2015-2019, el grupo Cencosud ha realizado planes de inversión cada vez más acotados, proyectándose para el año 2019 un monto de MUF 7.302, cuyo monto es un -27,57% menor a la inversión que se realizó en el año 2018.

Para proyectar el FCL, se toma la decisión de aplicar el promedio histórico de la variación porcentual de los últimos 4 años de la inversión, resultando ser un -16,32% al plan de CAPEX para el período 2020-2023, ya que, si bien se proyectan ingresos totales negativos para los próximos períodos, si existen negocios que presentan crecimientos positivos. Adicionalmente, como supuesto, la composición del plan se mantiene de igual manera que el año 2019, es decir, un 50% del plan será destinado a remodelaciones, un 17% será destinado a mantenimiento y CAPEX recurrente y un 33% del plan será destinado a tecnología y logística.

En resumen, el monto total para proyectos es de MUF 6.110 para el año 2020, MUF 5.113 para el año 2021, MUF 4.279 para el año 2022 y MUF 3.580 para el año 2023. Con esto establecido, el plan de inversiones para nuestra proyección se presenta en la Tabla N° 41.

Tabla N°41 Inv. en reposición y nuevas Inversiones proyectadas.

INVERSIONES Y REINVERSIONES	2019E 2					
	Sem	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
% Remodelaciones	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
% Mantenimiento y CAPEX recurrente	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%
TOTAL REINVERSIONES	67,00%	67,00%	67,00%	67,00%	67,00%	67,00%
% Tecnología, logística	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%
TOTAL NUEVAS INVERSIONES	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%
TOTAL INV. Y REINV.	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Remodelaciones	1.825	3.651	3.055	2.557	2.140	1.790
Mantenimiento y CAPEX recurrente	621	1.241	1.039	869	727	609
TOTAL REINVERSIONES	2.446	4.892	4.094	3.426	2.867	2.399
Tecnología, logística	1.205	2.410	2.016	1.687	1.412	1.182
TOTAL NUEVAS INVERSIONES	1.205	2.410	2.016	1.687	1.412	1.182
TOTAL INVERSION Y REINVERSION (MUF)	3.651	7.302	6.110	5.113	4.279	3.581

Fuente: Elaboración propia.

6.3 Capital de trabajo operativo neto

Para efectos de estimar el FCL, es necesario estimar la necesidad de capital de trabajo operativo neto (CTON). Dicho cálculo se realiza utilizando la metodología propuesta por Maquieira,¹² quien lo expresa en número de días de venta. En primer lugar, la cifra de CTON se calcula de la siguiente forma:

$$\text{CTON} = \text{Efectivo} + \text{Valores negociables} + \text{Cuentas por cobrar} + \text{Inventario} - \text{cuentas por pagar (Proveedores + Acreedores)}$$

Luego, se calcula esta relación para el periodo 2015 al 30 de junio 2019, y se expresa en días de venta, siendo el resultado promedio para el periodo de 20,2 días.

Posteriormente se estima el exceso o déficit de CTON. Dicha solución se obtiene comparando la diferencia existente entre el CTON al 30 de junio del 2019 versus el CTON que se estima como necesario al 31 de diciembre de 2019, en base al criterio establecido anteriormente. Con estos cálculos, se obtiene un exceso de capital de trabajo operativo neto de MUF 19.201. Este monto

¹² "Apuntes de Valoración de Empresas" – Carlos Maquieira V.

corrige el exceso de capital de trabajo que necesita la operación al 30 de junio del 2019, respecto al esperado, que es de 20,2 días de venta.

La Tabla N° 42 expone los cálculos antes mencionados.

Tabla N° 42: Calculo capital de trabajo operativo neto – Cencosud S.A

Determinación del capital de trabajo (en MUF)	2015	2016	2017	2018	2019-06
Efectivo y equivalentes al efectivo	10.468	10.446	9.478	8.048	34.384
Deudores com. y otras cuentas por cobrar ctes.	31.989	32.911	35.781	24.800	18.420
Cuentas por cobrar a entidades relac., ctes.	579	1.100	938	688	439
Inventarios corrientes	41.683	43.620	41.065	40.623	39.107
Cuentas por pagar com. y otras ctas. por pagar	72.438	73.131	72.410	69.390	63.040
Cuentas por pagar a entidades relac., corrientes	1.139	711	932	968	824
Capital de trabajo operativo neto (CTON)	11.142	14.235	13.920	3.801	28.486
Ventas	428.862	392.174	390.213	349.927	165.345
RCTON (CTON / Ingresos)	2,60%	3,63%	3,57%	1,09%	17,23%
Días de venta para capital de trabajo necesario (CTON / Ingresos / 360)	9,35	13,07	12,84	3,91	62,02

Promedio RCTON	2,72%
Días de venta para capital de trabajo necesario, promedio 5 años	20,24
CTON a JUN19	28.486
CTON Proyectado DIC19	9.285
Exceso (deficit) de capital de trabajo	19.201

(Ver tabla N° 43)

Fuente: Elaboración Propia.

Como último análisis, se requiere identificar el capital de trabajo necesario año a año para que Cencosud pueda sostener sus ventas y esté preparada previamente para las ventas que tiene proyectadas. Para ello, se calcula el delta del CTON para cada periodo mediante la siguiente expresión:

$$\Delta CTON_t = -RCTON (\text{Ingresos}_{t+1} - \text{Ingresos}_t)$$

El resultado obtenido se muestra en la Tabla N° 43:

Tabla N°43: Delta Capital de trabajo operativo neto

CTON Proyectado (en MUF)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ingresos proyectados	341.335	329.116	318.828	310.189	302.966
CTON	9.285	8.953	8.673	8.438	8.242
Delta CTON	332	280	235	197	-

Fuente: Elaboración Propia.

6.4 Activos prescindibles

Los activos prescindibles corresponden aquellos activos que no forman parte principal del negocio de la compañía por lo que al 30 de junio del 2019 la sociedad presenta en su balance, bajo el rubro de activos corrientes: otros activos financieros corrientes, otros activos no financieros corrientes por un total de MUF 7.879. Por su parte en la sección activos no corrientes, se identifican en otros activos financieros no corrientes y otros activos no financieros no corrientes activos prescindibles por un total de MUF 1.243. El total de activos prescindibles alcanza un valor de MUF 9.122. El detalle y composición de cada cuenta se puede revisar en la sección 7.6.

6.5 Deuda financiera

Para el cálculo de la deuda financiera se consideraron todas aquellas partidas que tienen relación con compromisos con bancos o instituciones financieras que se presentan en el balance como otros pasivos financieros corrientes y otros pasivos financieros no corrientes al 30 de junio 2019. Se utilizó el mismo cuadro que hace referencia al cálculo del costo patrimonial (ver sección 5.1), el cual se muestra en la Tabla N° 44.

Tabla N°44: Deuda financiera

Deuda Financiera (en MUF)	2019-06
Otros Pasivos Financieros (corriente)*	14.087
Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	107.761
Total Deuda Financiera	121.847

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, obtenemos el FCL como se presenta en la Tabla N° 45.

Tabla N° 45: Proyección Flujo de caja libre – Cencosud S.A

ESTADO DE RESULTADOS	2019 2SEM E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ganancia (pérdida)	5.803	10.852	10.513	10.228	9.990	9.990
Depreciación/Amortización	4.276	7.997	7.747	7.537	7.362	7.362
Inversión en reposición	-2.446	-4.094	-3.426	-2.867	-2.399	-7.362
Ingresos financieros despues de impuestos	-174	-326	-316	-307	-300	-300
Gastos financieros despues de impuestos	3.453	6.458	6.256	6.087	5.945	5.945
Otros egresos fuera de la explotación despues de impuestos	579	1.083	1.049	1.021	997	997
Otros ingresos fuera de la explotación despues de impuestos	-3.330	-6.228	-6.034	-5.870	-5.733	-5.733
Diferencia de cambio	144	269	261	254	248	248
Corrección monetaria	501	937	908	883	862	862
Inversión en capital físico	-1.205	-2.016	-1.687	-1.412	-	-
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	332	280	235	197	-	-
Flujo de Caja Libre	7.933	15.212	15.506	15.749	16.971	12.008
Valor Terminal					205.482	
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	7.933	15.212	15.506	15.749	221.271	
Valor Activos Operacionales (MUF)	220.326					

Fuente: Elaboración propia

Para calcular el valor económico de la empresa traeremos a valor presente los flujos de caja libre proyectados incluyendo el valor terminal, por medio de la tasa WACC calculada en la sección 6.9. Para el cálculo del valor terminal se utiliza el método sin crecimiento, que significa que al año siguiente de la proyección la empresa deja de crecer, y se calcula una perpetuidad sobre ese año. El FCL perpetuo presenta los siguientes supuestos:

- La empresa mantiene el mismo nivel de ingresos totales, es decir, no hay crecimiento en los ingresos.
- De igual forma, la empresa mantiene constante sus gastos operacionales, otros gastos y otras ganancias.
- Las cuentas no operacionales se mantienen también constantes en el tiempo.
- La tasa de impuesto para el flujo perpetuo es de un 27,00%, como se indicó en la sección 8.4.

- Como no hay un aumento en los ingresos de la empresa, la depreciación es igual a la del flujo del período 2023. Adicionalmente, la inversión en reposición es considerada igual a la depreciación con el objetivo de mantener la misma cantidad de activos para el mantenimiento de la operación.
- No hay inversión en nuevos activos, ya que no se necesitan nuevos activos para generar nuevos ingresos.

6.6 Valoración económica por flujo de caja descontado y precio de la acción

La valoración económica de Cencosud S.A mediante el método de flujo de caja descontado se muestra en la Tabla N° 47.

Tabla N°47: Valoración económica de Cencosud S.A

Valoración Económica	en MUF	en \$
Valor Activos Operacionales	220.326	6.147.834.092
Exceso de capital de trabajo	19.201	535.769.556
Activos prescindibles	9.122	254.522.092
Valor de la empresa	248.649	6.938.125.740
Deuda Financiera a Junio 2019	-121.847	-3.399.939.361
Patrimonio Económico	126.802	3.538.186.379
N° de acciones	2.863.129	2.863.129
Precio de la acción	0,04	1.236
Precio al 30/06/2019		1.330

Fuente: Elaboración propia

Se observa en los resultados obtenidos de que el precio de la acción asciende a \$1.236 pesos. Este valor es un 7,08% inferior al precio de cierre de \$1.330 de la acción al 30 de junio 2019 en la Bolsa de Santiago, por lo que se podría decir que la acción está sobrevalorada en el mercado.

