



VALORACIÓN S.A.C.I FALABELLA.
MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Pedro Ernesto Becerra Melo
Profesor: Mauricio Alejandro Jara Bertin

Santiago, Abril 2014

Tabla de Contenido

1	Resumen Ejecutivo	8
2	Metodología.....	9
3	Descripción de la Empresa e Industria	11
3.1	Ficha empresa	11
3.2	Descripción de la acción	11
3.3	Industria	11
3.4	Regulación.....	13
3.5	Descripción del negocio	14
3.5.1	Sectores donde participa	14
3.5.2	Actividades y Negocios	14
3.6	Filiales	15
3.6.1	Home Trading	15
3.6.2	Inversiones Falabella	15
3.6.3	Falabella Retail	16
3.6.4	Tottus	16
3.6.5	CMR	16
3.6.6	Plaza.....	17
3.6.7	Banco	17
3.7	Principales accionistas	19
4	Descripción del Financiamiento de la Empresa	20
4.1	Características de las emisiones	20
4.2	Ficha de cada serie vigente al 30 de junio de 2013:	23
5	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	26
5.1	Deuda Financiera S.A.C.I. Falabella	26
6	Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa, Costo de Capital de la Empresa	29
6.1	Beta de la acción	29

6.2	Estimación del Costo de Capital de la Empresa	30
6.2.1	Costo de la deuda	30
6.3	Beta de la deuda	30
6.4	Beta de la acción	31
6.5	Beta patrimonial sin deuda	31
6.6	Beta patrimonial con deuda	31
6.7	Costo patrimonial	31
6.8	Costo de Capital	32
7	Análisis Operacional del Negocio e Industria	33
7.1	Análisis de crecimiento.....	33
7.1.1	Tasas de crecimiento reales de ventas	33
7.1.2	Tasas de crecimiento de la industria.....	34
7.2	Análisis de los costos de operación	37
7.2.1	Negocio no Bancario.....	37
7.2.2	Negocio Bancario	38
7.2.3	Detalle de costos de operación.....	39
7.3	Análisis de cuentas no operacionales.....	42
7.4	Análisis de Activos	43
8	Proyección de EERR.....	44
8.1	Proyección de los Ingresos de Operación.....	44
8.2	Proyección de Costos por Operación	49
8.3	Proyección resultado no operacional	53
8.4	Ganancia Antes de Impuestos	54
8.5	Impuestos y Utilidad después de impuestos.....	54
8.6	Cuadro de Estados de Resultados proyectado	56
9	Proyección de Flujos de Caja Libre.....	58
9.1	Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles.....	58
9.2	Inversión en Reposición.....	58
9.3	Nuevas Inversiones en Activo Fijo (CAPEX)	59
9.4	Inversión en Capital de Trabajo	59

9.5	Activos Prescindibles.....	61
9.6	Deuda Financiera	61
9.7	Valor terminal.....	61
9.8	Flujo de Caja Libre	63
10	Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción.....	64
11	Conclusiones.....	65
12	Bibliografía.....	69

