

Facultad de Ciencias Económicas Sede

Centro - Campus 091

Carrera: Contador Público

Trabajo Final de Carrera Título:

Política de costos en un contexto inflacionario. Caso de estudio grupo Cencosud – Período 2022 – 2024

Alumno: Tatiana Gobello tatiana.gobello@alumnos.uai.edu.ar

Tutor de Contenidos:

Tutor Metodológico: Dra. Rolla, María Laura

Agosto 2025

ÍNDICE:

JUSTIFICACION DEL PROBLEMA 1
PLANTEO DEL PROBLEMA: 1
Objetivo General: 4
Objetivos Específicos: 4
MARCO INSTITUCIONAL: 4
MARCO TEORICO: 5
ABORDAJE METODOLÓGICO: 8
ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DEL MATERIAL RELEVADO: 9
CAPÍTULO I: 9
CAPÍTULO II: 21
CAPÍTULO III: 25
CAPÍTULO IX: 35
CONCLUSIONES: 39
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS: 44

TÍTULO: Política de costos en un contexto inflacionario. Caso de estudio grupo Cencosud – Período 2022 – 2024

JUSTIFICACION DEL PROBLEMA:

Si bien cada organización tiene una estructura diferente y, a su vez, establece diversas estrategias en materia de costos dependiendo de su tamaño, los interrogantes planteados responden a una problemática general para todas las empresas en Argentina.
Poder establecer, a raíz del estudio de caso del grupo económico Cencosud, los criterios generales que se deberían implementar en las organizaciones para que maximicen su rentabilidad es sumamente beneficioso para el desarrollo y aumento de la industria argentina.

Actualmente me desempeño como analista de costos en una empresa PyME cuyos principales clientes son empresas de la envergadura del grupo Cencosud. En contextos de crisis económicas en nuestro país, la posible retirada de estos grupos del mercado local no solo afecta directamente al nivel de inversiones recibidas, sino también impacta negativamente en las PyMEs que dependen de su actividad para sostener sus operaciones.

PLANTEO DEL PROBLEMA:

En el siguiente trabajo se pretende analizar las estrategias dentro del marco de la estructura de costos de las organizaciones y las acciones implementadas con el objeto de disminuir las distorsiones sufridas como consecuencia de la inflación.

La presente investigación se inscribe principalmente dentro del campo de la microeconomía, que nos permitirá entender el funcionamiento de una organización y del mercado en el cual está inscripto, como así también, conceptos macroeconómicos con

los que podremos analizar la inflación y las repercusiones que la misma genera en la vida organizacional.

Varios economistas han estudiado los aspectos micro y macroeconómicos de este fenómeno y la incidencia que los mismos tienen en la rentabilidad de las organizaciones. Tal es el caso de Cartier y Podmoguilnye, quienes describen que la inflación al afectar la rigidez de la unidad de medida, son medidos los componentes monetarios que definen al beneficio económico que se convierte en un proyectil que impacta en la línea de flotación misma de los sistemas de información con los cuales se toman las decisiones y se ejerce el control de la gestión de las organizaciones. [1]

En términos generales, las empresas generan rentabilidad con la aplicación de sus recursos con el propósito comercial, cuya rentabilidad se analiza en relación con el capital invertido y su costo de oportunidad. Dicho análisis en contextos de alta inflación y su consecuente pérdida de homogeneidad de la moneda puede dificultar la comparación e inducir a interpretaciones distorsionadas. (Dapena, 2013)

Muchos autores analizan la importancia del estudio de los costos en pos de un buen funcionamiento de la empresa. En el contexto económico global, el rol de la información de costos ha sido valorado históricamente como un componente esencial para el buen desempeño de las organizaciones, y en la actualidad adquiere una relevancia aún mayor debido a la complejidad y dinamismo de los mercados. (Vanderbeck y Mitchell, 2016)

La inflación es un tema que preocupa a todas las organizaciones. Para el año 2022, de acuerdo a los índices publicados por el INDEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos) la inflación anual fue del 94,8%; mientras que para el ciclo 2023 la misma ascendió a

[1] Cartier, N.E; Podmoguilnye, M.G. (2005) La inflación y su impacto en los costos y la gestión.

211,4%. Encontrar una eficiente utilización de los factores productivos – materia prima, mano de obra, capital – es uno de los objetivos principales de las organizaciones a fines de obtener los máximos beneficios y rentabilidad del capital invertido, lo que resulta aún más complejo, cuando dentro de las variables a analizar se encuentran el tipo de interés y los tipos de cambio en moneda extranjera, variables que sufren en forma directa las distorsiones de la inflación.

Actualmente si bien la economía argentina ya no se encuentra en un contexto hiperinflacionario como los períodos anteriores, los niveles de inflación persisten, los cuales, combinados con una contracción de la actividad económica, configuran un estado de estanflación.

La coyuntura macroeconómica argentina de los últimos años, marcada por procesos de alta inflación e incluso hiperinflación en determinados períodos, ha representado un escenario sumamente desafiante para el sector empresarial. Muchas compañías tanto nacionales como de fuente extranjera no lograron sostener sus operaciones ante la pérdida de poder adquisitivo, la volatilidad de los precios y la marcada incertidumbre económica, viéndose obligadas a reducir su escala de negocios o, en muchos casos, a abandonar el mercado local.

En consecuencia, surge un interrogante común en todas las organizaciones independientemente del tamaño, ¿qué medidas se deberían tomar a fin de poder realizar un uso eficiente de los factores de producción y minimizar las distorsiones y desvíos para mantener la sustentabilidad de la empresa? ¿Cuáles son aquellos factores críticos a evaluar al momento de establecer dichas medidas?

La investigación se desarrollará a través del análisis del grupo económico Cencosud S.A, como caso de éxito, analizando en particular la evolución de su estructura de costo en el

período 2022 – 2024, para poder determinar los cambios que el grupo económico realizó con las diversas tasas de inflación.

Objetivo General

Establecer un plan de acción integral a implementar en la estructura de costos para mitigar los efectivos negativos de la inflación sufridos en las empresas argentinas.

Objetivos Específicos:

- Describir la política de costos implementada por Cencosud S.A.
- Analizar cuáles son los factores de producción más vulnerables a las altas tasas inflacionarias.
- Establecer las estrategias implementadas por el grupo económico que le permitieron expandirse en un contexto adverso.

MARCO INSTITUCIONAL:

El grupo económico presenta sus orígenes en el año 1963 con la apertura de su primer supermercado al sur de Chile llamado “Las Brisas” llegando a la Argentina por primera vez en el año 1982 con la apertura de Jumbo.

Es una empresa presente en cinco países de América Latina – Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia – Estados Unidos, China – en donde cuenta con una oficina comercial – y Uruguay en donde tiene un Hub Tecnológico, digital y de innovación.

Sus operaciones se extienden a través de distintas líneas de negocios, entre ellas: supermercados siendo su principal unidad de negocios, mejoramiento del hogar, tiendas por

departamentos, centros comerciales y servicios financieros, manteniendo un Joint Venture en todos los países con excepción de Argentina.

Mediante su estrategia multiformato, Cencosud S.A ha logrado posicionarse como una de las compañías con mayor diversidad operativa en el Cono Sur. Dispone de la mayor superficie de salas de ventas dentro del sector retail en centros comerciales, lo que le permite acceso a un mercado regional con un potencial superior a los 380 millones de clientes.

Desde el punto de vista institucional el grupo se presenta como un actor económico relevante, no solo por su participación en el sector minorista, sino a su vez, por su impacto en la generación de empleo, la innovación en la cadena de abastecimiento y la estandarización de procesos de compras en entornos complejos.

Su análisis resulta pertinente en el marco del presente estudio, ya que su estructura organizacional, diversidad operativa y modelo de negocio ofrecen un ejemplo sólido para evaluar la incidencia de la política de costos y los factores de producción en contextos de alta volatilidad económica.

MARCO TEORICO:

A fin de poder realizar dicho trabajo, es necesario conceptualizar el término costo y comprender cuáles son los factores de producción que lo componen.

Existen diversas formas de poder definir qué son los costos de una organización. Balanda, T Alberto (2005) define a los costos como el “sacrificio económico originado en el desarrollo de determinada actividad a través del cual se busca cumplir con un objetivo dado” (p.12), del mismo modo, varios autores sostienen que el costo de un bien o de un servicio es, siempre, el sumatorio del producto entre el “componente físico” y el “componente

monetario" de todos los factores que se consideran de empleo necesario para su obtención. (Cartier, N; Podmoguilnye, M; 2005, p.2).

Adam Smith (1776), en su obra "La riqueza de las naciones" identifica tres factores de producción: tierra – considerando los recursos naturales incluyendo en este factor a las materias primas -, capital y trabajo – considerada hoy en día como mano de obra - ; entendiéndose como factores de producción a los elementos esenciales que intervienen en un proceso productivo para la obtención de un bien final.

Los factores de producción incorporados en el costo con una valorización monetaria que se utilizan en el proceso de fabricación están compuestos por tres elementos denominados factores de producción: Materia Prima, Mano de Obra Directa y Carga Fabril. (Balanda, 2005). En primer lugar, definiremos a la materia prima, también denominada por algunos autores como materiales. En su libro Contabilidad de Costos, Balanda, Alberto (2005) define a los materiales como los elementos que físicamente integran el producto final o que por sus características son parte de la materia prima. (p.20). En segundo lugar, la mano de obra directa "representa la compensación al esfuerzo físico y/o mental del individuo (factor humano) puesto al servicio del logro de un objetivo (la transformación de un bien en otro), y que permite su seguimiento hasta el objeto de costo en forma económicamente factible". (Lucero, I; Luparia, E; Medina, S; Vaquer Perez, M; 2017, p.36). Por último, Lucero, I; Luparia, E; Medina, S; Vaquer Perez, M; (2017), en su libro Costos para la gestión, definen a los costos indirectos de fabricación como todos los desembolsos que no puedan ser identificados a una unidad de costeo determinada, que no pueden ser imputados en forma inmediata o precisa o que por razones de economía no resulte prudente su apropiación directa. Los costos indirectos de fabricación también pueden denominarse como carga fabril. (pp. 55-56).