6.7 Análisis de sensibilidad

En la Tabla N°48 se muestra un análisis de sensibilidad con respecto a cómo varía el precio de la acción de Cencosud si se aplican cambios en el crecimiento de los ingresos por venta.

Tabla N°48: Sensibilidad valoración con cambios en el crecimiento de los ingresos

	Valor Activos		
	Operacionales (MUF)	Precio de la acción	Cambio valoración
-3%	212.839	1.166	-5,68%
-2%	215.335	1.189	-3,79%
-1%	217.831	1.212	-1,89%
Nuestro valor	220.326	1.236	0,00%
1%	222.822	1.259	1,89%
2%	225.318	1.283	3,79%
3%	227.813	1.306	5,68%

Fuente: Elaboración propia

Se destaca que, frente a cambios porcentuales de un punto en los ingresos por ventas, el precio de la acción se mueve en la misma dirección en 1,89%.

De igual manera en la Tabla N°49, se muestra un análisis de sensibilidad con respecto a cómo varía el precio de la acción, con cambios de 0,25% respecto a nuestro cálculo de la tasa de costo de capital.

Tabla N°49: Sensibilidad valoración con cambios en la tasa de costo de capital

	Costo de Capital	Precio acción	Cambio valoración
-1,25%	4,6%	\$ 1.785,3	44,5%
-1%	4,8%	\$ 1.652,9	33,8%
-0,75%	5,1%	\$ 1.533,4	24,1%
-0,5%	5,3%	\$ 1.425,0	15,3%
-0,25%	5,6%	\$ 1.326,2	7,3%
Nuestro valor	5,8%	\$ 1.235,8	0,0%
+0,25%	6,1%	\$ 1.152,7	-6,7%
+0,5%	6,3%	\$ 1.076,1	-12,9%
+0,75%	6,6%	\$ 1.005,3	-18,6%
+1%	6,8%	\$ 939,6	-24,0%
+1,25%	7,1%	\$ 878,5	-28,9%

Fuente: Elaboración propia

Al aumentar en un uno por ciento la tasa de costo de capital, el precio de la acción de la empresa disminuye a \$297 pesos, es decir, el precio de la acción disminuye en un 24,0%. Ahora bien, si aplicamos una disminución de la tasa de costo de capital, en el mismo porcentaje, el precio de la acción aumenta un 33,8% en comparación al precio obtenido en la valoración. Dado lo anterior, el precio de la acción es más sensible a las disminuciones del WACC que con respecto a las alzas.

En definitiva, se observa que el precio de la acción de la empresa es más sensible a las variaciones de la tasa de costo de capital que a los cambios en las proyecciones de ventas.

Es importante tener presente que para efectos del cálculo de la tasa de costo de capital, solo se consideró como referencia el bono BCNC-N, el cual fue transado en UF, entonces podríamos estar subestimando el valor de “ K_0 ” debido a que Cencosud S.A también ha emitido deuda en moneda extranjera, específicamente dólares americanos.

Adicionalmente, es relevante analizar qué pasa con la tasa impositiva aplicada en el modelo, considerando que la empresa opera en multisegmentos y en varios países, por lo que existen diferencias impositivas que implicarían que la tasa de descuento no capte efectivamente el riesgo de la empresa. Dado lo anterior, se calculó un promedio ponderado por los ingresos de cada país al 30 de junio 2019 sobre las tasas impositivas respectivas, resultando una tasa de 29,37%, siendo superior a la utilizada en el modelo.¹³ Con una tasa impositiva mayor, la tasa de costo de capital sería de 5,77% y el precio de la acción mediante el método de FCD resultaría de \$1.263 pesos, es decir, un 5% inferior al precio de cierre de la acción a la misma fecha. Este cambio genera una diferencia menor en el precio de la acción calculado versus el precio de cierre de un 2,17%.¹⁴

Por último, mencionar, que la decisión de desinversión que tomó la empresa en agosto 2018, de iniciar un proceso de venta de un paquete minoritario de acciones de su filial *Shopping centers*

¹³ Ingresos totales en miles de clp desde el 1/1/2019 al 30/06/2019 y tasa impositiva por país. Chile = \$2.190.353.549, Tc = 27,00%; Colombia = \$382.489.918, Tc = 33,00%; Perú = \$488.177.486; Tc = 29,50%; Brasil = \$667.219.889, Tc = 27,50%; Argentina = \$885.416.761, Tc = 35,00%. Tc ponderada = 29,37%.

¹⁴ Con Tc = 27,00%, precio acción calculado \$1.236, Con Tc = 29,37%, precio de la acción calculado \$1.263. diferencial en precios = 2,17%.

(brazo inmobiliario) con el objetivo de generar flujo y pagar deuda, podría afectar la estructura de capital de largo plazo propuesta en la valorización.

7. Conclusiones

Finalizado el estudio de valorización de la empresa Cencosud, se ha logrado explicar paso a paso la metodología aplicada, el método de flujo de caja descontado para dar con un precio de la acción al 30 de junio 2019. Como resultado, se calculó un patrimonio económico de MUF 126.802 el cual dividido por el n° de acciones suscritas nos da un precio de la acción de 0,04 UF y convertido a pesos chilenos de \$1.236, resultando una diferencia con el precio de mercado de \$94 pesos, para la misma fecha. La acción se encuentra sobrevalorada en el mercado y es de esperar que en el mediano plazo debiera bajar de precio. Esta diferencia en el cálculo se puede deber a que el precio de cierre de la acción al 30 de junio no está captando correctamente las expectativas y el difícil panorama al cual se está enfrentando la empresa en la región de América Latina, en términos de consumo e inversión. Adicionalmente, la compañía está enfrentando una contracción en términos de ventas, por lo tanto, el precio de la acción de Cencosud debería tender a la baja.

Por último, se desprende como aprendizaje, que al efectuar un análisis de sensibilidad sobre las variables que creemos más relevantes a la hora de establecer las proyecciones de la empresa, es decir, crecimiento de los ingresos totales y la tasa de costo de capital, el precio de la acción de Cencosud, es más sensible a cambios en la tasa de costo de capital, que a variaciones porcentuales en los ingresos.

8. Bibliografía

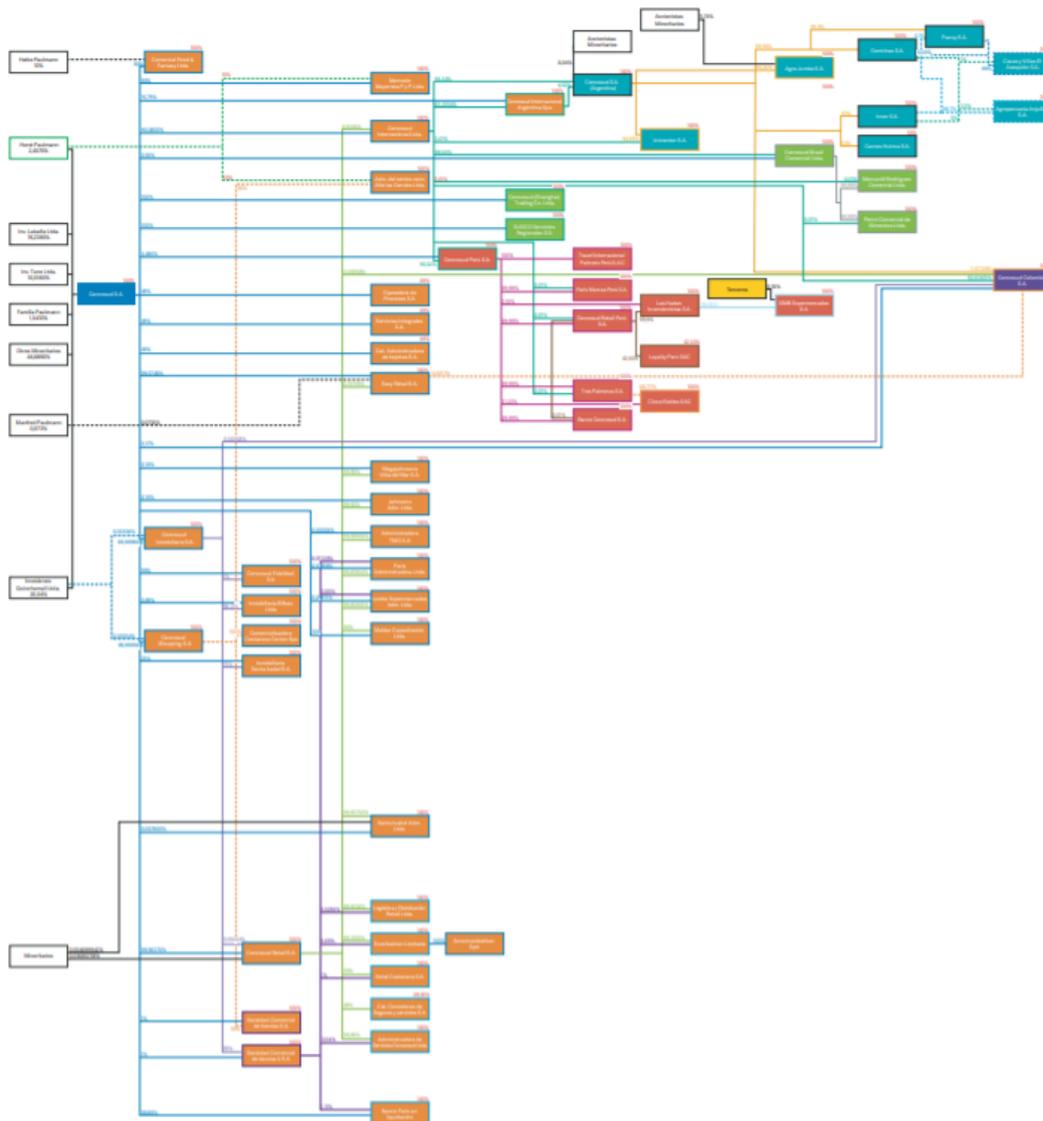
1. Estados financieros Cencosud S.A - Diciembre 2015.
2. Estados financieros Cencosud S.A – Diciembre 2016.
3. Estados financieros Cencosud S.A – Diciembre 2017.
4. Estados financieros Cencosud S.A – Diciembre 2018.
5. Estados financieros Cencosud S.A – Junio 2019.
6. Estados financieros S.A.C.I. Falabella – Diciembre 2015.
7. Estados financieros S.A.C.I. Falabella – Diciembre 2016.
8. Estados financieros S.A.C.I. Falabella – Diciembre 2017.
9. Estados financieros S.A.C.I. Falabella – Diciembre 2018.
10. Estados financieros S.A.C.I. Falabella – Junio 2019.
11. Estados financieros Almacenes Éxito S.A – Junio 2018
12. Estados financieros Almacenes Éxito S.A – Junio 2019
13. Guidance Investor.Cencosud 2015-2018.
14. Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p; 36p.
15. Maquieira, Carlos. “Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica”. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.
16. Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.
17. Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.
18. Press release 2017 ENG - Cencosud S.A
19. Apuntes en clases – Sesiones plenarias 2019.
20. www.bloomberg.com
21. www.riskamerica.com
22. www.ccs.cl
23. www.sii.cl
24. www.cmf.cl
25. www.pulzo.com
26. www.diarioretailsudamericabusiness.com.ar
27. www.america-retail.com
28. www.acep.org.pe
29. www.peru-retail.com

30. www.elmercurio.cl
31. www.bcentral.cl
32. finance.yahoo.com

ANEXOS

Anexo I

Malla societaria de la empresa.