Índice de tablas

Tabla 1: Ficha Falabella.....	11
Tabla 2: Principales accionistas Falabella	19
Tabla 3: Características Bonos Corporativos Falabella.....	21
Tabla 4: Características Bonos Bancarios y Subordinados Bancarios de Banco Falabella	22
Tabla 5: Características de los instrumentos de deuda vigentes del Holding.....	23
Tabla 6: Características de la colocación de los bonos vigentes del Holding.....	25
Tabla 7: Deuda financiera del Holding.....	26
Tabla 8: Patrimonio a valor de mercado entre 2009 a 2013	27
Tabla 9: Estructura de Capital entre 2009 a 2013	27
Tabla 10: Razón de endeudamiento y leverage de Falabella.....	27
Tabla 11: Resumen de porcentajes de razón deuda patrimonio	28
Tabla 12: Resumen beta patrimonial por año.....	29
Tabla 13: Crecimiento de ingresos reales por país (% respecto año anterior)	33
Tabla 14: Crecimiento de ingresos reales por línea de negocio (% respecto año anterior).....	33
Tabla 15: Proyecciones Económicas y crecimiento nominal	35
Tabla 16: costos operacionales negocio no bancario y bancario.....	40
Tabla 17: Gastos operacionales negocio no bancario y bancario.....	40
Tabla 18: Otros gastos servicio bancario	41
Tabla 19: Otros gastos servicio bancario	42
Tabla 20: Metros cuadrados promedio por tipo de local.....	45
Tabla 21: Crecimiento real de ventas por metro cuadrado por tipo de local	46
Tabla 22: Venta promedio por metro cuadrado por tipo de local	46
Tabla 23: Porcentaje de venta del primer año al abrirse un nuevo local	47
Tabla 24: Porcentaje de venta al segundo año de abierto un nuevo local	47
Tabla 25: Ingresos por ventas proyectados en negocio no bancario	48
Tabla 26: Ingresos por ventas proyectados en negocio bancario.....	49
Tabla 27: Margen bruto histórico del Holding	50
Tabla 28: Costo de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario	50
Tabla 29: Gasto de ventas como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario .	51
Tabla 30: Costo de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario	51
Tabla 31: costo de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio bancario	52

Tabla 32: Costo de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario y bancario.....	52
Tabla 33: Gasto de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario y bancario.....	53
Tabla 34: Proyección resultado no operacional	54
Tabla 35: Proyección del resultado antes de impuestos por tipo de negocio	54
Tabla 36: Proyección de impuestos y resultados después de impuestos por tipo de negocio	55
Tabla 37: Proyección del Estado de Resultados de Falabella.....	56
Tabla 38: Depreciación por período	58
Tabla 39: Proyección de la depreciación por período	58
Tabla 40: Proyección de la inversión por reposición de activos	59
Tabla 41: CAPEX Falabella en millones de dólares	59
Tabla 42: CAPEX Falabella en Unidades de Fomento (UF).....	59
Tabla 43: Determinación de CTON	60
Tabla 44: Determinación de RCTON	60
Tabla 45: Proyección de incrementos en Capital de Trabajo	60
Tabla 46: Determinación Activos prescindibles.....	61
Tabla 47: Determinación período implícito para Valor Terminal.....	62
Tabla 48: Proyección del flujo de caja libre.....	63
Tabla 49: Valorización económica de Falabella por Flujo de Caja Descontado	64
Tabla 50: Principales indicadores de la proyección del Estado de Resultados	65

Índice de ilustraciones

Ilustración 1: Filiales Falabella	15
Ilustración 2: Distribución ingresos Falabella año 2012.....	18
Ilustración 3: Distribución ingresos Falabella por unidad de negocio año 2012	18
Ilustración 4: Terminal Bolsa de Comercio con última transacción Bono J	30
Ilustración 5: Nota 11 sobre inversiones en relacionadas	43
Ilustración 6: Gráfico evolución valor de la acción Falabella.....	68

1 Resumen Ejecutivo

El siguiente documento corresponde a la determinación de la valoración de la empresa S.A.C.I. Falabella (en adelante Falabella) a través del método de flujo de caja descontado. Este método, comúnmente utilizado para en evaluación de proyecto o valoración de empresas, considera tres factores claves al momento de establecer el valor de un proyecto o empresa: oportunidades de inversión a partir de una estimación de flujos, su distribución a lo largo de un horizonte de tiempo acotado y el riesgo asociado a la generación de dichos flujos. Esas tres dimensiones, aplicando un conjunto de supuestos dentro del modelo, permiten establecer el valor presente de dichos flujos, y con ello determinar el valor económico del proyecto o empresa.

La empresa a valorar, Falabella, es un holding con origen en Chile cuyo principal negocio es la venta al detalle (Retail). Dispone de diversas filiales en las cuales entrega productos como vestuario, menaje, electrónica, entre otros, a través de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar en un formato de "Homestore", venta de alimentos a través de supermercados y complementando este negocio de Retail a través de otros servicios como el desarrollo de un negocio financiero asociado mediante la emisión de tarjetas de crédito, banca, corretaje de seguros) y la operación de centros comerciales, llamados *malls*. La empresa a la fecha de valoración dispone de operaciones en Chile, Argentina, Perú y Colombia.