A diferencia de las empresas manufactureras, donde la transformación de materias primas es esencial y la maquinaria productiva constituye un componente determinante del capital físico, las empresas comerciales no participan directamente en procesos de producción fabril, sino que su valor agregado radica en la eficiencia de la distribución, la gestión logística, la administración de inventarios y el desarrollo de capacidades intangibles como la marca, la tecnología aplicada a la gestión y la experiencia del cliente (Kotler & Keller, 2016).

En este tipo de organizaciones, el factor tierra se traduce principalmente en la ubicación estratégica de sus puntos de venta, centros de distribución y depósitos, cuyo emplazamiento influye directamente en los costos logísticos y la accesibilidad al mercado. Por su parte, el "trabajo" no está compuesto por operarios de planta o de línea de producción, sino por personal especializado en áreas comerciales, administrativas, logísticas, de atención al cliente y gerenciales.

El capital adquiere una dimensión tecnológica significativa, representada en infraestructura edilicia, sistemas de información (ERP, CRM), plataformas de comercio electrónico y herramientas de análisis de datos, que permiten optimizar los procesos de reposición de mercaderías, la rotación de inventarios y la personalización de las ofertas al consumidor (Grant, 2016). A su vez, el "conocimiento" o "tecnología" cobra un rol central, al incluir tanto la capacidad de innovación en la estrategia comercial como el dominio de procesos logísticos avanzados que generan eficiencia operativa y reducción de costos (Barney, 1991; Teece, Pisano & Shuen, 1997).

Dapena, Jose P, en su trabajo Efectos macroeconómicos en la gestión de la pequeña y mediana empresa, explica que las empresas se encuentran insertas en un entorno macroeconómico que las afecta, para bien o para mal y cuyas variables como la inflación, tipo de cambio, tasas de interés, entre otras, la empresa no tiene control y deben adaptarse.

Al referirnos al concepto de inflación, el BCRA[2] la define como el aumento generalizado y sostenido en el tiempo en el precio promedio de los bienes y servicios disponibles en la economía. Asimismo, varios autores sostienen que la inflación puede definirse como la permanente pérdida de valor de la moneda nacional. (Economía para no economistas, 2003, p.196). En adición, Rivera, Ivan (2017) en su libro Principios de Macroeconomía explica que "La actividad económica en su conjunto puede fluctuar generando expansiones o contracciones generalizadas en todos los mercados que lo conforman. Si la actividad económica se acelera demasiado, puede producirse inflación. (p.39)

La estanflación es un fenómeno económico caracterizado por la combinación simultánea de alta inflación, crecimiento económico estancado o negativo y alta tasa de desempleo. Al contrario de lo que se infiere, no se encuentra bibliografía que defina dicho término, el cual fue introducido por el político británico Iain Macleod. (Cornwall, 2018; SHS Web Conf., 2023). Este fenómeno se popularizó en la década de 1960 y se consolidó durante la crisis petrolera de los años setenta, siendo atribuido a factores como choques de oferta, expansiones monetarias excesivas y la ruptura de las expectativas inflacionarias. (Cornwall, 2018; SHS Web Conf., 2023)

ABORDAJE METODOLÓGICO:

En el presente estudio de caso, se realizará un análisis cualitativo con el propósito de poder establecer la estrategia respecto a los factores de producción que utiliza el grupo

[2] Banco Central de la República Argentina. https://www.bcra.gob.ar/bcrayvos/diccionario_financiero_tabla_i.asp#:~:text=Inflaci%C3%B3n%3A,servicios%20disponibles%20en%20la%20econom%C3%ADa.

económico que le permiten contrarrestar los efectos adversos de la inflación y las tasas de interés para determinar una efectiva política de costos aplicable a las empresas argentinas.

Se analizará al grupo Cencosud Argentina S.A, cuya casa central se radica en Chile, y en específico se estudiará la composición del departamento de costos, el diseño de su estructura dentro de la organización y en qué forma gestionan la utilización de sus factores de producción. La información recolectada es principalmente de carácter secundario ya que surge de información pública presentada por la empresa.

En una primera instancia, se recopilarán datos históricos del grupo económico sobre los diferentes niveles de producción en diversos ejercicios económicos junto con las tasas de inflación respectivas a la fecha, a fin de analizar las fluctuaciones de los factores de producción en respuesta al contexto inflacionario del momento. Posterior a ello, se contrastará con la documentación relevada actual de la empresa, la cual incluye: informes financieros y comerciales, balance contable y decisiones de inversión del último período.

Para finalizar, se realizará un análisis de correlación simple para poder identificar la relación entre las variables, cuál es su comportamiento y de qué forma se podrían mitigar las dificultades presentadas.

ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DEL MATERIAL RELEVADO:

CAPÍTULO I:

Analizando a empresas comerciales y de servicios, tal es el caso del grupo Cencosud, los factores de producción tradicionales deben reinterpretarse desde un enfoque más amplio e intangible, en donde cobra importancia la innovación tecnológica y la gestión del conocimiento. Esta evolución está directamente relacionada con las transformaciones del sector retail, que demanda mayor agilidad.

Para poder comprender la estructura de costos del grupo, se debe realizar, en una primera instancia a los estados financieros del grupo para poder determinar, la proporción que representa cada factor de producción respecto del total, como así también determinar su margen de contribución.

Del Estado de Resultados comparativo del grupo, se pudo observar que su margen de contribución para el período estudiado – 2022 – 2024 – se mantuvo en promedio en un 30%. Para poder determinarlo, se evaluaron los costos variables de la compañía respecto a sus ingresos por ventas.

En el caso de Cencosud S.A el resultado obtenido resulta favorable considerando que en el sector retail la rotación de inventarios es elevada como así también su volumen de ventas. Dicho porcentaje le permite a la compañía cubrir sus costos fijos, como así también, obtener una rentabilidad anual.

Del análisis de los estados financieros se observa, en primer lugar, que los costos de ventas incluyen el costo de adquisición de los productos vendidos y otros costos incurridos que resultan necesarios para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. Los mismos, incluyen gastos no recuperables, seguros y transporte de mercadería hasta los centros de distribución. A su vez, se observa que las pérdidas de la cartera de préstamos por cobrar relacionados con el segmento servicios financieros también forman parte de este segmento.

A continuación, se presenta un cuadro resumen de la discriminación de gastos de acuerdo a su naturaleza para el período comprendido en 2022 – 2024.

Gráfico 1: Apertura gastos por naturaleza

Gastos por Naturaleza	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Costo de Mercaderías Vendidas	$ 9.492.819.879	$ 9.926.424.119	$ 10.535.811.303
Otros costos de ventas	$ 590.768.943	$ 624.059.395	$ 657.116.276
Gastos del personal	$ 1.637.874.453	$ 1.941.407.802	$ 2.102.528.603
Depreciaciones y amortizaciones	$ 363.636.487	$ 428.009.986	$ 486.684.400
Costos de distribución	$ 113.546.067	$ 97.584.178	$ 109.412.122
Otros gastos, por función	$ 166.430.315	$ 153.416.890	$ 185.543.197
Limpieza	$ 78.889.868	$ 90.521.124	$ 98.322.513
Seguridad y vigilancia	$ 77.166.071	$ 87.762.694	$ 98.891.382
Mantenimiento	$ 96.393.208	$ 119.001.057	$ 131.390.312
Honorarios profesionales	$ 161.794.808	$ 182.371.412	$ 189.932.776
Bolsas para clientes	$ 2.400.132	$ 2.519.490	$ 2.458.908
Comisión Tarjeta de Crédito	$ 156.194.341	$ 184.951.824	$ 204.915.747
Arriendos	$ 80.042.962	$ 102.387.641	$ 112.576.042
Consumos, gastos básicos y Otros	$ 51.829.545	$ 70.471.506	$ 43.572.171
Argentina - Economía hiperinflacion	$ 909.445.214	$ 1.679.628.408	$ 683.175.327
Argentina - Conversión de Moneda	-$ 852.900.716	-$ 2.394.409.071	-$ 165.453.213

Fuente: Elaboración Propia

Se puede observar, que de acuerdo a la legislación vigente y dado los índices de inflación en Argentina, se desagrega el ajuste por inflación para reexpresar los ingresos en moneda constante. Los componentes de los ingresos de actividades ordinarias han sido convertidos a pesos chilenos considerando el tipo de cambio promedio.

Como primer factor de producción se analizará el tratamiento de sus inventarios, en donde la sociedad evalúa el valor neto realizable de sus inventarios en forma periódica, para lo cual los separa por línea de negocio verificando su composición de antigüedad, rotación de los mismos, precios de venta y de temporada, aplicando ajustes con cargo a los resultados del ejercicio en caso de corresponder.