Anexo II

Estados financieros consolidados de Cencosud S.A del 31 de diciembre de 2015 al 30 de junio 2019.

Estado de situación financiera en miles de UF

Activos	2015	2016	2017	2018	2019-06
Activos corrientes					
Efectivo y equivalentes al efectivo	10.468	10.446	9.478	8.048	34.384
Otros activos financieros	9.944	8.349	4.784	7.595	7.330
Otros activos no financieros	564	897	875	664	709
cob.	31.989	32.911	35.781	24.800	18.420
relacionadas	579	1.100	938	688	439
Inventarios	41.683	43.620	41.065	40.623	39.107
Activos biológicos	-	-	-	-	-
Activos por impuestos corrientes	2.388	2.814	3.794	6.264	4.590
de los activo mantenidos para la venta	97.614	100.136	96.714	88.683	104.979
Activos no corrientes mantenidos para vta.	-	2.168	931	7.436	55
Total activos corrientes	97.614	102.304	97.645	96.119	105.034
Activos no corrientes					
Otros activos financieros	16.447	10.906	6.848	10.121	9.110
Otros activos no financieros	1.245	1.986	1.775	1.512	993
Cuentas por cobrar	1.209	451	715	296	170
Inversiones en asociadas	9.814	7.618	7.947	8.173	10.500
plusvalía	15.676	15.491	14.336	13.666	13.209
Plusvalía	54.301	54.362	50.594	49.788	39.315
Propiedades, planta y equipo	105.797	97.874	90.376	95.672	122.855
Propiedad de inversión	70.510	79.008	88.619	94.835	100.571
Activos por impuestos	345	3.164	3.104	3.033	3.139
Activos por impuestos diferidos	21.542	23.401	12.123	12.578	16.271
Total de activos no corrientes	296.888	294.263	276.437	289.674	316.133
Total de activos	394.502	396.568	374.082	385.793	421.168

Estado de situación financiera en miles de UF

Pasivos	2015	2016	2017	2018	2019-06
Pasivos corrientes					
Otros pasivos financieros	13.897	15.485	19.470	11.620	14.087
Cuentas por pagar comerciales y otras ctas. por pagar	72.438	73.131	72.410	69.390	63.040
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	1.139	711	932	968	824
Otras provisiones a corto plazo	610	447	505	496	663
Pasivos por impuestos corrientes	1.929	2.831	2.204	1.838	1.342
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	3.819	4.042	3.985	3.551	3.218
Otros pasivos no financieros	828	1.024	979	1.206	2.019
Pasivos incluidos en grupos mantenidos para la venta	-	595	110	6.080	-
Total pasivos corrientes	94.661	98.265	100.594	95.150	85.192

Pasivos no corrientes

Otros pasivos financieros	114.091	110.203	102.443	113.110	107.761
Cuentas por pagar	176	182	7	13	33.390
Otras provisiones a largo plazo	3.051	2.591	1.906	1.544	1.198
Pasivo por impuestos diferidos	25.344	27.309	16.709	19.627	21.644
Pasivos por impuestos	-	-	-	-	56
Otros pasivos no financieros	2.246	3.013	2.823	2.389	2.232
Total de pasivos no corrientes	144.907	143.298	123.888	136.683	166.281
Total de pasivos	239.568	241.563	224.482	231.833	251.473

Patrimonio	2015	2016	2017	2018	2019-06
Capital emitido y pagado	90.576	91.869	90.381	87.864	86.802
Ganancias (pérdidas) acumuladas	90.889	94.482	103.985	104.948	94.322
Prima de emisión	20.548	17.508	17.183	16.705	16.503
Otras reservas	-47.043	-48.809	-61.907	-55.503	-50.929
Patrimonio atribuible a la controladora	154.970	155.050	149.643	154.014	146.698
Participaciones no controladoras	-36	-46	-42	-53	22.996
Patrimonio total	154.934	155.004	149.601	153.960	169.694
Total de patrimonio y pasivos	394.502	396.568	374.082	385.793	421.168

Estado de resultados en miles de UF

	2015	2016	2017	2018	2019-06
Ingresos de actividades ordinarias	429	392	390	350	165
Costo de ventas	305	279	278	250	119
Ganancia bruta	124	113	112	100	47
Otros ingresos	8	11	15	8	3
Costos de distribución	1	1	1	1	1
Gastos de administración	97	88	89	79	37
Otros gastos, por función	7	6	7	6	3
Otras ganancias (pérdidas)	-2	2	0	-0	4
Ganancias (pérdidas) operacionales	25	31	31	22	14
Ingresos financieros	1	1	1	0	0
Costos financieros	10	11	11	9	5
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	1	0	1	1	0
Diferencias de cambio	-5	1	3	-3	1
Resultados por unidades de reajuste	-1	-1	-0	-2	-1
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	11	22	24	10	9
Gasto por impuestos a las ganancias	2	7	7	3	4
Ganancia (pérdida)	9	15	16	7	5

Estado de flujos de efectivo en miles de UF

	2015	2016	2017	2018	2019-06
Flujos de efectivo de actividades de operación					
servicios	510.495	462.706	461.811	414.546	200.864
Otros cobros por actividades de operación	288	403	669	607	260
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	-393.421	-373.207	-364.817	-325.791	-163.729
Pagos a y por cuenta de los empleados	-60.912	-49.145	-55.626	-48.775	-23.040
Otros pagos por actividades de operación	-25.030	-20.032	-19.773	-17.901	-9.329
Flujos de efectivo procedentes (utilizados en) operaciones	31.420	18.827	22.263	22.685	5.025
Impuestos a las ganancias pagados (reembolsados)	-2.596	-3.361	-6.667	-5.532	367
Otras entradas (salidas) de efectivo	-4.003	-131	-173	218	79
Flujos de efectivo neto actividades de operación	24.821	15.336	15.423	17.371	5.471
Flujos de efectivo de actividades de inversión					
subsidiarias	5.451	4.616	-	-	27.439
Importes procedentes de ventas de PPE	704	166	1.171	213	624
Compras de PPE	-6.696	-7.901	-7.157	-6.321	-2.222
Compras de activos intangibles	-1.383	-1.596	-1.659	-950	-341
Dividendos recibidos	105	196	278	256	354
Intereses recibidos	69	48	295	481	308
Otras entradas (salidas) de efectivo	-8.388	1.392	3.307	-3.019	-1.543
Flujos de efectivo neto de actividades de inversión	1.211	-3.078	-3.765	-9.340	24.618
Flujos de efectivo de actividades de financiación					
Importes procedentes de la emisión de acciones	-	1.285	25	-	-
Importes procedentes de préstamos	169.227	18.407	28.802	17.674	11.807
Importes procedentes de préstamos de L/P	29.598	6.355	22.507	11.282	11.242
Importes procedentes de préstamos de C/P	139.629	12.052	6.294	6.391	564
Reembolsos de préstamos	-185.856	-12.739	-25.880	-14.363	-11.844
Pagos de pasivos por arrendamientos	-	-8.631	-5.341	-2.597	-2.318
Dividendos pagados	-3.157	-	-	-	-
Intereses pagados	-8.763	-9.896	-8.803	-8.446	-3.627
Otras entradas (salidas) de efectivo	3.631	-78	-302	-86	-38
Flujos de efectivo neto de actividades de financiación	-24.917	-11.652	-11.500	-7.818	-7.047
Efectos de la tasa de cambio sobre el efectivo y eq. ef.	812	-342	-950	-66	-155
Variación neta en el efectivo y equivalentes al efectivo	1.928	264	-792	146	22.887
Saldo inicial de efectivo y equivalentes al efectivo	8.540	10.182	10.270	9.214	11.498
Saldo final de efectivo y equivalentes al efectivo	10.468	10.446	9.478	9.360	34.384

Anexo III

En los siguientes cuadros se detalla con mayor información las características y condiciones pactadas de cada bono emitido por Cencosud S.A.

Bono	BJUMB-B1
Nemotécnico	BJUMB-B1
Fecha de Emisión	01-09-2001
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-09-2026
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	6,5%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	50
Periodo de Gracia	8 años
Motivo de la Emisión	Financiamiento inversión, centros comerciales, hipermercados y homecenters, saldo capital de trabajo.
Clasificación de Riesgo	AA(Humphreys) AA- (Feller-rate)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	6,9%
Precio de venta el día de la emisión.	95,53
Valor de Mercado	Colocación: UF382.004 – Bajo la par Última transacción: UF 389.367 – Sobre la par.

Bono	BJUMB-B2
Nemotécnico	BJUMB-B2
Fecha de Emisión	01-09-2001
Valor Nominal (VN o D)	4.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-09-2026
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	6,50%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	50
Periodo de Gracia	8 años
Motivo de la Emisión	Financiamiento inversión, centros comerciales, hipermercados y homecenters, saldo capital de trabajo.
Clasificación de Riesgo	AA (Humphreys). AA- (Feller-rate).
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	6,90%
Precio de venta el día de la emisión.	95.00
Valor de Mercado	Colocación: UF 1.900.400 – Bajo la par Última transacción: UF 1.958.697 – Sobre la par

Bono	BCENC-F
Nemotécnico	BCENC-F
Fecha de Emisión	07-05-2008
Valor Nominal (VN o D)	4.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	07-05-2028
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	4,00%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	40
Periodo de Gracia	No aplica
Motivo de la Emisión	Refinanciamientos pasivos en corto.
Clasificación de Riesgo	AA (Humphreys). AA (Feller-rate).
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,3%
Precio de venta el día de la emisión.	97.07
Valor de Mercado	Colocación: UF 4.369.332 – Bajo la par Última transacción: UF 4.825.476 – Sobre la par

Bono	BCENC-J
Nemotécnico	BCENC-J
Fecha de Emisión	15-01-2009
Valor Nominal (VN o D)	3.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-10-2029
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	5,70%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	10 Años
Motivo de la Emisión	Refinanciamientos pasivos y financiamiento proyecto Costanera Center.
Clasificación de Riesgo	AA (Humphreys) AA (Feller-rate).
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5,70%
Precio de venta el día de la emisión.	99.98
Valor de Mercado	Colocación: UF 3.000.000 – A la par Última transacción: UF 3.625.455 – Sobre la par.