Para determinar el valor de Falabella se separa el trabajo en cuatro grandes tópicos. El primero consiste en la descripción de la industria y la empresa, estableciendo un especial énfasis en la determinación e identificación del financiamiento y estructura de capital objetivo de la empresa. El segundo tópico corresponde a la determinación de la tasa de costo de Capital, igual a 11,25%, utilizando diversos supuestos y datos de mercado. Un tercer punto corresponde a la proyección de los Estados de Resultados de la Empresa, desde el segundo semestre del 2013 hasta el año 2017. Para ello se hace un análisis operacional del negocio y de la industria, estableciendo supuestos para la proyección de las principales partidas como los ingresos por ventas, costos y gastos operacionales, impuestos, entre otros. Finalmente el cuarto punto corresponde a la determinación del flujo de caja libre, donde se establecen más supuestos asociados a la política de inversiones, depreciaciones, valor terminal de la empresa y valor de los actuales activos prescindibles de la firma.

A partir de las definiciones, datos de mercado, estimaciones económicas, tasas de descuento para los flujos y supuestos establecidos, se logra completar un modelo de valoración por flujos de caja descontados en donde el valor de la acción es menor al valor de mercado al 30 de junio. En las conclusiones de analiza el resultado.

2 Metodología

La valoración de la empresa Falabella se realizó considerando el modelo de valorización por flujos de caja descontados (DFC, discounted cash flow por sus siglas en inglés). Este método permite determinar el valor de una compañía o de un proyecto a partir de la determinación del valor actual de los flujos futuros que genere dicha compañía o proyecto mediante una tasa, la que refleja el coste del capital asociado.

$$Valor Actual = \sum_{t=0}^n \frac{E(FCF_t)}{(1 + WACC)^t}$$

En general se considera que el valor de la empresa tiene dos componentes, los que son incorporados dentro del modelo. El primero corresponde al valor de los activos actuales, que corresponden al valor presente de los flujos de caja esperados que generan los activos que actualmente dispone la compañía. Adicionalmente, y como segunda componente del valor de la empresa, se encuentra el valor presente de las oportunidades de inversión, dado que se asume que la empresa seguirá creciendo a través de nuevos proyectos de inversión. El crecimiento en este punto es acotado, puesto que una empresa no puede crecer infinitamente.

El modelo de valoración por flujos de caja descontados se hace cargo de la determinación del valor por sobre la determinación de los beneficios. Lo anterior es más correcto al momento de establecer el objetivo de una empresa, la que no es maximizar el beneficio de la misma, sino más bien optimizar la generación de valor para sus accionistas, o dicho en otras palabras, su riqueza. Para ello, este modelo considera las tres dimensiones presentes en ese problema de optimización: la dimensión de los flujos para el accionista, su distribución temporal y el riesgo asociado a la generación de dichos flujos.

De acuerdo a lo anterior, este modelo se centra en la determinación de los flujos de caja de la empresa, ajustados para considerar la generación de riqueza del accionista por sobre la determinación del valor de los activos, los instantes en el tiempo en que se proyectan dichos flujos esperados y el riesgo asociado, el que se determina mediante la obtención de una tasa apropiada, en este caso una tasa WACC que representa el costo de capital de la empresa dada su estructura de costo de capital objetivo de largo plazo.

En un DFC, los flujos son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado y luego descontados para reflejar su valor presente. Además estos flujos deben ser considerados más allá del horizonte de evaluación, siendo ello comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad”. Lo anterior implica que este modelo es muy sensible a la tasa de descuento que se utilice.