Gráfico 2: Valores Razonables Inventarios Corrientes

Inventarios Corrientes	Inventarios a Valor Neto de Realización		
	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Saldo Inicial	$ 42.196.951,00	$ 56.456.825,00	$ 72.742.905,00
Incremento de inventario a VNR	$ 119.585.463,00	$ 24.376.788,00	$ 17.635.044,00
Disminución de inventario a VNR	-$ 5.325.589,00	-$ 8.090.708,00	-$ 16.639.762,00
Total	$ 156.456.825,00	$ 72.742.905,00	$ 73.738.187,00

Fuente: Elaboración Propia

De lo presentado en sus estados contables, se elaboró un cuadro resumen que muestra la composición de sus inventarios en el período estudiado:

Gráfico 3: Valuación Inventarios Corrientes

Inventarios Corrientes	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Materias Primas	$ 5.775.034,00	$ 6.083.517,00	$ 7.073.187,00
Mercaderías	$ 1.637.265.859,00	$ 1.527.152.697,00	$ 1.827.784.649,00
Argentina - Economía hiperinflacionaria	$ 33.468.264,00	$ 27.294.840,00	$ 13.128.675,00
Deterioro de Inventarios	-$ 166.102.519,00	-$ 149.310.145,00	-$ 201.164.061,00
Total	$ 1.510.406.638,00	$ 1.411.220.909,00	$ 1.646.822.450,00

Fuente: Elaboración Propia

De acuerdo a lo que expone en sus notas a los estados contables, el grupo valoriza sus existencias bajo el método “Costo Promedio Ponderado”, sin embargo, para las filiales de Argentina, encontrándose en una economía hiperinflacionaria, la sociedad adoptó el método de costo de reposición ya que resulta el más representativo para la valorización de inventarios ajustados por inflación.

Esta situación se explica ya que la principal diferencia que radica entre el costo promedio ponderado y el costo de reposición, es que este último considera los valores de mercado; mientras que el primero utiliza valores históricos.

Valuar los inventarios a costo de reposición ofrece ventajas significativas en contextos inflacionarios, ya que permite reflejar de forma más realista el valor actual de los

bienes en stock, evitando distorsiones derivadas de costos históricos desactualizados. Este criterio contribuye a una mejor medición de la rentabilidad, al representar con mayor precisión el costo de reposición de los productos vendidos.

A su vez, protege el capital de trabajo de la compañía al no subestimar el valor de sus activos. Asimismo, facilita una toma de decisiones más eficiente en materia de precios, márgenes y políticas comerciales ya que se encuentra basada en información actual del mercado.

Para comprender mejor su estructura de costos, además del análisis que surge de sus estados financieros es importante evaluar aspectos más amplios que surgen de la información publicada en sus memorias anuales reflejando los diferentes recursos que utiliza la compañía para una gestión más eficiente.

Se observa especial énfasis en la relación con sus proveedores, los cuales son considerados un factor clave a fin de poder optimizar su cadena de suministros, ya que, en una última instancia se transforma en parte de la experiencia al cliente. A su vez, se identifican riesgos y oportunidades de mejora respecto a la calidad de sus servicios. La interacción con los proveedores se lleva a cabo a través de la plataforma ARIBA, por correo electrónico y/o vía telefónica.

De acuerdo a la naturaleza de las actividades, el grupo diferencia a sus proveedores en comerciales, que son aquellos que proveen bienes; y no comerciales a los que proveen servicios. Al primer grupo, de acuerdo a diversos parámetros, la empresa le asigna un nivel de criticidad, en donde se evalúa no sólo el riesgo asociado a la falta de suministros, sino también al impacto financiero que tengan respecto al resultado final.

La política de pago a sus proveedores en Argentina establece que los mismos se realizan en forma semanal. Los vencimientos de las obligaciones se determinan sumando los días correspondientes a la condición de pago acordada con el proveedor, la fecha de recepción de los bienes o la prestación de los servicios ajustando los mismos al calendario de vencimiento de cada unidad de negocio.

No posee contratos con proveedores que sean inferiores a los 30 días considerando la fecha de la factura; pudiéndose encontrar contratos con vencimientos a los 180 días fecha factura.

El promedio de días de pago para el año 2024 fue de 41 días, siendo levemente inferior al 2023, el cual era de 44 días. Para su cálculo se multiplica el total por tipo de proveedor, por un promedio ponderado de los días de pago, considerando para cada tramo el plazo máximo definido. Para el ciclo 2024, la empresa no registró intereses por mora con ninguno de sus proveedores.

En forma individual, no se encuentra ningún prestador de bienes y/o servicios que represente al menos el 10% del total de compras efectuadas, como así tampoco, clientes que, en el mismo sentido, concentren al menos un 10% del ingreso.

Los principales proveedores de Cencosud S.A provienen de la industria del retail; en donde se pueden encontrar como sus principales proveedores a Nestlé Chile S.A, Comercial Santa Elena S.A, Coca-Cola Embonor S.A, Cervecería y Maltería Quilmes S.A, entre otras.

Continuando con el análisis de los factores de producción, se analiza el componente de la mano de obra, en el cual el grupo económico informa que al cierre del ejercicio 2024 la nómina estaba compuesta por un promedio de 120.918 colaboradores finalizando con al 31 de diciembre del mismo año con 121.524 personas.

Todas las filiales del grupo se rigen por la política regional de compensaciones, la que define los elementos de remuneración con sus correspondientes escalas salariales, comparando las mismas con el mercado vigente. En la determinación de los salarios actúan consultores independientes especializados cuya gestión es auditada por los consultores internos.

Se observa que los costos asociados al personal, no sólo contemplan los establecidos por ley, sino que, a su vez, la compañía otorga beneficios adicionales, dentro de los que se puede mencionar: prepaga para los empleados fuera de convenio; descuentos en supermercados y tiendas de mejoramiento del hogar; almuerzo pago; descuento en seguros; entre otros.

En el 2023, la empresa incorporó para sus ejecutivos un plan de incentivo basado en el cumplimiento de objetivos individuales de aportación a los resultados de la sociedad que corresponden a bonos pagaderos con acciones de la compañía. A continuación, se presenta un gráfico en donde se analiza los beneficios pagados a los trabajadores en el período estudiado:

Gráfico 4: Beneficios al Personal

Beneficios al Personal	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Vacaciones	$ 65.461.166,00	$ 66.253.908,00	$ 79.009.429,00
Participación en resultados y bonos	$ 75.209.059,00	$ 66.895.215,00	$ 84.355.819,00
Pagos basados en acciones	$ -	$ 4.729.009,00	$ 9.860.914,00

Fuente de elaboración propia

Mantiene comunicación constante con el personal brindándoles diferentes formas de contacto con las diversas áreas de la compañía. La interacción se puede llevar a cabo mediante mails, reuniones virtuales y/o presenciales como así también, a través de comunicados internos.

Dentro de las prioridades de la compañía respecto a su personal presta atención no solo al salario predeterminado, sino que, a su vez, se interioriza en temas tales como salud y seguridad, calidad de vida y buenas prácticas laborales. Para su seguimiento y control utiliza políticas regionales de compensaciones; reglamentos internos de orden, higiene y seguridad; políticas de diversidad e inclusión como así también se regula a través de los convenios de negociación colectiva.

A su vez, fomenta la capacitación y el desarrollo con el objeto de retener, atraer y desarrollar a sus colaboradores a través de programas de capacitación y entrenamiento que promueven su formación y carrera profesional.

Las métricas que se utilizan para medir la efectividad de estos programas son, entre otros, el promedio de horas de formación al año; programas para desarrollar las competencias de los colaboradores sumado a la ayuda en la transición de puestos; porcentaje de colaboradores que reciben evaluaciones periódicas de desempeño.

En lo que respecta a los costos de distribución, la empresa no hace mención especial de las políticas utilizadas ni de estrategias implementadas, como así tampoco desagrega los componentes que conforman al concepto. Sólo hace mención al concepto, explicando que los costos de distribución comprenden todos aquellos gastos necesarios para entregar los productos a los clientes.

Para finalizar el análisis de los factores de producción, se estudiará al capital. La compañía expone que en relación con la gestión del capital su objetivo es el de salvaguardar la capacidad de continuar como empresa en marcha, procurando un rendimiento para sus accionistas, otorgando beneficios a otros grupos de interés y mantener la estructura de capital óptima para reducir el costo del mismo.

En consistencia con la industria; la sociedad monitorea su capital a través del ratio del apalancamiento, en donde para su cálculo, se divide la deuda financiera neta por el patrimonio total. La sociedad ha combinado distintas fuentes de financiamiento, tales como: aumentos de capital, flujos de la operación, créditos bancarios y obligaciones con el público a través de bonos de deuda.

En mayo del 2024 Cencosud realizó una emisión especial de un bono internacional por 650.000.000 de dólares, en donde a raíz de su demanda logró quintuplicar su valor. Dicha colocación tuvo como objeto anticipar vencimientos exigibles en el mes de julio 2024 y febrero 2025, logrando mejorar el perfil de vencimientos de la compañía.

Como parte del marco integral de gestión de riesgos, la Sociedad cuenta con políticas de gestión de liquidez orientadas a garantizar el cumplimiento oportuno de sus obligaciones, tanto en condiciones normales como extraordinarias generadas por variaciones no previstas en el mercado.

Dichas herramientas han sido diseñadas tanto para asegurar el posicionamiento de balance que permita minimizar la probabilidad de ocurrencia de una crisis de liquidez interna como así también, para definir, los planes de contingencia que permitirían hacer frente ante un escenario de crisis de liquidez.

En mayo del 2024 Cencosud realizó una emisión especial de un bono internacional por 650.000.000 de dólares, en donde a raíz de su demanda logró quintuplicar su valor. Dicha colocación tuvo como objeto anticipar vencimientos exigibles en el mes de julio 2024 y febrero 2025, logrando mejorar el perfil de vencimientos de la compañía.