Bono	BCENC-N
Nemotécnico	BCENC-N
Fecha de Emisión	28-05-2009
Valor Nominal (VN o D)	4.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	28-05-2030
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4,70%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	15 Años
Motivo de la Emisión	Refinanciamientos pasivos.
Clasificación de Riesgo	AA (Humphreys). AA (Feller-rate).
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4.95%
Precio de venta el día de la emisión.	97.04
Valor de Mercado	Colocación: UF 4.369.888 – Bajo la par Última transacción: UF 4.976.289 – Sobre la par

Bono	BCENC-P
Nemotécnico	BCENC-P
Fecha de Emisión	07-11-2016
Valor Nominal (VN o D)	52.000.000.000
Moneda	Pesos Chilenos
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	07-11-2022
Tipo de Bono	Frances
Tasa Cupón (k_d)	4,70%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	12
Periodo de Gracia	4 años
Motivo de la Emisión	Refinanciamientos pasivos.
Clasificación de Riesgo	AA (Humphreys) AA (Feller-Rate)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5.40%
Precio de venta el día de la emisión.	95.91
Valor de Mercado	Colocación: \$51.850.248.759 – Bajo la par Última transacción: \$ 52.961.016.019 – Bajo la par

Bono	BCENC-R
Nemotécnico	BCENC-R
Fecha de Emisión	07-11-2016
Valor Nominal (VN o D)	7.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	07-11-2041
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	2,70%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	50
Periodo de Gracia	25 Años
Motivo de la Emisión	Refinanciamientos pasivos.
Clasificación de Riesgo	-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	-
Precio de venta el día de la emisión.	-
Valor de Mercado	Colocación: UF – la par - Última transacción: -

Bono	CENSUD – 5 ½ 01/20/21
Nemotécnico	USP2205JAE03
Fecha de Emisión	20-01-2011
Valor Nominal (VN o D)	750.000.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjero
Fecha de Vencimiento	20-01-2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	5,50%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	Años
Motivo de la Emisión	Financiamiento de expansión en América Latina.
Clasificación de Riesgo	BBB- (Fitch Ratings) Baa3 (Moody's)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5,53%
Precio de venta el día de la emisión.	99.78
Valor de Mercado	Colocación: USD 748.347.994 – Bajo la par Última transacción: USD 770.118.324 – Sobre la par

Bono	CENSUD 4 7/8 01/20/23
Nemotécnico	USP2205JAH34
Fecha de Emisión	06-12-2012
Valor Nominal (VN o D)	1.200.000.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjero
Fecha de Vencimiento	20-01-2023
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	4,875%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	22
Periodo de Gracia	Años
Motivo de la Emisión	Financiar parte de un crédito de US\$ 2.500 millones obtenido para la compra de los activos de Carrefour en Colombia y créditos de corto plazo.
Clasificación de Riesgo	BBB- (Fitch Ratings) Baa3 (Moody's)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5,00%
Precio de venta el día de la emisión.	99.06
Valor de Mercado	Colocación: USD 1.188.758.015 – Bajo la par Última transacción: USD 1.135.054.357 – Bajo la par

Bono	CENSUD 5.15 02/12/25
Nemotécnico	USP2205JAK62
Fecha de Emisión	12-02-2015
Valor Nominal (VN o D)	650.000.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjero
Fecha de Vencimiento	12-02-2025
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	5,15%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	Años
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de pasivos de corto y mediano plazo.
Clasificación de Riesgo	BBB- (Fitch Ratings) Baa3 (Moody's)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5.05%
Precio de venta el día de la emisión.	100.75
Valor de Mercado	Colocación: USD 654.874.978 – Bajo la par Última transacción: USD 616.662.753 – Sobre la par

Anexo IV

Precios de la acción de Cencosud e Índice utilizados y sus retornos calculados:

Day	Date	Open	High	Low	Close	Volume	Date	Retorno
Friday	03-07-2015	1.514,50	1.515,00	1.500,30	1.511,00	26.706,00	03-07-2015	
Friday	10-07-2015	1.430,00	1.480,00	1.420,00	1.466,30	2.208.290,00	10-07-2015	-2,96%
Friday	17-07-2015	1.503,90	1.510,90	1.444,30	1.476,60	143.423,00	17-07-2015	0,70%
Friday	24-07-2015	1.481,70	1.479,00	1.429,90	1.431,60	749.970,00	24-07-2015	-3,05%
Friday	31-07-2015	1.398,50	1.448,00	1.398,00	1.442,00	470.955,00	31-07-2015	0,73%
Friday	07-08-2015	1.400,00	1.410,00	1.371,00	1.385,30	557.991,00	07-08-2015	-3,93%
Friday	14-08-2015	1.350,40	1.375,00	1.349,10	1.361,10	262.491,00	14-08-2015	-1,75%
Friday	21-08-2015	1.350,10	1.349,90	1.307,00	1.312,10	807.535,00	21-08-2015	-3,60%
Friday	28-08-2015	1.328,00	1.400,00	1.310,00	1.373,00	986.407,00	28-08-2015	4,64%
Friday	04-09-2015	1.474,00	1.474,00	1.411,00	1.441,20	728.790,00	04-09-2015	4,97%
Friday	11-09-2015	1.485,40	1.499,90	1.460,00	1.470,60	645.871,00	11-09-2015	2,04%
Thursday	17-09-2015	1.488,70	1.525,00	1.480,00	1.508,60	246.871,00	17-09-2015	2,58%
Friday	25-09-2015	1.361,00	1.395,00	1.361,00	1.367,60	770.621,00	25-09-2015	-9,35%
Friday	02-10-2015	1.376,30	1.379,90	1.350,00	1.372,90	290.873,00	02-10-2015	0,39%
Friday	09-10-2015	1.430,40	1.450,20	1.419,00	1.439,40	791.677,00	09-10-2015	4,84%
Friday	16-10-2015	1.439,70	1.439,00	1.410,10	1.424,50	467.603,00	16-10-2015	-1,04%
Friday	23-10-2015	1.404,90	1.421,00	1.400,00	1.402,20	885.014,00	23-10-2015	-1,57%
Friday	30-10-2015	1.470,70	1.525,00	1.470,00	1.518,30	1.466.861,00	30-10-2015	8,28%
Friday	06-11-2015	1.548,00	1.551,10	1.535,00	1.545,30	303.800,00	06-11-2015	1,78%
Friday	13-11-2015	1.546,40	1.573,60	1.540,00	1.570,70	1.506.821,00	13-11-2015	1,64%
Friday	20-11-2015	1.590,90	1.648,00	1.592,00	1.639,90	1.711.037,00	20-11-2015	4,41%
Friday	27-11-2015	1.542,10	1.550,00	1.520,00	1.544,80	243.917,00	27-11-2015	-5,80%
Friday	04-12-2015	1.455,40	1.482,50	1.431,00	1.467,40	232.953,00	04-12-2015	-5,01%
Friday	11-12-2015	1.420,70	1.456,50	1.407,00	1.435,90	508.017,00	11-12-2015	-2,15%
Friday	18-12-2015	1.431,90	1.430,10	1.405,00	1.421,10	1.173.315,00	18-12-2015	-1,03%
Thursday	24-12-2015	1.426,90	1.422,90	1.403,00	1.409,20	39.783,00	24-12-2015	-0,84%
Thursday	31-12-2015	1.415,00	1.415,00	1.415,00	1.415,00	-	#N/A	0,41%
Friday	08-01-2016	1.320,60	1.352,30	1.320,00	1.350,40	426.358,00	08-01-2016	-4,57%
Friday	15-01-2016	1.388,60	1.388,60	1.355,20	1.362,80	1.738.171,00	15-01-2016	0,92%
Friday	22-01-2016	1.360,30	1.412,60	1.361,10	1.395,60	359.324,00	22-01-2016	2,41%
Friday	29-01-2016	1.414,00	1.458,00	1.414,00	1.445,70	2.226.347,00	29-01-2016	3,59%
Friday	05-02-2016	1.456,00	1.465,00	1.447,90	1.453,80	469.394,00	05-02-2016	0,56%
Friday	12-02-2016	1.451,30	1.465,00	1.445,00	1.448,30	2.880.936,00	12-02-2016	-0,38%
Friday	19-02-2016	1.506,20	1.519,90	1.490,00	1.515,90	743.234,00	19-02-2016	4,67%
Friday	26-02-2016	1.487,40	1.514,90	1.486,00	1.509,30	730.848,00	26-02-2016	-0,44%