Finalmente, para la generación del modelo existen algunas consideraciones prácticas o supuestos del modelo que son importantes establecer previamente, los que permitirán establecer dentro de las conclusiones si la valoración responde a los resultados esperados. El primero corresponde al supuesto que la empresa funciona al 100% de su eficiencia. A su vez, no existen activos prescindibles, por lo que todos esos activos deben considerarse al final de la valoración como parte de la empresa. Los flujos permanentes no solo vienen de las actividades operacionales. Finalmente, se considera la deuda, pero no la capacidad que tiene la empresa de hacer frente de la misma asumiendo siempre el pago de la deuda.

A continuación se determina paso a paso cada uno de los parámetros necesarios para la obtención del flujo de caja, más toda la información de la empresa e industria que permitan establecer de mejor forma los supuestos necesarios para proyectar sus flujos de ingresos, costos e inversiones.

3 Descripción de la Empresa e Industria

3.1 Ficha empresa

Tabla 1: Ficha Falabella

Razón Social	S.A.C.I. Falabella
Rut	90.749.000-9
Nemotécnico	FALABELLA

Fuente: SVS

3.2 Descripción de la acción

Acciones de única serie que son transadas en las tres Bolsas del país. La empresa también tiene ADR's inscritos en la Bolsa de Valores de Nueva York.

3.3 Industria

La industria del retail abarca la distribución de bienes al detalle a través de una diversidad de formatos que satisfacen diferentes necesidades de consumo. El retail se puede considerar como un subsector del sector comercio. Los formatos desarrollados por los principales operadores del sector son: 1) Tiendas por departamento; 2) Tiendas de mejoramiento del hogar o Home-stores; y 3) supermercados. Cada formato atiende necesidades particulares de consumo. Es así como las tiendas por departamento atienden fundamentalmente necesidades de vestimenta y equipamiento del hogar, las tiendas de mejoramiento del hogar atienden necesidades relacionadas con la construcción, remodelación y decoración del hogar, y los supermercados atienden necesidades principalmente relacionadas con alimentación.

Las empresas nacionales del sector se han caracterizado por desarrollar servicios que apoyan y complementan el negocio. En esta línea, han desarrollado un negocio financiero que genera parte importante de su EBITDA consolidado, así como también han extendido sus operaciones a sectores como el inmobiliario, bancario, seguros y otros. El negocio financiero es parte integral del desarrollo de estos formatos. Adicionalmente están los malls, que si bien no participan directamente en la distribución de bienes, arriendan superficie para que terceros los distribuyan.

De acuerdo a lo anterior, los principales retailers nacionales ofrecen financiamiento a sus clientes a través de tarjetas emitidas por ellos. Este negocio presenta márgenes muy superiores a los que genera la distribución minorista. En la actualidad muchas de las tarjetas emitidas no sólo financian compras en las tiendas del respectivo retailer sino que también son utilizadas para financiar compras en los

denominados “comercios asociados”. Éstos son tiendas o empresas que han firmado acuerdos para aceptar como medio de pago una determinada tarjeta de crédito de una casa comercial. Si bien el financiamiento de compras mediante el uso de tarjetas de casas comerciales puede ser considerado como un tipo de crédito de consumo, las casas comerciales, por lo general, no compiten directamente con los bancos en este tipo de crédito, debido a su focalización en: 1) Segmentos socioeconómicos más bajos que los bancos; y 2) Financiamiento de más corto plazo. Si son competencia más directa las financieras especializadas en créditos de consumo pertenecientes a los bancos y, en menor medida, las tarjetas de crédito bancarias. De esta forma, el negocio financiero apoya el negocio *core* de la industria facilitando el acceso a financiamiento en las tiendas por departamento, bajando el riesgo de crédito del negocio principal al manejar las políticas de riesgo crediticio desde una empresa de apoyo al giro y consolidando la cartera de clientes, ligando las empresas relacionadas a cada holding a través de los clientes con la tarjeta de crédito.

Por último el negocio inmobiliario permite generar márgenes por operación superiores a los que se presentan en el negocio de ventas al menudeo. Se esta forma, el negocio de los centros comerciales consiste en arrendar superficie a un cierto número de distribuidores minoristas dentro de una misma ubicación. En la mayoría de los malls, sus ingresos son el máximo entre un arriendo base y un porcentaje de las ventas del arrendatario.