La política de dividendos adoptada por la sociedad determina que las utilidades que arroje el balance se destinarán en una primera instancia a absorber las pérdidas de ejercicios

anteriores – si los hubiera – y el remanente se distribuirá como determine la junta de accionistas. Salvo acuerdo diferente, la sociedad deberá emitir anualmente en carácter de dividendos en dinero al menos el 30% de las utilidades líquidas distribuibles.

En marzo del 2024, el directorio decidió modificar la política utilizada para la determinación de la utilidad líquida distribuible a fin de alinearlo a las prácticas en esta materia por otros emisores con filiales en Argentina. Su determinación consistirá en efectuar únicamente los ajustes a “Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora”

Al ser una empresa comercial y de servicios, al analizar el capital resulta relevante estudiar su infraestructura edilicia, la ubicación estratégica de sus centros de distribución como así también la inversión en tecnología realizada.

El grupo Cencosud es una compañía que opera en diversas líneas de negocio y formatos comerciales, mediante canales físicos y digitales, en cinco países de Sudamérica y Estados Unidos.

En sus diferentes formatos – Supermercados e Hipermercados, Cash & Carry, Tiendas de Conveniencia – la Sociedad presenta 1321 tiendas, abarcando 2.894.417 m^2. Como canales digitales se encuentran el Marketplace Paris; las aplicaciones móviles de Jumbo, SPID, Mi Mail, entre otras y el Live Shopping. A continuación, se expone un gráfico en donde se muestran los centros de distribución y tiendas en Argentina:

Gráfico 5: Instalaciones del Segmento Supermercados en Argentina

Instalaciones del segmento Supermercados - Argentina		
Nombre	**Dirección**	**Derecho de uso**
V Altos del Solar	Av. Felipe Figueroa Esq. Juan de Sosa y Leon 0	Arrendado
V Stop Alberdi	AVENIDA RIVADAVIA 14452	Propio
V Stop Concepción	AV.TERAN JUAN BRIGIDO 200 L.S. Of.4 0	Propio
V Stop Monteros	Avenida Circunvalación Km 4 y 1/2 Of. 03 0	Propio
V Av. Alem	AVENIDA ALEM LEANDRO NICEFORO 240	Arrendado
V Gob. del Campo	AVENIDA DEL CAMPO GDOR 1150	Arrendado
V Sarmiento Tucuman	AVENIDA SARMIENTO DOMINGO FAUSTINO 750	Arrendado
V Terminal	Av. Brigido Teran 200 L.S. 1 0	Arrendado
V Tucuman Roca	AVENIDA SOL DE MAYO 1096	Propio
V Tafi Viejo	Av. Leandro Alem 618	Arrendado
V America y Belgrano Tucuman	Ituzaingo 701	Arrendado
V Colón 650	Colón y Roca 650	Arrendado
V Mate de Luna	Avenida Rafael Nuñez 3500	Arrendado
V Yerba Buena	Av. Aconquija y L.L. de la Vega L. 158 0	Propio
V Santiago del Estero II	Av. Belgrano Sur N° 433/459 433	Arrendado
V Santiago del Estero	Av. Rivadavia esq. Ejercio Argentino 0	Propio
V La Banda	25 de Mayo y Chacabuco 0	Arrendado
V La Rioja	LAPRIDA Y ARTIGAS 6811	Propio
V La Rioja 2	AVENIDA ALEM LEANDRO NICEFORO 678	Arrendado
V Cordoba I	CORDOBA PROVINCIA DE 649	Arrendado
Centro de Panificado Arg	Brandsen Cnel 3790/92 Of.07	Propio
Fraccionamiento carnes Ezeiza Arg	newton esquina la horqueta of. 08	Propio
Frigorifico Amancay Arg	Ruta nacional n°8 km 57,5	Propio
Frigorifico Eco Carnes Arg	ruta 202 km 5500	Propio
Matadero y Frigorifico Federal	laprida francisco narciso 696	Propio
Centro de Distribución Ezeiza Arg	newton esquina la horqueta of. 01	Propio

Fuente: Memoria Anual 2024 – Cencosud

Gráfico 6: Instalaciones del Segmento Centros de Distribución- Argentina

Instalaciones del segmento Centros de distribución - Argentina		
Nombre	**Dirección**	**Derecho de uso**
CD EASY QUILMES	Carlos Pellegrini 3033	Propio
CD DALBAN	Laplace 3554	Arrendado
CD EASY SAN JUSTO	Monseñor Bufano 1113	Propio
CD EASY PILAR	Ruta Provincial 25 y Patagones	Arrendado
CD BLAISTEN SAN JUSTO	Monseñor Bufano 1113	Propio
CD BLAISTEN ITUZAINGO	Cnel. Brandsen 3790	Propio

Fuente: Memoria Anual 2024 – Cencosud

Respecto a las inversiones en tecnología la Compañía cuenta con aplicaciones móviles, las cuales, entre otras funcionalidades, permite crear un usuario para recibir notificaciones personalizadas respecto al consumo, novedades y beneficios. A su vez cuenta con “Compras en vivo” en donde los espectadores interactúan y compran durante la transmisión.

Desde el 2017, el grupo ha implementado sistemas de refrigeración con gases ecológicos CO2 transcrítico, y en 2024 sumó un nuevo local en la región, alcanzando un total de 15 establecimientos que utilizan dicha tecnología, reduciendo las emisiones y promoviendo la adopción de tecnologías más eficientes.

A su vez, la Sociedad incorporó el procesamiento automatizado de algunos de sus productos asegurando su calidad y aumentado su eficiencia. Los cortes de carnes que se distribuyen en algunas de sus tiendas se producen en plantas automatizadas con una capacidad de 7,2 toneladas al año. Asimismo, la maduración de plátanos se realiza en plantas capaces de procesar 14.400 toneladas al año; entre otros productos.

Su estrategia corporativa tiene como uno de sus ejes la innovación y experiencia del cliente. Dicho plan considera la implementación de tecnologías avanzadas y soluciones digitales para optimizar las operaciones.

Con dicho objetivo, la Sociedad ha creado la Gerencia Economía Retail, encargada de integrar diversas tecnologías, plataformas y canales para generar sinergias, eficiencias y nuevas fuentes de ingreso. Posee laboratorios de innovación, dedicados a la experimentación y desarrollo de nuevas tecnologías.

La compañía evalúa las fluctuaciones de las monedas funcionales respecto a la moneda de presentación de sus estados financieros a través de un análisis de sensibilidad sobre patrimonio y activos netos en moneda local, el monto de exposición sensibilizado respecto a estas partidas de la siguiente manera:

Gráfico 7: Análisis de Sensibilidad

MONEDA	CLP	ESCENARIOS	VAR. ACTIVOS MS	VAR. %	VAR. PATRIMONIO MS	VAR. %
PESO ARGENTINO	0,84	E1	(308.919.337)	-2,02%	(190.203.745)	-3,58%
	1,03	E2	137.819.502	0,90%	84.856.409	1,60%
PESO COLOMBIANO	0,20	E1	(168.399.778)	-1,10%	(136.252.207)	-2,56%
	0,25	E2	138.052.020	0,90%	111.697.847	2,10%
NUEVO SOL PERUANO	246,03	E1	(119.130.189)	-0,78%	(84.212.820)	-1,58%
	289,90	E2	163.222.424	1,06%	115.381.504	2,17%
REAL BRASILEÑO	141,21	E1	(145.608.902)	-0,95%	(69.954.575)	-1,32%
	177,26	E2	115.389.588	0,75%	55.436.375	1,04%
DÓLAR AMERICANO	920,33	E1	(148.143.380)	-0,97%	(280.118)	0,00%
	1104,98	E2	211.175.933	1,38%	920.631	0,00%
TODAS LAS MONEDAS		**E1**	**(890.201.586)**	**-5,81%**	**(480.903.465)**	**-8,83%**
		E2	**765.659.467**	**5,00%**	**368.292.766**	**6,83%**

Fuente: Estados Financieros Cencosud 2024

El escenario 1 representa la sensibilidad de la tasa de cambio menos favorable a ser usada en la conversión de las monedas locales a la moneda de presentación de los estados financieros del grupo y su impacto en los activos netos y patrimonio; mientras que el escenario 2 representa la sensibilidad de la tasa de cambio más favorable a ser usada en la conversión y su respectivo impacto en los activos y patrimonio del grupo.

CAPÍTULO II:

El escenario de inestabilidad política y económica en los que opera la compañía, han generado inestabilidad en los mercados financieros locales, regionales y globales, tanto por los índices de inflación como de los de la actividad económica.

Producto de la situación detallada, se origina la volatilidad de los tipos de cambio y las tasas de políticas monetarias, que podrían exponer a la Compañía a un endeudamiento con un costo financiero más elevado y a los efectos del tipo de cambio en los distintos países en los que opera.

En comparación con el resto de los países en donde la empresa opera, Argentina representa uno de los mercados más complejos, pero a su vez, también el que presenta mayor potencial de rebote económico en el largo plazo, lo que justifica la continuidad en sus inversiones.

A diferencia de los otras filiales, en nuestro país adoptó medidas más flexibles respecto a lo financiero, tal es el caso de la dolarización parcial del endeudamiento; la adopción del costo de reposición en su valuación de inventarios y la cancelación anticipada en pago a proveedores.

Mientras que en Chile y Perú la expansión se concentra en nuevos formatos y digitalización, en nuestro país la prioridad ha sido garantizar la operatividad y rentabilidad dado nuestro contexto macroeconómico.

Dicha situación convierte al grupo Cencosud en un caso interesante de análisis, ya que dentro de su política de costos combina una estrategia regional homogénea con decisiones específicas para cada mercado, lo cual se traduce en estructuras de costos flexibles y alianzas locales.