Friday	04-03-2016	1.539,90	1.595,00	1.539,90	1.586,10	2.673.055,00	04-03-2016	5,09%
Friday	11-03-2016	1.642,00	1.650,10	1.630,00	1.635,80	711.376,00	11-03-2016	3,13%
Friday	18-03-2016	1.670,10	1.746,50	1.670,00	1.713,60	1.782.165,00	18-03-2016	4,76%
Thursday	24-03-2016	1.694,80	1.700,00	1.679,50	1.685,80	2.299.162,00	24-03-2016	-1,62%
Friday	01-04-2016	1.690,00	1.700,10	1.684,00	1.699,10	759.709,00	01-04-2016	0,79%
Friday	08-04-2016	1.692,10	1.730,50	1.700,00	1.721,50	1.483.133,00	08-04-2016	1,32%
Friday	15-04-2016	1.808,70	1.845,00	1.812,00	1.837,50	3.124.460,00	15-04-2016	6,74%
Friday	22-04-2016	1.845,00	1.890,00	1.845,00	1.878,70	781.584,00	22-04-2016	2,24%
Friday	29-04-2016	1.869,60	1.880,50	1.752,10	1.775,70	726.011,00	29-04-2016	-5,48%
Friday	06-05-2016	1.794,60	1.830,00	1.771,20	1.779,30	744.184,00	06-05-2016	0,20%
Friday	13-05-2016	1.759,10	1.773,90	1.740,00	1.766,10	845.666,00	13-05-2016	-0,74%
Friday	20-05-2016	1.748,00	1.766,50	1.728,70	1.740,10	817.963,00	20-05-2016	-1,47%
Friday	27-05-2016	1.801,00	1.849,90	1.801,00	1.844,90	1.475.658,00	27-05-2016	6,02%
Friday	03-06-2016	1.824,40	1.865,00	1.819,30	1.863,10	421.525,00	03-06-2016	0,99%
Friday	10-06-2016	1.839,70	1.839,70	1.802,00	1.807,70	1.324.442,00	10-06-2016	-2,97%
Friday	17-06-2016	1.887,60	1.887,60	1.855,00	1.859,40	1.709.976,00	17-06-2016	2,86%
Friday	24-06-2016	1.830,00	1.898,90	1.830,00	1.888,40	781.884,00	24-06-2016	1,56%
Friday	01-07-2016	1.888,80	1.915,00	1.885,10	1.907,00	841.679,00	01-07-2016	0,98%
Friday	08-07-2016	1.898,40	1.905,00	1.885,00	1.892,00	1.702.421,00	08-07-2016	-0,79%
Friday	15-07-2016	1.770,00	1.800,00	1.750,00	1.774,50	59.882.161,00	15-07-2016	-6,21%
Friday	22-07-2016	1.825,40	1.847,10	1.820,10	1.828,40	753.111,00	22-07-2016	3,04%
Friday	29-07-2016	1.863,90	1.880,00	1.841,00	1.863,00	1.712.621,00	29-07-2016	1,89%
Friday	05-08-2016	1.877,00	1.885,00	1.876,00	1.882,80	479.001,00	05-08-2016	1,06%
Friday	12-08-2016	1.950,00	1.980,70	1.929,00	1.972,10	843.840,00	12-08-2016	4,74%
Friday	19-08-2016	1.976,80	1.981,60	1.954,90	1.959,10	1.716.614,00	19-08-2016	-0,66%
Friday	26-08-2016	2.101,20	2.101,30	1.994,30	1.997,50	1.528.770,00	26-08-2016	1,96%
Friday	02-09-2016	1.994,10	2.000,00	1.980,00	1.986,50	419.394,00	02-09-2016	-0,55%
Friday	09-09-2016	1.976,80	1.984,80	1.935,00	1.960,80	1.224.377,00	09-09-2016	-1,29%
Friday	16-09-2016	1.998,00	1.998,00	1.960,20	1.977,20	1.160.459,00	16-09-2016	0,84%
Friday	23-09-2016	2.014,80	2.010,00	1.980,20	2.003,70	805.929,00	23-09-2016	1,34%
Friday	30-09-2016	1.999,20	2.000,00	1.970,00	1.975,40	607.920,00	30-09-2016	-1,41%
Friday	07-10-2016	1.971,10	1.994,60	1.950,00	1.954,50	782.159,00	07-10-2016	-1,06%
Friday	14-10-2016	1.983,10	2.017,50	1.975,10	2.014,00	620.584,00	14-10-2016	3,04%
Friday	21-10-2016	2.099,10	2.120,00	2.090,00	2.099,30	632.161,00	21-10-2016	4,24%
Friday	28-10-2016	2.175,00	2.180,00	2.124,00	2.129,50	1.169.383,00	28-10-2016	1,44%
Friday	04-11-2016	2.083,00	2.101,00	2.050,00	2.067,10	3.106.318,00	04-11-2016	-2,93%
Friday	11-11-2016	2.021,00	2.045,00	1.975,10	1.981,80	1.539.070,00	11-11-2016	-4,13%
Friday	18-11-2016	1.998,30	1.998,30	1.961,00	1.970,80	418.627,00	18-11-2016	-0,56%
Friday	25-11-2016	1.945,90	1.975,00	1.930,00	1.964,70	227.158,00	25-11-2016	-0,31%
Friday	02-12-2016	1.990,90	1.970,00	1.930,10	1.948,30	1.745.613,00	02-12-2016	-0,83%
Friday	09-12-2016	1.942,40	1.970,00	1.940,00	1.958,70	538.556,00	09-12-2016	0,53%

Friday	16-12-2016	1.940,80	1.950,00	1.920,00	1.936,50	1.801.614,00	16-12-2016	-1,13%
Friday	23-12-2016	1.834,50	1.885,00	1.820,10	1.838,00	343.756,00	23-12-2016	-5,09%
Friday	30-12-2016	1.874,40	1.890,00	1.877,00	1.879,90	171.767,00	30-12-2016	2,28%
Friday	06-01-2017	1.874,00	1.908,00	1.855,10	1.867,00	462.856,00	06-01-2017	-0,69%
Friday	13-01-2017	1.900,00	1.910,00	1.884,00	1.893,40	3.490.555,00	13-01-2017	1,41%
Friday	20-01-2017	1.884,40	1.893,70	1.870,00	1.876,40	841.429,00	20-01-2017	-0,90%
Friday	27-01-2017	1.925,00	1.927,10	1.905,00	1.909,40	1.224.488,00	27-01-2017	1,76%
Friday	03-02-2017	1.920,00	1.954,00	1.905,00	1.931,80	292.285,00	03-02-2017	1,17%
Friday	10-02-2017	1.937,80	1.964,00	1.935,30	1.950,80	886.742,00	10-02-2017	0,98%
Friday	17-02-2017	1.937,10	1.960,00	1.937,10	1.942,10	313.937,00	17-02-2017	-0,45%
Friday	24-02-2017	1.950,00	1.960,00	1.921,30	1.936,70	228.518,00	24-02-2017	-0,28%
Friday	03-03-2017	1.912,80	1.926,00	1.884,20	1.910,20	770.634,00	03-03-2017	-1,37%
Friday	10-03-2017	1.935,00	1.938,70	1.920,00	1.923,90	397.825,00	10-03-2017	0,72%
Friday	17-03-2017	1.939,90	2.015,00	1.932,00	1.996,80	1.071.450,00	17-03-2017	3,79%
Friday	24-03-2017	2.006,50	2.060,00	2.006,50	2.049,30	1.174.420,00	24-03-2017	2,63%
Friday	31-03-2017	2.035,00	2.046,10	2.020,90	2.027,80	16.054.920,00	31-03-2017	-1,05%
Friday	07-04-2017	2.050,00	2.069,90	2.041,00	2.060,20	2.275.078,00	07-04-2017	1,60%
Thursday	13-04-2017	2.015,00	2.020,00	2.003,00	2.006,40	1.578.733,00	13-04-2017	-2,61%
Friday	21-04-2017	1.970,00	2.000,00	1.956,00	1.964,80	3.355.766,00	21-04-2017	-2,07%
Friday	28-04-2017	1.902,00	1.931,00	1.885,10	1.901,10	7.847.718,00	28-04-2017	-3,24%
Friday	05-05-2017	1.908,10	1.932,00	1.905,00	1.909,30	1.224.475,00	05-05-2017	0,43%
Friday	12-05-2017	1.880,00	1.885,00	1.861,30	1.870,50	5.776.774,00	12-05-2017	-2,03%
Friday	19-05-2017	1.840,00	1.864,00	1.820,00	1.822,50	2.768.658,00	19-05-2017	-2,57%
Thursday	25-05-2017	1.825,00	1.832,00	1.810,00	1.825,60	19.466.823,00	25-05-2017	0,17%
Friday	02-06-2017	1.847,00	1.875,00	1.845,10	1.857,30	3.331.261,00	02-06-2017	1,74%
Friday	09-06-2017	1.830,00	1.849,00	1.830,00	1.833,10	2.637.107,00	09-06-2017	-1,30%
Friday	16-06-2017	1.816,90	1.830,10	1.760,80	1.796,30	10.949.213,00	16-06-2017	-2,01%
Friday	23-06-2017	1.760,50	1.790,60	1.753,60	1.768,90	5.321.794,00	23-06-2017	-1,53%
Friday	30-06-2017	1.759,00	1.775,10	1.750,00	1.763,20	2.315.356,00	30-06-2017	-0,32%
Friday	07-07-2017	1.766,40	1.797,00	1.766,10	1.789,20	2.465.985,00	07-07-2017	1,47%
Friday	14-07-2017	1.845,00	1.876,90	1.830,00	1.863,60	2.438.636,00	14-07-2017	4,16%
Friday	21-07-2017	1.850,00	1.860,10	1.837,00	1.848,20	1.033.772,00	21-07-2017	-0,83%
Friday	28-07-2017	1.860,00	1.874,00	1.848,00	1.870,00	5.975.990,00	28-07-2017	1,18%
Friday	04-08-2017	1.921,00	1.930,10	1.906,00	1.911,60	1.868.256,00	04-08-2017	2,22%
Friday	11-08-2017	1.913,10	1.913,10	1.860,00	1.879,60	5.316.843,00	11-08-2017	-1,67%
Friday	18-08-2017	1.919,00	1.929,00	1.905,10	1.913,00	7.654.629,00	18-08-2017	1,78%
Friday	25-08-2017	1.899,90	1.925,00	1.875,00	1.903,60	6.316.014,00	25-08-2017	-0,49%
Friday	01-09-2017	1.897,00	1.903,90	1.880,00	1.889,10	4.543.164,00	01-09-2017	-0,76%
Friday	08-09-2017	1.889,00	1.889,00	1.865,50	1.870,00	4.735.424,00	08-09-2017	-1,01%
Friday	15-09-2017	1.877,00	1.883,80	1.868,00	1.877,50	3.081.716,00	15-09-2017	0,40%
Friday	22-09-2017	1.901,50	1.949,00	1.901,50	1.925,50	4.719.995,00	22-09-2017	2,56%