El sector de consumo se ha posicionado como una industria de un elevado dinamismo dentro del contexto nacional, tanto en términos de ingresos como de generación de empleo. Algunas estimaciones señalan que se podría llegar a obtener una cifra de 1,3 millones de trabajos generados por este sector¹. Asimismo, de acuerdo a las estimaciones², los ingresos anuales de esta industria por ventas en representarían cerca del 20% del PIB del país.

El fuerte desarrollo del sector retail queda de manifiesto al constatar la evolución experimentada por el nivel de activos de los grandes actores, el que pasó desde unos US\$ 7.300 millones en 2003 hasta aproximadamente US\$ 40.000 millones esperados para diciembre de 2013³. Si bien este crecimiento ha generado mayores niveles de inventarios, parte importante del incremento se explica por el aumento en las cuentas por cobrar del negocio crediticio asociado a la industria y por la fuerte inversión en activo fijo, tanto por la habilitación de los nuevos locales como por la evolución del negocio inmobiliario que llevan a cabo las empresas del rubro.

Las inversiones del sector han sido financiadas en un 60% aproximadamente con pasivos y en 40% con patrimonio. En términos individuales, la deuda financiera

¹ Humphreys: Retail en Chile, Evolución, Crecimiento y Riesgos. Agosto 2010.

² UAI, Soro Jose. Agosto 2013.

³ <http://www.innovacion.cl/reportaje/los-innovadores-desafios-del-retail-en-chile/>

ha sido la principal fuente de recursos, explicando en torno al 33% del financiamiento de la industria, seguida por aumentos de capital, retención de utilidades y crédito de proveedores, los que explican alrededor del 21%, 19% y 13% de dicho financiamiento, respectivamente.

Si bien el mayor uso de fuentes externas de financiamiento ha implicado un aumento en el endeudamiento del sector, no necesariamente conlleva mayores niveles de riesgo para la industria, ya que en buena parte ha sido destinado a financiar el negocio inmobiliario y el crediticio, los cuales, comúnmente, presentan niveles de apalancamiento financiero muy superiores al del negocio comercial propiamente tal.

Por otra parte, hasta la fecha el crecimiento del sector y el uso más intensivo de deuda no se han proyectado en un incremento en la rentabilidad patrimonial de la industria. Dentro de lo que podría explicar esta situación está, por un lado, el hecho de que la constante expansión no ha permitido que se reflejen en su totalidad las economías de escala buscadas con los mayores volúmenes de operación y, por otro, existirían dificultades para obtener sinergias entre las distintas inversiones efectuadas.

En Chile es posible identificar como grandes actores del retail a empresas o grupos empresariales tales como Falabella, Cencosud, Hites, La Polar, Ripley, Farmacias Ahumada, Salco Brand, Cruz Verde, entre los más conocidos.

3.4 Regulación⁴

S.A.C.I. Falabella es una sociedad anónima abierta y, como tal, se encuentra sujeta a las disposiciones de la Ley N° 18.046 sobre sociedades anónimas, de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores y la normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros, entre otras.

Por su parte, las sociedades filiales de S.A.C.I. Falabella, dependiendo de las actividades que realizan, se encuentran sometidas a las disposiciones de Ley de Protección al Consumidor, de la Ley General de Bancos, normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, entre otras.

Por último, cabe hacer presente que la actividad de las filiales en países distintos de Chile se encuentra regulada por la normativa propia de tales

⁴ Memoria Anual 2012 Falabella.

jurisdicciones. Dentro de tal contexto, la empresa mantiene operaciones en Perú, Colombia y Argentina, tiene como riesgos del negocio sus inversiones en los nombrados países. Si bien las clasificaciones de riesgo de todos los países, a junio de 2013 eran inferiores a la chilena, existe la posibilidad de obtener mejores beneficios que en la economía local dadas las oportunidades de crecimiento en tales mercados.