En la memoria correspondiente al año 2022, la empresa menciona que en un escenario post pandemia junto con los potenciales cambios políticos en los países donde tiene presencia, ha generado inestabilidad en los mercados financieros locales, regionales y globales, tanto por los altos índices de inflación como de los de la actividad económica.

Producto de esto, se originan tendencias alcistas en las tasas de interés y volatibilidad de los tipos de cambio, que podrían exponer a la compañía a un endeudamiento de un costo financiero cada vez más elevado y a los efectos de tipo de cambio en los distintos países en donde opera.

En su memoria correspondiente al año 2024, en su apartado de contexto macroeconómico, el grupo expone que en Argentina la economía se contrajo un 1,7% afectada por la caída en la industria; la inflación desaceleró a un 117% - siendo de todos modos un porcentaje elevado respecto al resto de los países de la región – y a su vez, indica que la tasa de desempleo fue del 6,5%, reflejando dificultades en la creación de puestos de trabajo.

Si se observa el mismo contexto macroeconómico para el resto de los países en donde Cencosud opera, se puede apreciar que todas las economías tuvieron un crecimiento excepto la argentina; las tasas de inflación fueron de un dígito, en donde el porcentaje más alto lo tiene Colombia con un 5,2%.

Uno de los factores de producción que más se ve afectado es el de la materia prima como desencadenante de los tipos de cambio y la tasa de interés.

En este punto, la compañía está expuesta al riesgo de mercado que involucra las variaciones de la tasa de interés y tasas de cambio de divisas, las que pueden afectar su posición financiera, resultados operacionales y flujos de caja. La política de cobertura de la empresa, establece principalmente la revisión periódica de su exposición al riesgo de ambas variables de los principales activos y obligaciones de la sociedad.

El grupo ha identificado como relevante el riesgo de la tasa de interés derivado a partir de las obligaciones pactadas a tasa variable, las cuales serán sensibilizadas, midiendo el

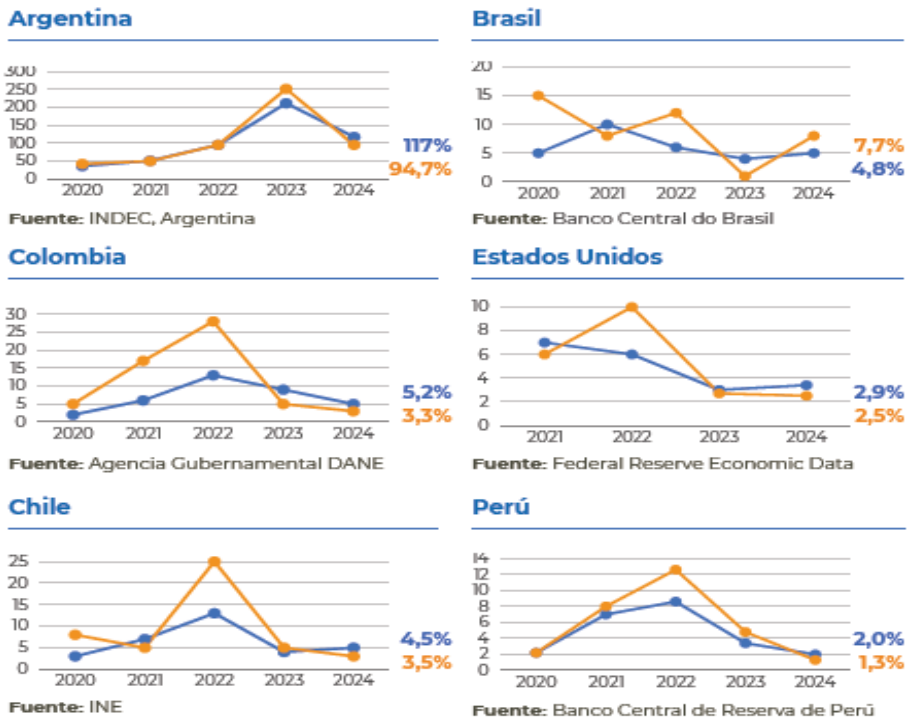
impacto en resultados. Siguiendo los lineamientos normativos, la desviación de la tasa de interés es estimada a partir de series históricas en frecuencia diaria de cada una de las variables de riesgo, posteriormente se examina la distribución de los cambios porcentuales ocurridos en el trimestre eliminando los escenarios extremos que caen por fuera del intervalo de confianza del 95%.

Al 31 de diciembre de 2024 aproximadamente el 76% - 74,39% al 2023 - de la deuda financiera de la compañía estaba pactada a una tasa de interés fija, principalmente compuesta por la deuda a corto plazo y obligaciones negociables. El 24% restante se encuentra pactada a una tasa de interés variable, incluyendo los derivados.

Para las deudas denominadas a tasa variable, el riesgo financiero se refiere a la potencial desviación de los flujos de caja relacionados al pago de intereses.

Otro de las variables que afectan al rubro de las mercaderías y materia prima es la tasa de inflación. En su memoria anual presentada en el año 2024, la sociedad realiza un gráfico comprendiendo los niveles de inflación sufridos desde el 2020 hasta el 2024 de sus diferentes filiales mostrando con líneas de diferentes colores la inflación a nivel general respecto a la pertinente a los alimentos y bebidas alcohólicas, en donde se puede observar que considerando los niveles hiperinflacionarios de nuestra región el grupo utiliza una escala diferente al resto de los países.

Gráfico 8: Índices de Inflación en sus respectivas filiales



Fuente: Memorial anual período 2024

De acuerdo a los datos publicados por el INDEC en su informe de índices y variaciones porcentuales mensuales e interanuales, se observa que para el rubro alimentos y bebidas no alcohólicas la inflación anual fue del 95% para el 2022, mientras que para el 2023 y 2024 fueron de 251,3% y 94,7% respectivamente.

El impacto que ocasionó las altas tasas de inflación, en particular la del año 2023, condujo a que la compañía implementara comités ad hoc con la finalidad de tratar temas específicos, entre los cuales, se encontraba la crisis inflacionaria argentina.

CAPÍTULO III:

En el presente capítulo se expondrán las principales estrategias que utilizó el grupo Cencosud para seguir expandiéndose y lograr mayor participación en el mercado en las condiciones adversas que se planteó en capítulos anteriores.

El grupo sostiene que los mayores impactos en la cadena valor de la empresa se rigen en torno al gobierno corporativo, transparencia gestión de ética y de riesgos; calidad, seguridad y nutrición de la oferta de productos y la gestión de la cadena de abastecimiento.

A partir del 2021, en el marco de la estrategia de fortalecimiento de su política de costos, Cencosud ha estructurado su gestión de la cadena de abastecimiento en torno a tres pilares fundamentales: sistemas normativos y procesos; estructura organizacional y monitoreo y control.

Cada uno de los pilares responden a objetivos específicos y se han acompañado de programas concretos orientados a mejorar la eficiencia operativa y fortalecer la relación con sus proveedores estratégicos.

En primer lugar, en lo que respecta a los sistemas normativos y procesos, la compañía se propuso eficientizarlo mediante una gestión de proveedores centralizada y alineada en todas sus unidades de negocio y países en donde opera.

Para ello fue necesario implementar acciones orientadas a simplificar, estandarizar, digitalizar y automatizar los procesos relacionados con transacciones, contratos, compras, pagos y planes de desarrollo de proveedores.

Entre los principales programas llevados a cabo, se destaca la actualización el diseño de una nueva política de compras, permitiendo agilizar los acuerdos comerciales con sus proveedores. A su vez, se avanzó en la simplificación y estandarización de los requerimientos, órdenes de compra y contratos marco, contribuyendo a una mayor homogeneidad operativa.

En lo correspondiente a la estructura organizacional, el objetivo fundamental se basó en conformar equipos centralizados con énfasis en el desarrollo y la adquisición de productos de marcas propias.

Dicha reconfiguración organizativa incluyó la potenciación del liderazgo y la asignación de responsabilidades específicas a los roles más vinculados a la gestión de compra; promoviendo la conformación de células de trabajo ágiles, con una orientación clara hacia la creación de valor sostenible.

Se conformó un equipo regional de compras con el objetivo de asegurar la disponibilidad de productos fuera de temporada y generar ahorros operativos. Por otra parte, se crearon dos nuevas subgerencias: una de gestión de proveedores y una de contratación.

Los nuevos puestos departamentos fueron creados para elaborar planes de desarrollo para los diversos grupos de proveedores, monitorear sus planes de eficiencia energética y centralizar la evaluación de su desempeño.

El tercer pilar, vinculado al monitoreo y control, se orientó a la implementación de un sistema de evaluación transversal para todas sus filiales, con el objeto de monitorear de manera centralizada los niveles de calidad y servicio comprometidos en los acuerdos comerciales.

Para lograrlo, fue necesario introducir un tablero de mando integral para la gestión integral del abastecimiento, que permita una supervisión consolidada del desempeño operativo de la cadena de suministros.

En el marco de una optimización efectiva de la gestión en sus tres pilares estipulados, la compañía debió afrontar diversos desafíos, como ampliar la cobertura de contratos marcos con proveedores, reducir las tareas administrativas del área de abastecimientos, optimizar

acuerdos comerciales y operativos, mejorar los procesos de adjudicación de contratos, y promover la movilidad del talento interno hacia equipos de áreas estratégicas.

Continuando con el análisis de las estrategias utilizadas por la sociedad en función a su cadena de abastecimiento, se puede destacar la implementación del “Supply Chain” el cual optimiza la cadena de abastecimiento garantizando disponibilidad, eficiencia operativa y costos competitivos, habilitando una logística que brinde soporte al crecimiento del ecosistema.