Friday	29-09-2017	1.921,90	1.964,00	1.915,00	1.959,00	6.160.062,00	29-09-2017	1,74%
Friday	06-10-2017	1.934,30	1.935,10	1.911,20	1.920,00	4.295.278,00	06-10-2017	-1,99%
Friday	13-10-2017	1.911,00	1.920,00	1.906,00	1.916,50	1.863.575,00	13-10-2017	-0,18%
Friday	20-10-2017	1.904,00	1.910,00	1.896,00	1.899,90	5.160.779,00	20-10-2017	-0,87%
Thursday	26-10-2017	1.888,10	1.905,20	1.888,10	1.897,60	2.298.353,00	26-10-2017	-0,12%
Friday	03-11-2017	1.900,00	1.900,00	1.882,10	1.889,20	1.666.623,00	03-11-2017	-0,44%
Friday	10-11-2017	1.835,00	1.835,00	1.791,00	1.796,90	1.911.901,00	10-11-2017	-4,89%
Friday	17-11-2017	1.763,10	1.814,90	1.759,90	1.808,40	5.638.469,00	17-11-2017	0,64%
Friday	24-11-2017	1.665,00	1.680,00	1.652,00	1.654,80	3.452.524,00	24-11-2017	-8,49%
Friday	01-12-2017	1.594,00	1.630,00	1.575,00	1.620,20	1.982.850,00	01-12-2017	-2,09%
Thursday	07-12-2017	1.598,90	1.600,00	1.551,10	1.568,60	2.375.230,00	07-12-2017	-3,18%
Friday	15-12-2017	1.658,50	1.739,00	1.654,00	1.709,50	8.311.563,00	15-12-2017	8,98%
Friday	22-12-2017	1.796,80	1.849,00	1.796,00	1.806,00	1.612.140,00	22-12-2017	5,64%
Friday	29-12-2017	1.797,30	1.825,00	1.797,30	1.816,90	2.862.070,00	29-12-2017	0,60%
Friday	05-01-2018	1.850,00	1.874,90	1.845,00	1.866,60	1.621.748,00	05-01-2018	2,74%
Friday	12-01-2018	1.867,00	1.890,00	1.852,40	1.870,20	4.327.131,00	12-01-2018	0,19%
Friday	19-01-2018	1.920,00	1.942,00	1.910,90	1.927,60	6.708.798,00	19-01-2018	3,07%
Friday	26-01-2018	1.900,00	1.909,90	1.890,00	1.898,30	2.992.366,00	26-01-2018	-1,52%
Friday	02-02-2018	1.881,00	1.884,80	1.857,10	1.870,30	2.364.291,00	02-02-2018	-1,48%
Friday	09-02-2018	1.825,30	1.870,00	1.800,10	1.810,00	2.497.034,00	09-02-2018	-3,22%
Friday	16-02-2018	1.820,00	1.831,90	1.799,90	1.804,00	1.515.013,00	16-02-2018	-0,33%
Friday	23-02-2018	1.821,00	1.835,00	1.810,00	1.815,50	1.850.496,00	23-02-2018	0,64%
Friday	02-03-2018	1.805,00	1.849,90	1.800,00	1.849,60	1.496.781,00	02-03-2018	1,88%
Friday	09-03-2018	1.842,50	1.859,00	1.836,00	1.855,10	3.608.181,00	09-03-2018	0,30%
Friday	16-03-2018	1.819,00	1.849,90	1.815,00	1.836,70	3.681.451,00	16-03-2018	-0,99%
Friday	23-03-2018	1.810,10	1.838,40	1.809,20	1.816,70	1.089.983,00	23-03-2018	-1,09%
Thursday	29-03-2018	1.804,30	1.850,00	1.804,30	1.848,00	1.383.704,00	29-03-2018	1,72%
Friday	06-04-2018	1.830,00	1.839,50	1.810,00	1.829,30	2.220.855,00	06-04-2018	-1,01%
Friday	13-04-2018	1.838,00	1.855,00	1.830,00	1.846,80	3.864.347,00	13-04-2018	0,96%
Friday	20-04-2018	1.843,00	1.859,90	1.832,10	1.846,70	962.059,00	20-04-2018	-0,01%
Friday	27-04-2018	1.834,00	1.834,00	1.810,10	1.817,30	6.482.187,00	27-04-2018	-1,59%
Friday	04-05-2018	1.811,00	1.811,00	1.790,10	1.791,60	4.783.224,00	04-05-2018	-1,41%
Friday	11-05-2018	1.766,80	1.768,90	1.745,00	1.745,70	3.025.749,00	11-05-2018	-2,56%
Friday	18-05-2018	1.755,00	1.754,80	1.720,00	1.738,30	4.115.844,00	18-05-2018	-0,42%
Friday	25-05-2018	1.720,00	1.783,00	1.715,00	1.739,30	2.281.109,00	25-05-2018	0,06%
Friday	01-06-2018	1.694,00	1.715,00	1.660,10	1.668,00	2.384.035,00	01-06-2018	-4,10%
Friday	08-06-2018	1.688,60	1.734,70	1.688,60	1.727,40	3.195.767,00	08-06-2018	3,56%
Friday	15-06-2018	1.727,10	1.744,60	1.690,00	1.731,80	5.643.652,00	15-06-2018	0,25%
Friday	22-06-2018	1.690,00	1.699,40	1.650,10	1.669,10	2.212.627,00	22-06-2018	-3,62%
Friday	29-06-2018	1.605,10	1.618,70	1.585,00	1.610,20	5.796.817,00	29-06-2018	-3,53%
Friday	06-07-2018	1.540,00	1.565,00	1.526,00	1.534,60	2.328.550,00	06-07-2018	-4,70%

Friday	13-07-2018	1.630,00	1.579,90	1.550,10	1.553,00	1.889.483,00	13-07-2018	1,20%
Friday	20-07-2018	1.635,60	1.719,90	1.635,60	1.680,40	3.596.585,00	20-07-2018	8,20%
Friday	27-07-2018	1.700,00	1.722,30	1.657,00	1.683,80	2.228.874,00	27-07-2018	0,20%
Friday	03-08-2018	1.707,10	1.730,00	1.672,00	1.675,80	3.295.534,00	03-08-2018	-0,48%
Friday	10-08-2018	1.617,40	1.630,00	1.566,00	1.620,70	1.203.487,00	10-08-2018	-3,29%
Friday	17-08-2018	1.620,60	1.640,00	1.600,10	1.604,00	3.045.236,00	17-08-2018	-1,03%
Friday	24-08-2018	1.642,00	1.683,70	1.642,00	1.656,90	975.133,00	24-08-2018	3,30%
Friday	31-08-2018	1.565,00	1.680,00	1.555,00	1.613,70	7.837.238,00	31-08-2018	-2,61%
Friday	07-09-2018	1.521,00	1.539,90	1.514,20	1.526,60	1.999.861,00	07-09-2018	-5,40%
Friday	14-09-2018	1.599,00	1.600,20	1.580,00	1.587,00	1.300.512,00	14-09-2018	3,96%
Friday	21-09-2018	1.627,00	1.685,00	1.590,00	1.652,60	8.750.063,00	21-09-2018	4,13%
Friday	28-09-2018	1.595,00	1.581,10	1.553,00	1.563,80	3.142.117,00	28-09-2018	-5,37%
Friday	05-10-2018	1.560,00	1.605,00	1.541,00	1.552,50	2.011.168,00	05-10-2018	-0,72%
Friday	12-10-2018	1.551,00	1.569,00	1.502,00	1.525,20	982.658,00	12-10-2018	-1,76%
Friday	19-10-2018	1.512,00	1.528,60	1.509,00	1.512,20	2.653.623,00	19-10-2018	-0,85%
Friday	26-10-2018	1.495,00	1.508,60	1.465,00	1.489,20	1.732.137,00	26-10-2018	-1,52%
Friday	09-11-2018	1.445,00	1.450,00	1.430,10	1.434,70	1.201.333,00	09-11-2018	-3,66%
Friday	16-11-2018	1.373,40	1.393,00	1.360,00	1.382,80	2.984.103,00	16-11-2018	-3,62%
Friday	23-11-2018	1.329,90	1.329,90	1.300,20	1.306,90	9.301.483,00	23-11-2018	-5,49%
Friday	30-11-2018	1.271,00	1.285,00	1.240,00	1.246,60	4.970.156,00	30-11-2018	-4,61%
Friday	07-12-2018	1.233,00	1.240,00	1.215,00	1.224,10	2.527.376,00	07-12-2018	-1,80%
Friday	14-12-2018	1.248,00	1.248,00	1.210,00	1.213,60	3.255.361,00	14-12-2018	-0,86%
Friday	21-12-2018	1.180,00	1.240,00	1.172,00	1.221,20	4.369.941,00	21-12-2018	0,63%
Friday	28-12-2018	1.224,50	1.275,00	1.224,50	1.256,40	4.623.933,00	28-12-2018	2,88%
Friday	04-01-2019	1.298,00	1.300,00	1.274,10	1.292,60	1.156.842,00	04-01-2019	2,88%
Friday	11-01-2019	1.368,30	1.389,80	1.366,00	1.384,00	3.089.136,00	11-01-2019	7,07%
Friday	18-01-2019	1.410,00	1.415,00	1.370,00	1.410,00	368.188,00	18-01-2019	1,88%
Friday	25-01-2019	1.330,00	1.348,00	1.325,00	1.330,00	541.015,00	25-01-2019	-5,67%
Friday	01-02-2019	1.333,00	1.368,90	1.325,00	1.333,00	718.924,00	01-02-2019	0,23%
Friday	08-02-2019	1.210,00	1.230,00	1.192,10	1.210,00	223.874,00	08-02-2019	-9,23%
Friday	15-02-2019	1.230,00	1.235,00	1.205,00	1.230,00	587.092,00	15-02-2019	1,65%
Friday	22-02-2019	1.279,90	1.288,00	1.256,10	1.279,90	357.174,00	22-02-2019	4,06%
Friday	01-03-2019	1.225,20	1.245,00	1.211,00	1.225,20	128.079,00	01-03-2019	-4,27%
Friday	08-03-2019	1.221,00	1.221,00	1.202,00	1.221,00	420.386,00	08-03-2019	-0,34%
Friday	15-03-2019	1.214,90	1.238,00	1.205,50	1.214,90	5.173.598,00	15-03-2019	-0,50%
Friday	22-03-2019	1.195,00	1.212,70	1.182,40	1.195,00	531.088,00	22-03-2019	-1,64%
Friday	29-03-2019	1.178,10	1.197,60	1.166,30	1.178,10	742.313,00	29-03-2019	-1,41%
Friday	05-04-2019	1.300,00	1.310,20	1.278,00	1.300,00	295.149,00	05-04-2019	10,35%
Friday	12-04-2019	1.341,20	1.355,00	1.335,20	1.341,20	502.140,00	12-04-2019	3,17%
Thursday	18-04-2019	1.385,90	1.400,00	1.351,00	1.385,90	1.059.125,00	18-04-2019	3,33%
Friday	26-04-2019	1.300,00	1.319,50	1.230,00	1.300,00	364.970,00	26-04-2019	-6,20%