3.5 Descripción del negocio

3.5.1 Sectores donde participa

El sector industrial donde actúa la compañía es el comercio detallista (retail) en Chile, Perú, Argentina y Colombia. Dentro de esta industria se pueden distinguir distintos subsectores como Tiendas por Departamento, Cadenas de Especialidad, Mejoramiento del Hogar y Construcción, Supermercados y Centros Comerciales, operando también el segmento inmobiliario a través de la construcción, administración, gestión, explotación, arriendo y subarriendo de locales y espacios en centros comerciales del tipo —mall, el que se caracteriza por entregar una oferta integral de bienes y servicios en centros comerciales de clase mundial, participando con los principales operadores comerciales presentes en los países donde opera.

Adicionalmente, otro sector en el que está presente SACI Falabella, que no pertenece al comercio minorista propiamente tal, es el de los servicios financieros y bancarios en los países ya mencionados.

3.5.2 Actividades y Negocios

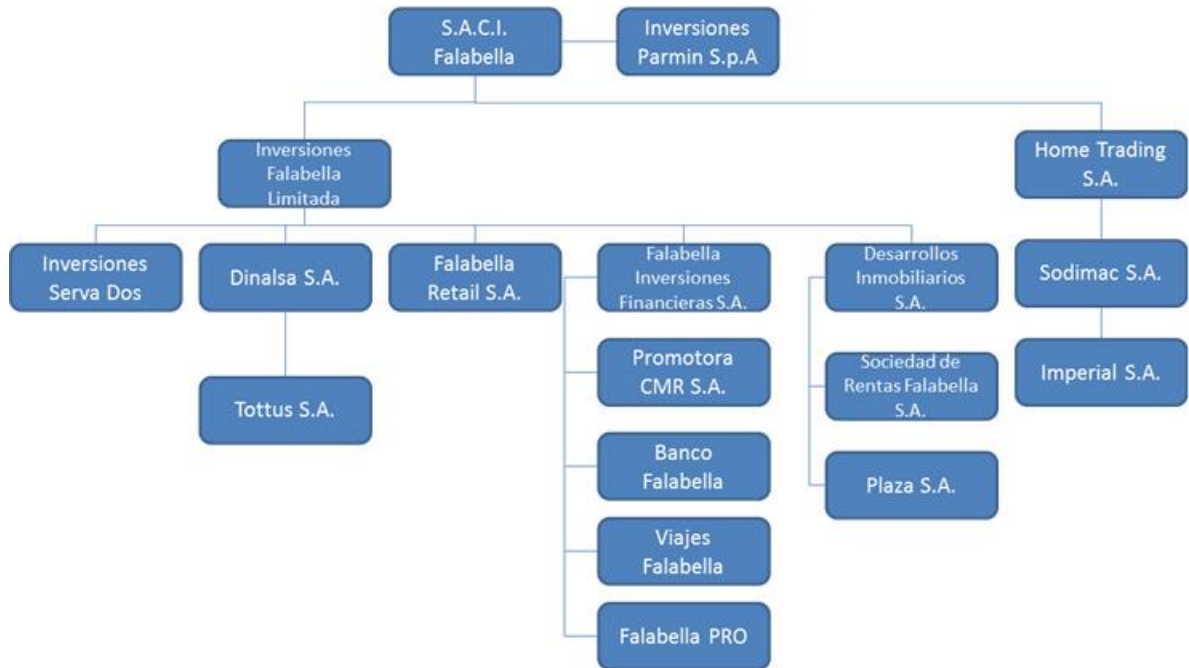
Tal como se ha indicado anteriormente, el principal negocio de Falabella es la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de Tiendas por Departamento, Homecenters y tiendas de especialidad, así como alimentos a través de Supermercados, idealmente mediante créditos con su tarjeta y negocios inmobiliarios a través de proyectos de *malls*.

Además, ha desarrollado el área de servicios financieros (emisión de tarjetas de crédito, corretaje de seguros, banco y agencia de viajes), la administración de Centros Comerciales y la manufactura de textiles⁵.

⁵ El 6 de junio de 2013 se vendió la participación que tenía en la Filial Italmod S.A.