Para poder lograrlo, el grupo Cencosud utiliza la inteligencia artificial ya que, a su criterio, mejora la transparencia y eficiencia de la cadena de suministros, logrando con ello una reducción de costos significativa.

A su vez, la sociedad realiza un proceso de validación de proveedores y locatarios en conjunto con auditorías de seguimiento a los mismos en cuestiones de cumplimiento normativo y de calidad de los suministros ofrecidos.

En los países en los que opera la compañía la mayoría de los costos e ingresos son en moneda local. La política consiste en cubrir el riesgo originado por las variaciones del tipo de cambio sobra la posición de pasivos exigibles netos en moneda extranjera mediante instrumentos de mercado diseñados para dichos efectos.

Al 31 de diciembre de 2024 el 78,73% de la deuda en dólares americanos está cubierta ante el riesgo originado por las variaciones de los tipos de cambio – 93,05% al 31 de diciembre de 2023 y 87,89% al 31 de diciembre de 2022 -. Una parte de esa cobertura se obtiene de la designación de instrumentos financieros derivados. En relación a la deuda remanente, no cubierta por derivados y efectivo, un porcentaje de la misma se utiliza como instrumento en la estrategia de cobertura de inversión neta en el extranjero.

En desarrollo de la estrategia de cobertura contable se designa una porción de la deuda financiera descubierta contratada en dólares como instrumento no derivado de cobertura. La contabilidad de coberturas aplica sólo a las diferencias de cambio que surgen entre la moneda funcional del negocio en el extranjero y la moneda funcional de la sociedad controladora.

En un entorno incierto y dado los constantes cambios en la industria, la gestión del riesgo resulta esencial para la viabilidad a largo plazo de las compañías. El grupo mantiene una “Política Corporativa de Gestión de Riesgos”, como así también, una serie de procedimientos relacionados, como manuales de Auditoría Interna y marcos metodológicos para la gestión y administración de riesgos de todo tipo, incluidos aquellos de carácter económico, ambientales y sociales.

La estrategia de Gestión de Riesgos de la sociedad busca llevar un porcentaje de su deuda financiera a tasas variables, con el propósito de beneficiarse con un menor costo de fondos y el resto de su deuda financiera mantenerla a tipos de interés fijos, con el objeto de reducir la incertidumbre derivada de los pagos de intereses variables, tomando instrumentos financieros derivados para estos efectos. A su vez, busca reducir la incertidumbre ocasionada por el aumento en sus pasivos a través de instrumentos financieros derivados y no derivados, los cuales facilitan la fijación del valor de la obligación original expresándolo en moneda funcional.

Los cambios en los hábitos de consumo, la inestabilidad económica y política de los países en donde el grupo opera, los considera riesgos estratégicos, entendiendo como tales a los cambios regulatorios, tributarios, inflación, entre otros aspectos, que resulta necesario para la compañía reevaluar de manera periódica las estrategias corporativas; para el cual se

dispone de un proceso de planeación estratégica, el cual está materializado a través de métricas y metas definidas por negocio y/o país.

En la memoria correspondiente al año 2022, la empresa menciona que en un escenario post pandemia junto con los potenciales cambios políticos en los países donde tiene presencia, ha generado inestabilidad en los mercados financieros locales, regionales y globales, tanto por los altos índices de inflación como de los de la actividad económica. Producto de esto, se originan tendencias alcistas en las tasas de interés y volatibilidad de los tipos de cambio, que podrían exponer a la compañía a un endeudamiento de un costo financiero cada vez más elevado y a los efectos de tipo de cambio en los distintos países en donde opera.

Analizando las estrategias implementadas por la sociedad en el ciclo 2023, los pilares de la estrategia de negocio se focalizan en 5 grandes puntos: fortalecimiento financiero; innovación y nuevas tendencias; crecimiento orgánico e inorgánico; desarrollo de talento y sostenibilidad.

Definió el crecimiento de la compañía como uno de los pilares estratégicos, entendiendo que la expansión es clave para adquirir mayores economías de escala y desarrollar con mayor fuerza sus marcas y formatos a lo largo de toda la región, permitiendo ser un retailer líder en los mercados en los que está presente.

A raíz de las iniciativas propuestas y cumplidas por el grupo, la empresa menciona que el ahorro anual promedio fue de 9.000.000 de dólares, analizando los períodos 2017 – 2023. Entre las iniciativas más relevantes para el caso de estudio se pueden encontrar el centro de servicios compartidos, el cual se encarga de implementar iniciativas de mejoras de procesos en tiendas al automatizarlas; el desarrollo de marcas propias otorgando no solamente una mayor variedad en su cartera de productos sino a su vez, logrando mayor

rentabilidad. A continuación, se presenta una gráfica realizada por el grupo con el crecimiento en sus ingresos consolidados:

Gráfico 9: Ingresos Consolidados



Fuente: Memoria anual 2024

Pese a que en el 2023 se observaron altos niveles de inflación, principalmente en el rubro alimenticio, con externalidades negativas para el consumo, los ingresos tuvieron un aumento del 4,1%, derivado en parte, a las distintas aperturas del año, como así también, al buen desempeño de los canales físicos con un superávit del 3,1%.

La compañía menciona que el EBITDA ajustado tuvo un incremento de un 15,2% frente al 2022 debido a la gestión eficiente de sus gastos y la dilución de estos por mayores ingresos; lo cual compensó, en forma parcial, a las presiones ocasionadas en los aumentos de los costos derivados de la inflación.

Las alianzas estratégicas han cobrado un rol fundamental como herramienta de crecimiento sostenido ya que representan una extensión de sus factores de producción

permitiendo compartir recursos, reducir riesgos y acceder a nuevas capacidades tecnológicas sin la necesidad de grandes inversiones iniciales.

Una de las principales alianzas que ha sostenido el grupo a nivel regional ha sido con el Scotiabank, entidad con la que mantiene una sociedad estratégica para la operación de tarjetas de crédito propias y programas de fidelización.

Si bien en Argentina el esquema financiero presenta disposiciones regulatorias menos convenientes, la empresa ha replicado este modelo a través de convenios con emisoras de tarjetas y billeteras virtuales facilitando el financiamiento a sus clientes, brindándoles descuentos y cuotas sin interés.

Otra de las alianzas estratégicas radica en la expansión del canal e-commerce y los servicios de última milla. La Sociedad ha colaborado con firmas especializadas en logística y plataforma de delivery – como Uber y Uber Eats – permitiendo ampliar su cobertura en áreas metropolitanas, reduciendo costos operativos mediante la tercerización.

Dichas relaciones comerciales que posee la compañía no solamente representan acuerdos comerciales, sino que evidencian extensiones funcionales de sus capacidades internas, que contribuyen a sostener la competitividad.

En función al capital, la estrategia utilizada por la compañía se enfocó en mejorar el perfil de vencimientos y la liquidez. La estructura de capital al cierre del 2024 garantiza que no habrá una presión significativa sobre la liquidez en el corto plazo. Al mismo tiempo, dicha estructura se enfoca en la rentabilidad a largo plazo.

En el contexto inflacionario argentino, donde la eficiencia operativa puede verse comprometida por la volatilidad macroeconómica, la innovación se convierte en un factor de producción clave que permite a las empresas sostener su competitividad.

Para el grupo Cencosud, la incorporación de herramientas tecnológicas, procesos digitales y estrategias centradas en la experiencia del cliente han sido fundamentales para redefinir su estructura de costos y mitigar los efectos negativos de la inflación.

La compañía ha apostado por la digitalización de procesos operativos clave en Argentina, como la gestión de inventarios, abastecimiento, atención al cliente y logística. La implementación de sistemas integrados como ERP y plataformas digitales de gestión de compras permiten optimizar el flujo de mercaderías, anticipando variaciones de demanda, reduciendo costos de reposición y roturas de stock, variables particularmente sensibles a la inflación.

A su vez, el crecimiento del canal e-commerce ha sido una de las principales innovaciones del grupo. Mediante su plataforma online, con opciones de entrega en 24 horas o pick-up en tienda, Cencosud logró captar nuevos segmentos de clientes, reducir los costos de operación en sucursales físicas y recopilar datos que luego los reutiliza en estrategias de marketing.

Se menciona, adicionalmente, la creación y el posicionamiento de marcas propias, que le permitió a la empresa controlar su cadena de suministros, fijar precios más competitivos y proteger márgenes frente a proveedores externos. Estas marcas ofrecen mayor flexibilidad para adaptarse a cambios de costos.

En sus hechos posteriores al cierre, la Sociedad informa que se ha celebrado un contrato de compraventa para el 2025 con SHV Holdings N.V y Orkam MARVB.V; por parte de Cencosud S.A y Unicenter S.A; ambas filiales argentinas por el 100% de las sociedades de Supermercados Mayoristas Makro S.A y Roberto Basualdo S.A que tienen operaciones actualmente en Argentina.

Las compañías tienen una trayectoria superior a 35 años en el mercado operando en formatos de ventas al por mayor – conocido como “Cash & Carry” – a través de 28 tiendas, las cuales son, en su mayoría de su propiedad.

Makro y Basualdo cuentan con excelentes ubicaciones, con presencia en 12 ciudades y 10 provincias de Argentina, incluyendo Buenos Aires, Santa Fe y Córdoba. Adicionalmente, Makro mantiene un portafolio de marcas propias con un alto nivel de lealtad de clientes que forman parte de su propuesta de valor.

Con dicha adquisición, el grupo Cencosud fortalecerá su presencia en el mercado argentino ingresando al segmento de ventas por mayor, generando de esta forma nuevas sinergias con sus operaciones actuales.