Friday	03-05-2019	1.262,00	1.289,90	1.262,00	1.262,00	170.106,00	03-05-2019	-2,92%
Friday	10-05-2019	1.230,00	1.250,00	1.221,00	1.230,00	260.877,00	10-05-2019	-2,54%
Friday	17-05-2019	1.220,30	1.270,00	1.220,30	1.220,30	341.218,00	17-05-2019	-0,79%
Friday	24-05-2019	1.228,10	1.235,00	1.211,00	1.228,10	66.618,00	24-05-2019	0,64%
Friday	31-05-2019	1.290,00	1.318,90	1.284,70	1.290,00	940.260,00	31-05-2019	5,04%
Friday	07-06-2019	1.280,00	1.300,00	1.264,00	1.280,00	151.132,00	07-06-2019	-0,78%
Friday	14-06-2019	1.375,00	1.385,00	1.350,00	1.375,00	463.138,00	14-06-2019	7,42%
Friday	21-06-2019	1.328,50	1.370,00	1.325,00	1.328,50	3.576.921,00	21-06-2019	-3,38%
Friday	28-06-2019	1.330,00	1.360,00	1.326,30	1.330,00	316.067,00	28-06-2019	0,11%

Fecha	S&P IPSA Index (CLP) TR	S&P IPSA Index	Filtro	Retorno
03-07-2015	3842,93	3087,04	03-07-2015	
10-07-2015	3881,73	3118,2	10-07-2015	1,01%
17-07-2015	3900,26	3133,09	17-07-2015	0,48%
24-07-2015	3840,26	3084,65	24-07-2015	-1,55%
31-07-2015	3870,35	3108,82	31-07-2015	0,78%
07-08-2015	3862,89	3102,83	07-08-2015	-0,19%
14-08-2015	3799,3	3051,49	14-08-2015	-1,65%
21-08-2015	3718,9	2986,92	21-08-2015	-2,12%
28-08-2015	3798,99	3050,46	28-08-2015	2,13%
04-09-2015	3774,27	3030,61	04-09-2015	-0,65%
11-09-2015	3748,68	3009,72	11-09-2015	-0,69%
17-09-2015	3796,69	3048,12	17-09-2015	1,28%
25-09-2015	3716,38	2983,53	25-09-2015	-2,12%
02-10-2015	3691,69	2963,71	02-10-2015	-0,66%
09-10-2015	3832,55	3076,79	09-10-2015	3,82%
16-10-2015	3796,71	3046,85	16-10-2015	-0,97%
23-10-2015	3896,03	3125,78	23-10-2015	2,59%
30-10-2015	3827,99	3070,42	30-10-2015	-1,77%
06-11-2015	3849,62	3087,77	06-11-2015	0,57%
13-11-2015	3779,32	3031,32	13-11-2015	-1,83%
20-11-2015	3844,66	3080,84	20-11-2015	1,63%
27-11-2015	3719,01	2980,04	27-11-2015	-3,27%
04-12-2015	3612,82	2892,04	04-12-2015	-2,95%
11-12-2015	3533,07	2828,2	11-12-2015	-2,21%
18-12-2015	3626,47	2900,85	18-12-2015	2,57%
24-12-2015	3655,26	2923,77	24-12-2015	0,79%
08-01-2016	3559,16	2843,48	08-01-2016	-2,75%
15-01-2016	3486,34	2784,43	15-01-2016	-2,08%
22-01-2016	3531,56	2820,32	22-01-2016	1,29%

29-01-2016	3705,92	2956,17	29-01-2016	4,82%
05-02-2016	3656,44	2916,71	05-02-2016	-1,33%
12-02-2016	3667,47	2925,5	12-02-2016	0,30%
19-02-2016	3755,26	2995,33	19-02-2016	2,39%
26-02-2016	3711,75	2960,62	26-02-2016	-1,16%
04-03-2016	3838,39	3061,63	04-03-2016	3,41%
11-03-2016	3839,83	3058,09	11-03-2016	-0,12%
18-03-2016	3962,9	3152,05	18-03-2016	3,07%
24-03-2016	3885,12	3086,06	24-03-2016	-2,09%
01-04-2016	3947,34	3135,48	01-04-2016	1,60%
08-04-2016	3926,83	3119,2	08-04-2016	-0,52%
15-04-2016	3962,06	3147,18	15-04-2016	0,90%
22-04-2016	3972,1	3145,47	22-04-2016	-0,05%
29-04-2016	4002,07	3168,19	29-04-2016	0,72%
06-05-2016	4003,02	3155,79	06-05-2016	-0,39%
13-05-2016	4002,72	3144,98	13-05-2016	-0,34%
20-05-2016	3940,07	3072,87	20-05-2016	-2,29%
27-05-2016	3947,18	3076,57	27-05-2016	0,12%
03-06-2016	3955,87	3083,35	03-06-2016	0,22%
10-06-2016	3954,49	3082,27	10-06-2016	-0,04%
17-06-2016	3976,87	3099,6	17-06-2016	0,56%
24-06-2016	3965,17	3090,29	24-06-2016	-0,30%
01-07-2016	4029,51	3140,43	01-07-2016	1,62%
08-07-2016	4024,96	3136,89	08-07-2016	-0,11%
15-07-2016	4098,61	3194,29	15-07-2016	1,83%
22-07-2016	4143,81	3229,51	22-07-2016	1,10%
29-07-2016	4117,47	3208,99	29-07-2016	-0,64%
05-08-2016	4120,89	3211,65	05-08-2016	0,08%
12-08-2016	4160,28	3242,35	12-08-2016	0,96%
19-08-2016	4147,42	3232,33	19-08-2016	-0,31%
26-08-2016	4142,51	3227,41	26-08-2016	-0,15%
02-09-2016	4140,15	3225,04	02-09-2016	-0,07%
09-09-2016	4092,76	3188,04	09-09-2016	-1,15%
16-09-2016	4048,29	3153,4	16-09-2016	-1,09%
23-09-2016	4094	3189,01	23-09-2016	1,13%
30-09-2016	4015,25	3127,54	30-09-2016	-1,93%
07-10-2016	4075,68	3174,61	07-10-2016	1,51%
14-10-2016	4141,16	3225,61	14-10-2016	1,61%
21-10-2016	4258,9	3316,65	21-10-2016	2,82%
28-10-2016	4289,78	3340,34	28-10-2016	0,71%
04-11-2016	4213,17	3279,73	04-11-2016	-1,81%

11-11-2016	4150,39	3230,85	11-11-2016	-1,49%
18-11-2016	4185,78	3258,39	18-11-2016	0,85%
25-11-2016	4210,75	3276,82	25-11-2016	0,57%
02-12-2016	4202,99	3268,97	02-12-2016	-0,24%
09-12-2016	4268,43	3319,87	09-12-2016	1,56%
16-12-2016	4212,37	3270,89	16-12-2016	-1,48%
23-12-2016	4042,24	3138,77	23-12-2016	-4,04%
30-12-2016	4151,39	3223,17	30-12-2016	2,69%
06-01-2017	4171,14	3236,54	06-01-2017	0,41%
13-01-2017	4234,91	3283,82	13-01-2017	1,46%
20-01-2017	4258,37	3301,29	20-01-2017	0,53%
27-01-2017	4275,72	3309,27	27-01-2017	0,24%
03-02-2017	4261,98	3298,64	03-02-2017	-0,32%
10-02-2017	4312,23	3337,53	10-02-2017	1,18%
17-02-2017	4349,97	3366,74	17-02-2017	0,88%
24-02-2017	4343,67	3361,87	24-02-2017	-0,14%
03-03-2017	4429,79	3428,51	03-03-2017	1,98%
10-03-2017	4474,88	3463,41	10-03-2017	1,02%
17-03-2017	4652,4	3600,81	17-03-2017	3,97%
24-03-2017	4760,87	3675,06	24-03-2017	2,06%
31-03-2017	4783,42	3692,35	31-03-2017	0,47%
07-04-2017	4888,35	3773,34	07-04-2017	2,19%
13-04-2017	4858,51	3750,31	13-04-2017	-0,61%
21-04-2017	4809,47	3710,82	21-04-2017	-1,05%
28-04-2017	4795,13	3688,47	28-04-2017	-0,60%
05-05-2017	4843,77	3715,05	05-05-2017	0,72%
12-05-2017	4851,94	3711,92	12-05-2017	-0,08%
19-05-2017	4793,71	3661,57	19-05-2017	-1,36%
25-05-2017	4872,36	3703,65	25-05-2017	1,15%
02-06-2017	4899,28	3724,11	02-06-2017	0,55%
09-06-2017	4846,33	3683,86	09-06-2017	-1,08%
16-06-2017	4836,23	3674,4	16-06-2017	-0,26%
23-06-2017	4766,2	3621,19	23-06-2017	-1,45%
30-06-2017	4747,24	3606,79	30-06-2017	-0,40%
07-07-2017	4854,98	3688,64	07-07-2017	2,27%
14-07-2017	5000,4	3799,13	14-07-2017	3,00%
21-07-2017	5010,01	3806,43	21-07-2017	0,19%
28-07-2017	5076,07	3856,62	28-07-2017	1,32%
04-08-2017	5106,41	3879,67	04-08-2017	0,60%
11-08-2017	5033,33	3824,14	11-08-2017	-1,43%
18-08-2017	5116,27	3887,16	18-08-2017	1,65%

25-08-2017	5176,11	3932,62	25-08-2017	1,17%
01-09-2017	5173,91	3930,32	01-09-2017	-0,06%
08-09-2017	5091,81	3867,95	08-09-2017	-1,59%
15-09-2017	5202,05	3950,05	15-09-2017	2,12%
22-09-2017	5289,92	4015,83	22-09-2017	1,67%
29-09-2017	5341,93	4055,19	29-09-2017	0,98%
06-10-2017	5485,63	4164,28	06-10-2017	2,69%
13-10-2017	5460,47	4145,17	13-10-2017	-0,46%
20-10-2017	5523,97	4193,12	20-10-2017	1,16%
26-10-2017	5516,46	4187,05	26-10-2017	-0,14%
03-11-2017	5485,89	4162,76	03-11-2017	-0,58%
10-11-2017	5394,7	4091,58	10-11-2017	-1,71%
17-11-2017	5391,75	4089,35	17-11-2017	-0,05%
24-11-2017	5040,51	3820,81	24-11-2017	-6,57%
01-12-2017	5024,42	3808,61	01-12-2017	-0,32%
07-12-2017	4887,16	3704,57	07-12-2017	-2,73%
15-12-2017	5234,64	3963,71	15-12-2017	7,00%
22-12-2017	5537,6	4190,53	22-12-2017	5,72%
29-12-2017	5564,6	4210,84	29-12-2017	0,48%
05-01-2018	5695,43	4309,04	05-01-2018	2,33%
12-01-2018	5733,35	4337,73	12-01-2018	0,67%
19-01-2018	5856,27	4429,23	19-01-2018	2,11%
26-01-2018	5855,67	4423,82	26-01-2018	-0,12%
02-02-2018	5825,99	4401,39	02-02-2018	-0,51%
09-02-2018	5549,15	4192,25	09-02-2018	-4,75%
16-02-2018	5621,67	4247,04	16-02-2018	1,31%
23-02-2018	5742,54	4338,35	23-02-2018	2,15%
02-03-2018	5545,48	4189,47	02-03-2018	-3,43%
09-03-2018	5637,04	4258,65	09-03-2018	1,65%
16-03-2018	5596,68	4228,16	16-03-2018	-0,72%
23-03-2018	5490,24	4134,2	23-03-2018	-2,22%
29-03-2018	5542,22	4173,22	29-03-2018	0,94%
06-04-2018	5583,15	4204,04	06-04-2018	0,74%
13-04-2018	5630,9	4239,99	13-04-2018	0,86%
20-04-2018	5689,47	4271,43	20-04-2018	0,74%
27-04-2018	5690,48	4267,61	27-04-2018	-0,09%
04-05-2018	5622,24	4204,71	04-05-2018	-1,47%
11-05-2018	5702,85	4252,1	11-05-2018	1,13%
18-05-2018	5667,86	4211,57	18-05-2018	-0,95%
25-05-2018	5576,48	4130,56	25-05-2018	-1,92%
01-06-2018	5471,33	4052,24	01-06-2018	-1,90%