La compañía ha invertido, a su vez, en el desarrollo del capital humano mediante programas de formación interna, gestión por competencias y políticas de retención de talentos. Esto transforma al trabajo en un factor estratégico combinando conocimiento, experiencia y capacidad de adaptación.

La estrategia de innovación no sólo busca un mejor posicionamiento sino también un mecanismo de defensa frente a la inflación, reduciendo incertidumbre operativa, anticipando cambios del entorno.

La reconfiguración de sus factores de producción, incorporando elementos intangibles como tecnología, gestión del conocimiento y digitalización, le permitió a la empresa generar una estructura de costos más flexible y adaptable. A continuación, se presenta un cuadro comparativo reflejando la incorporación de sus factores de producción con el enfoque clásico y el impacto frente a la inflación:

Gráfico 10: Impacto en los Factores de Producción.

FACTOR	ENFOQUE CLASICO	ENFOQUE CENCOSUD	IMPACTO FRENTE A INFLACIÓN
Tierra	Infraestructura Física	Expansión con lógica logística y comercial (ubicación estratégica)	Mejora la distribución y reduce costos logísticos
Trabajo	Mano de obra operativa	Formación continua - retención de talento - digitalización de funciones	Mayor productividad - Menor rotación
Capital	Inversiones Físicas	ERP - Plataformas de compras - Sistema de compras ONLINE - Retail Media	Reduce errores, logrando decisiones más rápidas de precio y stock
Tecnología / Conocimiento	No contemplado	Innovación en procesos - marcas propias - análisis de resultados	Mayor control y eficiencia frente a la variación de precios

Fuente: de elaboración propia.

En el siguiente capítulo se realizará un análisis empírico para evaluar si las estrategias adoptadas por el grupo económico Cencosud repercutió en una mejora real de su política de costos en función a sus resultados.

CAPÍTULO IX:

Luego de analizar el contexto macroeconómico argentino y las estrategias implementadas por la compañía para mitigar los efectos inflacionarios, el presente capítulo se enfoca en el estudio empírico del comportamiento real de sus principales factores de producción.

El objetivo es evaluar si las decisiones adoptadas por la empresa en materia de política de costos se tradujeron efectivamente en mejoras cuantificables para el período analizado.

Se realizó un análisis de tendencias y correlación simple entre los factores de producción y el costo de ventas, en función a la información publicada por el grupo Cencosud en sus informes financieros.

Para dicho análisis, se utilizaron los informes financieros consolidados, los cuales fueron preparados bajo normas internacionales, en donde sólo incluyen el ajuste por inflación para la filial de Argentina, siendo el único país miembro del grupo económico que lo requiere.

Por tal motivo, se consideró pertinente realizar un ajuste por inflación tanto a los valores de los costos de ventas, de los ingresos y de los diversos factores de producción para reflejar la evolución real de las variables. Las propiedades, plantas y equipos se reflejan en la línea PPE.

Gráfico 11: Variables ajustadas por Inflación.

	2022	2023	2024
COSTO DE VENTAS	$ 5.200.201.720,23	$ 3.233.557.027,62	$ 4.623.184.841,14
GASTOS DE PERSONAL	$ 840.797.973,82	$ 623.445.023,12	$ 965.348.302,57
INVENTARIOS	$ 775.362.750,51	$ 453.185.905	$ 756.116.827
PPE	$ 1.911.197.193,53	$ 1.202.030.417,15	$ 1.893.310.855,83
VENTAS	$ 7.290.604.492,30	$ 4.569.891.312,78	$ 7.572.917.827,36
COSTOS / VENTAS %	71%	71%	61%
PERSONAL / VENTAS %	12%	14%	13%
INVENTARIOS / VENTAS %	11%	10%	10%
PPE / VENTAS %	26%	26%	25%
INFLACIÓN ANUAL %	0,948	2,114	1,178
COEFICIENTE AJUSTE	1,948	3,114	2,178

Fuente: Elaboración propia

Del gráfico 11 se puede observar que los costos de ventas se mantienen estables respecto a las ventas para los períodos 2022 y 2023 mientras que para 2024 se logra una

reducción de 10 puntos porcentuales, sin embargo, los factores de producción se mantuvieron estables.

Dicha mejora es, en una primera instancia, producto de la mayor rentabilidad producida por la elaboración de marcas propias que respecto al resto de los productos que comercializa la compañía. A su vez, el incremento en las ventas a través de sus tiendas virtuales logró menores costos de logística y distribución que impactaron en su margen bruto.

La relación constante que surge del análisis de los inventarios respecto a las ventas, sugiere la eficiente gestión de stock frente a la volatilidad inflacionaria, evitando el desabastecimiento y el sobre stock, dos grandes riesgos en estos contextos.

Se presenta a continuación, la matriz de correlación simple realizada con los valores expuestos en el gráfico 11, en función del cual, se podrán analizar la relación, de existir, entre los diversos factores de producción.

Gráfico 12: Análisis de Correlación Simple.

RELACION	COEFICIENTE
Costo de venta - Gastos del Personal	0,79
Costo de venta - Inventarios	0,97
Costo de venta - PPE	0,96
Gastos del Personal - Inventarios	0,91
Gastos del Personal - PPE	0,92
Inventarios - PPE	1

Fuente: Elaboración Propia

Los resultados evidenciados entre el costo de ventas, los inventarios y PPE reflejan que las mismas se encuentran estrechamente relacionadas con las inversiones en infraestructura física y el nivel de inventarios disponibles en stock. El crecimiento operativo

se sostiene principalmente en activos físicos y en disponibilidades de inventarios para sostener el nivel de ventas.

Con respecto al análisis de costos de ventas y gastos de personal se observa una relación fuerte, sin embargo, menos determinante que los inventarios y PPE. Si bien el personal es un factor clave en la política de costos, su impacto está relacionado con la externalización de procesos y su política salarial.

La correlación perfecta que se muestra entre los inventarios y las propiedades, plantas y equipos, indican que las inversiones en activos fijos aumentan en simultáneo con los niveles de inventario. En la industria del retail esta relación es fundamental dado que a mayor infraestructura se requiere mayor stock operativo.

Los factores de producción con una correlación más estrecha son los costos de ventas, los inventarios y las propiedades, plantas y equipos con coeficientes cercanos a 1; lo que demuestra que la política de costos de la compañía se encuentra fuertemente condicionada por su modelo operativo intensivo en infraestructura física y rotación de inventario.

El análisis cuantitativo realizado sobre los factores de producción y el comportamiento del costo de ventas en términos reales durante el período 2022 – 2024, permitió identificar patrones que complementan y refuerzan en análisis de datos realizado en los capítulos anteriores.

Al realizar el ajuste por inflación de los principales rubros de la estructura productiva, se observó que, a pesar de del contexto inflacionario, la empresa logró mantener estables sus niveles de inversión en recursos clave, evidenciando la sólida gestión realizada por la compañía.

CONCLUSIONES:

El presente trabajo tuvo como objetivo central analizar la política de costos del grupo Cencosud S.A, en el marco de un contexto económico inflacionario en Argentina. La investigación abordó múltiples dimensiones combinando un enfoque teórico, institucional y empírico que permitan observar las decisiones estratégicas implementadas por la compañía en función a su estructura de costos.

Se abordó la naturaleza del proyecto, contextualizando la problemática actual que enfrentan las empresas ante escenarios macroeconómicos adversos; en donde la gestión eficiente de sus recursos se convierte en un eje fundamental para garantizar la continuidad operativa y sostenibilidad a largo plazo.

Se presentó al grupo Cencosud S.A en particular como caso de éxito en un mercado inestable, destacando su capacidad de adaptación frente a crisis recurrentes, logrando no solo su permanencia sino, a su vez, su expansión económica con un crecimiento orgánico sostenido.

Al analizar la estructura de costos, se considera que la compañía se encuadra dentro de las empresas comerciales y de servicios, en donde deben reinterpretarse los factores de producción tradicionales adicionando la innovación tecnológica y la gestión del conocimiento en su objeto de estudio.

La Sociedad establece sus políticas en forma homogénea para todas sus filiales para lograr de esa forma unicidad de criterios en sus políticas contables. Sin embargo, dado que la filial Argentina es la única de la compañía que se encuentra afectada por altos niveles de inflación, al valuar sus inventarios determinó utilizar un criterio diferente para nuestro país respecto al resto por resultar poco representativo.

La compañía presta principal atención a la gestión de su cadena de suministros como así también a la relación que establece con sus proveedores estratégicos como pilar de crecimiento. Como medida cautelar, ninguno de ellos representa el 10% de sus compras.

En lo que respecta a la mano de obra, la compañía prioriza la gestión del desempeño de sus colaboradores, con lo cual, sus costos no sólo se encuentran comprendidos por la política de compensaciones establecidas por ley, sino que, a su vez, contempla beneficios adicionales y un sólido programa de capacitaciones a su nómina.

Esto cobra sentido al entender que la gestión del conocimiento es un factor diferencial en la industria del retail, en donde el desempeño de sus colaboradores marca una ventaja comparativa en el mercado.

En cuanto a su capital, se menciona el enfoque tradicional, en donde a través del mismo, se les garantiza rendimientos a sus accionistas; se protege la continuidad de la empresa en marcha y otorga beneficios a sus diferentes grupos de interés.

Sin embargo, al analizar una industria de estas características, se realiza especial énfasis en su innovación tecnológica y a las inversiones realizadas en sus centros comerciales y centros de distribución, dado que es uno de los factores que lo posicionan dentro del mercado.

Actualmente el grupo cuenta con 1321 tiendas físicas, las cuales ocupan una superficie de 2.894.417 m^2, sin embargo, también realiza operaciones en línea ya que cuenta con diversas aplicaciones móviles que les permiten a los usuarios realizar sus compras desde la comodidad de sus hogares.