08-06-2018	5523,03	4090,54	08-06-2018	0,95%
15-06-2018	5470,32	4049,66	15-06-2018	-1,00%
22-06-2018	5375,12	3979,18	22-06-2018	-1,74%
29-06-2018	5301,25	3924,5	29-06-2018	-1,37%
06-07-2018	5284,64	3912,2	06-07-2018	-0,31%
13-07-2018	5305,39	3927,56	13-07-2018	0,39%
20-07-2018	5430,13	4019,91	20-07-2018	2,35%
27-07-2018	5369,51	3975,03	27-07-2018	-1,12%
03-08-2018	5405,32	4001,54	03-08-2018	0,67%
10-08-2018	5267,25	3899,29	10-08-2018	-2,56%
17-08-2018	5242,77	3881,17	17-08-2018	-0,46%
24-08-2018	5259,76	3893,75	24-08-2018	0,32%
31-08-2018	5270,43	3901,12	31-08-2018	0,19%
07-09-2018	5218,14	3860,21	07-09-2018	-1,05%
14-09-2018	5354,45	3960,97	14-09-2018	2,61%
21-09-2018	5461,82	4040,31	21-09-2018	2,00%
28-09-2018	5283,53	3906,88	28-09-2018	-3,30%
05-10-2018	5260	3889,48	05-10-2018	-0,45%
12-10-2018	5144,98	3804,28	12-10-2018	-2,19%
19-10-2018	5118,74	3784,88	19-10-2018	-0,51%
26-10-2018	5124,1	3787,23	26-10-2018	0,06%
09-11-2018	5180,35	3828,81	09-11-2018	1,10%
16-11-2018	5190,98	3836,67	16-11-2018	0,21%
23-11-2018	5140,74	3799,53	23-11-2018	-0,97%
30-11-2018	5111,88	3775,6	30-11-2018	-0,63%
07-12-2018	5094,62	3757,72	07-12-2018	-0,47%
14-12-2018	5164,25	3806,18	14-12-2018	1,29%
21-12-2018	5063,33	3731,8	21-12-2018	-1,95%
28-12-2018	5105,43	3762,68	28-12-2018	0,83%
04-01-2019	5189,2	3822,53	04-01-2019	1,59%
11-01-2019	5352,88	3939,58	11-01-2019	3,06%
18-01-2019	5479,04	4030,52	18-01-2019	2,31%
25-01-2019	5441,72	3999,28	25-01-2019	-0,78%
01-02-2019	5452,97	4007,55	01-02-2019	0,21%
08-02-2019	5379,09	3953,25	08-02-2019	-1,35%
15-02-2019	5399,83	3968,49	15-02-2019	0,39%
22-02-2019	5483,92	4030,3	22-02-2019	1,56%
01-03-2019	5274,66	3876,5	01-03-2019	-3,82%
08-03-2019	5274,96	3876,73	08-03-2019	0,01%
15-03-2019	5324,12	3911,32	15-03-2019	0,89%
22-03-2019	5209,98	3827,46	22-03-2019	-2,14%

29-03-2019	5259,41	3848,2	29-03-2019	0,54%
05-04-2019	5254,94	3844,94	05-04-2019	-0,08%
12-04-2019	5239,57	3833,69	12-04-2019	-0,29%
18-04-2019	5261,71	3839,37	18-04-2019	0,15%
26-04-2019	5191,7	3782,02	26-04-2019	-1,49%
03-05-2019	5132,32	3728,3	03-05-2019	-1,42%
10-05-2019	5050,57	3657,39	10-05-2019	-1,90%
17-05-2019	4925,58	3541,07	17-05-2019	-3,18%
24-05-2019	4881,47	3506,34	24-05-2019	-0,98%
31-05-2019	4977,09	3574,59	31-05-2019	1,95%
07-06-2019	4951,13	3554,17	07-06-2019	-0,57%
14-06-2019	5058,88	3631,52	14-06-2019	2,18%
21-06-2019	5060	3630,83	21-06-2019	-0,02%
28-06-2019	5070,71	3638,52	28-06-2019	0,21%

Anexo V

A continuación, se muestran tres tablas con la estadística resultante a través del software estadístico Eviews.

Tabla N° 52 Cuadro de regresión MCO data 2017.

Dependent Variable: RET_CNCO
 Method: Least Squares
 Date: 09/03/19 Time: 21:05
 Sample: 7/10/2015 6/30/2017
 Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000364	0.002483	0.146452	0.8839
RET_IP	0.953846	0.151053	6.314632	0.0000
R-squared	0.281055	Mean dependent var		0.001919
Adjusted R-squared	0.274007	S.D. dependent var		0.029569
S.E. of regression	0.025194	Akaike info criterion		-4.505371
Sum squared resid	0.064744	Schwarz criterion		-4.454517
Log likelihood	236.2793	Hannan-Quinn criter.		-4.484769
F-statistic	39.87457	Durbin-Watson stat		1.863240
Prob(F-statistic)	0.000000			

Fuente: Elaboración propia

Tabla N° 53 Cuadro de regresión MCO data 2018.

Dependent Variable: RET_CNCO
 Method: Least Squares
 Date: 09/03/19 Time: 21:04
 Sample: 7/01/2016 6/29/2018
 Included observations: 105

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003560	0.001699	-2.095701	0.0386
RET_IP	0.958138	0.090873	10.54365	0.0000
R-squared	0.519070	Mean dependent var		-0.001213
Adjusted R-squared	0.514401	S.D. dependent var		0.024765
S.E. of regression	0.017257	Akaike info criterion		-5.262304
Sum squared resid	0.030675	Schwarz criterion		-5.211752
Log likelihood	278.2710	Hannan-Quinn criter.		-5.241820
F-statistic	111.1685	Durbin-Watson stat		2.163843
Prob(F-statistic)	0.000000			

Fuente: Elaboración propia

Tabla N°54 Cuadro de regresión MCO data 2019.

Dependent Variable: RET_CNCO
Method: Least Squares
Date: 09/03/19 Time: 21:02
Sample: 7/07/2017 6/28/2019
Included observations: 103

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002478	0.002522	-0.982655	0.3281
RET_IP	1.171059	0.131218	8.924504	0.0000
R-squared	0.440898	Mean dependent var	-0.002162	
Adjusted R-squared	0.435362	S.D. dependent var	0.034055	
S.E. of regression	0.025589	Akaike info criterion	-4.474043	
Sum squared resid	0.066137	Schwarz criterion	-4.422884	
Log likelihood	232.4132	Hannan-Quinn criter.	-4.453322	
F-statistic	79.64678	Durbin-Watson stat	1.871966	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Fuente: Elaboración propia

Anexo VI

Ilustración N°1 cotización bono BCENC-R, fuente Thompson Reuters.

CEN 4.700 28-MAY-2030 '19 CENCOSUD SA CL / CLF

Corp, Fixed Coupon, Callable, Sinkable

B/A: 101.860/101.870 (+0.020) BYld/AYld: 0.690/0.615 (+0.011) OAS: -- 06-Sep-2019 13:32 TR PRICING

Updated: 06-Sep-2019 19:53

ISIN CL0001208330

Issue Rating: AA- (FRL 25-Jun-2014)

[Send us feedback](#)

[Bond Prospectus](#)

[Corporate Actions](#)

[Overview](#)
[All Quotes](#)
[News](#)
[Description](#)
[Valuations](#)
[Schedules](#)
[Charts](#)
[Issuer](#)
[Calculators](#)
[Related Instruments](#)
[Research](#)
[360 Menu](#)

VALUATIONS

PRICE INFORMATION

Bid / Ask Price	* 132.5500000 / 133.2300000
Bid / Ask Spread	68.0
Priced Using	yield priced at 0.68% (MAT May-2030, speed: SCHEDULED)
Pricing Source	Thomson Reuters End of Day Pricing (EJV)
Valuation Date	05-Sep-2019
Valuation Settle Date	06-Sep-2019
Accrued Interest (Days)	** 1.279 (98 Days)

* Bid Price affects P/Y Values and Options Adjusted Values calculations
** No inflation adjustment in Accrued Interest calculation

HISTORIC VALUATION

	Previous Day	End of Month
Change Information		
Price	131.6399999	131.9000000
Price Change	0.9100000	0.6500000
OAS	--	--
OAS Change	--	--
YTW	-176.7699790	-186.4584050
YTW Change	-4.0822010	5.6062250

	Previous Day	End of Month
Return Information		
Price Return	0.681	0.453
Coupon Return	0.010	0.040
Reinvestment Return	0.000	0.000
Principal Return	0.000	0.000
Total Return	0.691	0.493

PRICE YIELD VALUES

Show Maturity Worst

Yield	0.6796240
DV01	0.0911
Interpolated Spread	112.3
OTR Spread	118.8 (CLF7Y)
Modified Duration	6.872
Mac. Duration	6.896
Convexity	0.5758
Disc Margin	--
Average Life	7.98

OPTION ADJUSTED VALUES

Yield	--
Spread	--
Effective Duration	--
Effective Convexity	--
Price (+25 bp)	--
Price (-25 bp)	--
Option Cost	--
Option Value	--
DV01	--
Zero Volatility	--
Spread Duration	--
Spread Convexity	--

Fuente: Bloomberg

85