Como inversión destacada, se puede mencionar la incorporación del procesamiento automatizado en determinadas líneas de productos, obteniendo de esta forma, una gestión

más eficiente, una considerable mejora en sus sistemas de calidad como así también una reducción significativa de sus costos asociados.

En línea a las inversiones destacables del grupo, se encuentra la adquisición de las empresas argentinas Makro S.A y Basualdo S.A lo que le garantiza a la compañía no solo una mejor participación en el mercado de ventas al por menor, sino que, a su vez, lo introduce en el mercado de ventas al por mayor.

Al analizar los riesgos asociados al mercado argentino dado su contexto macroeconómico, se aprecia la capacidad de adaptación de la sociedad y el buen conocimiento respecto a las fluctuaciones derivadas de la inflación, entendiendo que para nuestra filial debe considerar estrategias diferentes al resto de los países.

Entre los riesgos más significativos, la Sociedad ha destacado las tasas de interés y la tasa de inflación, variables que repercuten en una mayor proporción en sus inventarios y materias primas, principalmente en el rubro alimenticio.

La gerencia de gestión de riesgos procura que sus deudas se pacten con una tasa de interés fija. En caso de no ser posible, utiliza instrumentos de cobertura financieros que los resguarden del riesgo asociado a contratos celebrados a tasa variable.

Su fortaleza principal en la gestión es la combinación de una estrategia regional homogénea con decisiones específicas para cada mercado, generando de esta forma, una estructura de costos de fácil adaptación en contextos adversos.

La implementación de una serie de transformaciones organizativas y normativas orientadas a mejorar la gestión de la cadena de abastecimiento fue otro aspecto destacable en el análisis en donde la compañía realiza especial énfasis.

La estandarización de procesos, la digitalización de transacciones, la creación de equipos regionales de compras y la incorporación de herramientas de monitoreo y control contribuyeron significativamente a consolidar una política de costos más eficiente y alineada con los objetivos estratégicos del grupo.

Producto de las nuevas implementaciones en la gestión, la compañía obtuvo para el período comprendido entre 2017 – 2023 un ahorro anual promedio de 9.000.000 de dólares.

Resulta relevante mencionar, que a través de las alianzas estratégicas que estableció la compañía logró no solo una mejor participación del mercado, un incremento en sus ingresos por ventas, sino que, a su vez, una reducción de costos que en su conjunto se reflejaron en una mayor rentabilidad.

Dentro de los hallazgos fundamentales en el análisis efectuado, se observa la capacidad de la sociedad para mantener estables sus niveles de inversión en recursos estratégicos, como es el caso de inventarios y activos fijos, sin que ello implicara un incremento desmedido en los costos operativos.

Particularmente en el período 2024 se observa una mejora del 10% en el indicador de costos de ventas respecto a sus ingresos, resultado que no se vio reflejado en un incremento proporcional de sus factores de producción. Dicho comportamiento evidencia una política de costos basada en la eficiencia, la planificación y el control riguroso del gasto.

A su vez, el análisis de correlación simple mostró una relación directa y significativa entre los costos de ventas y las variables vinculadas a los insumos productivos, particularmente con los inventarios. Dicha observación, refuerza la teoría de que el modelo de negocio basado en una estructura sólida y una rotación constante de stock se encuentra directamente vinculado con su desempeño operativo.

Si bien el estudio realizado es particular de un grupo económico, sus conclusiones pueden extenderse por analogía a otras organizaciones de la industria. Las buenas prácticas observadas en este caso, ofrecen herramientas y lineamientos replicables para empresas incluso de menor escala.

Como línea futura de investigación, resultaría interesante realizar un análisis comparativo entre empresas del mismo sector, como así también, el impacto de los acuerdos de precios, la política fiscal y la devaluación del tipo de cambio sobre los márgenes de utilidad.

Sería beneficioso profundizar el vínculo existente entre la política de costos y el compromiso con la sostenibilidad social y ambiental, dado que, actualmente, es una dimensión que cobra importancia en las decisiones empresariales.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS:

Balanda, T Alberto (2005). *Contabilidad de Costos*. Universidad Nacional de Misiones. https://editorial.unam.edu.ar/images/documentos_digitales/Contabilidad_de_Costos-Alberto_Balanda.pdf

Dapena Jose P, Efectos macroeconómicos en la gestión de la pequeña y mediana empresa. Thompson Reuters. CHECKPOINT. https://www.economicas.unsa.edu.ar/afinan/afe_2/material_de_estudio/material/Efectos%20macroeconomicos%20en%20la%20gestion%20de%20la%20pequena%20y%20mediana%20empresa.pdf

Manzanelli, Pablo Daniel., Schorr, Martin. (Enero de 2013). Aproximación al proceso de formación de precios en la industria argentina en la posconvertibilidad. *Realidad económica*.https://ri.conicet.gov.ar/handle/11336/22126

Villanueva, Juan P., Echeverry, Juan C. (Junio 1991) Fijación de precios en la industria manufacturera bajo condiciones de hiperinflación: el caso argentino. Desarrollo económico. https://www.jstor.org/stable/3466728

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Índices de precios al consumidor (IPC). Informes Técnicos Volumen 3 n° 1.* https://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/ipc_01_19.pdf

Frenkel, Roberto (1979). *Decisiones de precios en alta inflación. Desarrollo Económico, Volumen 19, No 75*. https://www.jstor.org/stable/3466689?read-now=1&seq=9#page_scan_tab_contents.

Brito Mateo, Goldrossen Ronen. (2018) I*nstrumentos de cobertura contra la inflación argentina*. [Trabajo final de grado, Universidad de San Andrés].https://repositorio.udesa.edu.ar/jspui/bitstream/10908/17003/1/%5BP%5D%5BW%5D%20T.%20L.%20Eco.%20Brito,%20Mateo%20y%20Goldrossen,%20Ronen.pdf

Naranjo Áviles, Fabián. (2021) Valorización Cencosud S.A. [Tesis de grado en Magister en Finanzas, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile]. https://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/181668/Fabi%c3%a1n%20Avil%c3%a9s%20Naranjo.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Memoria anual Cencosud. (2021 - 2022). [Archivo PDF]. https://www.cencosud.com/cencosud/site/tax/port/fid_documento/taxport_2_7_149_1.html

Informe de inversiones directas en Empresas Residentes 2016 https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Inversiones_directas.asp

Informe sobre las inversiones en el mundo (2021) https://unctad.org/es/publication/informe-sobre-las-inversiones-en-el-mundo-2021

Coremberg, A. (Diciembre 2013). Competitividad argentina: por la inflación y la baja productividad. *Repositorio Institucional CONICET Digital.* https://ri.conicet.gov.ar/handle/11336/20431

Cartier, N.E; Podmoguilnye, M.G. (2005) La inflación y su impacto en los costos y la gestión. [Congreso Internacional de Costos, XII Congreso Brasilero de Costos y II Congreso Mercosur de Costos]. https://eco-consultas.aulavirtual.unc.edu.ar/pluginfile.php/178016/mod_resource/content/1/La%20infaci%C3%B3n%20y%20su%20impacto%20en%20los%20Costos%20y%20la%20Gesti%C3%B3n.pdf

Lucero, B.I; Luparia, Z. E; Medina, S.G; Pérez Vaquer, M.G. (2017). *Costos para la gestión.* EdUNLPam. http://www.unlpam.edu.ar/images/extension/edunlpam/QuedateEnCasa/costos-para-la-gesti%C3%B3n.pdf

De Gregorio, J. (2007). *Macroeconomía. Teorías y Políticas.* Pearson- Educación. http://www.degregorio.cl/pdf/Macroeconomia.pdf

OCDE/OMC (2016), La ayuda para el comercio en síntesis 2015: Reducir los costos del comercio con miras a un crecimiento inclusivo y sostenible, Publicaciones de la OCDE, Paris. http://dx.doi.org/10.1787/ayuda_sintesis-2015-es.

Triunfo, P; Torello, M; Berretta, N; Vicente, L; Della Mea, U; Bergara, M; Spremolla, A; Tansini; Vaillant, M; Terra, I; Rossi, M; Patrón, R; Tansini, R; Ferre, Z; Fachola, G; González, M. (2003).*Economía para no economistas*. Departamento de Sociología, Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República. http://biblioteca.clacso.edu.ar/Uruguay/ds-unr/20120814103224/tansini.pdf

Rivera, Ivan. (2017). *Principios de Macroeconomía: Un enfoque de sentido común*. Fondo Editorial. https://files.pucp.education/departamento/economia/lde-2017-04.pdf

Rubio, C. H. (2002). La teoría del crecimiento endógeno y el comercio internacional. *Cuadernos de estudios empresariales*, *12*(95), 1-18.

BBVA Spark. (2022, 3 de noviembre). *Qué es la estanflación y qué consecuencias tiene para la economía*. BBVA Spark. https://www.bbva.com/es/salud-financiera/que-es-la-estanflacion-y-que-consecuencias-tiene-para-la-economia/

Dapena, J.P. (2013). Finanzas corporativas: El "efecto portafolio" en la gestión financiera de la empresa en contextos de inflación.

Vanderbeck, E. J., & Mitchell, M. R. (2016). *Principles of cost accounting* (17th ed.). Cengage Learning.

Índices y variaciones porcentuales mensuales e interanuales según divisiones de la canasta, bienes y servicios, clasificación de grupos. Diciembre 2016-junio de 2025. https://www.indec.gob.ar/ftp/cuadros/economia/sh_ipc_07_25.xls