3.6 Filiales

Ilustración 1: Filiales Falabella



3.6.1 Home Trading

Área de mejoramiento del hogar de la empresa. Tiene dos filiales, siendo la más importante Sodimac, sigla de Sociedad Distribuidora de Materiales de Construcción, que es una empresa dedicada al rubro de la construcción y al mejoramiento del hogar, y está presente en Chile, Perú, Colombia y Argentina. Su fundación en el año 1952 llamado SODIMAC que es el formato original de la cadena, dedicado a la venta de materiales de construcción y ferretería. En Chile y Perú el formato Sodimac ha sido desplazado por los formatos Sodimac Constructor y Homecenter Sodimac. El 2007 Falabella se fusiona con Sodimac, donde antes había ingresado al formato a través de la compra de Home Depot Chile, pasándose a llamar Home Store, el 2001.

3.6.2 Inversiones Falabella

Dentro de esta empresa de responsabilidad limitada, se encuentra la rama de tiendas por departamento, supermercados, negocio financiero, mobiliario y otros servicios del holding. Las principales empresas son Tottus, Falabella Retail, Promotora CMR, Banco Falabella y Plaza.

3.6.3 Falabella Retail

Es la empresa del holding dedicada a las tiendas por departamento y principal empresa del conglomerado de acuerdo a ingresos. Tiene tiendas en Chile, Perú, Colombia y Argentina.

3.6.4 Tottus

Tottus es la cadena de hipermercados y supermercados del grupo, con presencia en Chile con 37 locales y Perú con 33 locales.

Fue fundada en Perú en 2002. Esta línea de negocio comenzó como una manera de irrumpir en el mercado de los supermercados en Chile, cuando en el 2004, Falabella compró la cadena de supermercados San Francisco, en 62,5 millones de dólares. La proyección de crecimiento era captar el 10 por ciento del mercado, en el mediano plazo, desde una base en torno al 3%. El primer Hipermercado Tottus en Chile se inauguró en Puente Alto, Chile en diciembre del año 2005, siguiendo el modelo supermercadista que la familia Solari y Del Río mantienen en Perú desde 2002, luego de inaugurar el primer Hipermercado Tottus en Mega Plaza, en Independencia, Perú en ese mismo año.

El primer supermercado Tottus en regiones fuera de Santiago se construyó en el Mall Plaza de Antofagasta y en la misma ciudad inauguró una segunda sucursal durante el segundo semestre de 2007. Recientemente se han inaugurado nuevos supermercados en Viña del Mar y Chillán. El último Tottus en ser inaugurado fue en Vitacura con su formato Express.

3.6.5 CMR

La Promotora CMR es la empresa encargada de operar las tarjetas de crédito del holding, siendo ésta una empresa de servicios financieros. La operación consiste en facilitar la compra en las tiendas del holding, más otros comercios asociados a través del crédito, principalmente a corto plazo, teniendo un negocio financiero dentro del modelo de ventas. Asimismo, esta empresa abosera una parte importante del riesgo del Holding, traspasando el riesgo de crédito de los clientes a esta entidad.

En la actualidad, la Tarjeta CMR posee más de 5,7 millones de usuarios sólo en Chile, superando ampliamente a sus competidoras: Tarjeta Más/Cencosud (4 millones en Argentina y Chile), Ripley (3,2 millones en Chile), La Polar (2,6 millones en Chile) y Presto (2,2 millones en Chile).

3.6.6 Plaza

Plaza es una cadena de centros comerciales, de carácter inmobiliario, que se encuentran distribuidos en seis ciudades de Chile y tres ciudades de Perú. De los once centros comerciales en Chile, seis se encuentran distribuidos en el Gran Santiago, dos en el Gran Concepción, y los demás se encuentran en Calama, Antofagasta, La Serena y Los Ángeles.

En Perú, Mall Plaza es accionista de los centros comerciales Mall Aventura Plaza en las ciudades de Trujillo, Arequipa, Callao y Lima. Además, poseen algunos proyectos en Tacna. En Colombia abrió un centro comercial en Cartagena y planea abrir otro en Manizales.

En 1990 Falabella entra en el negocio inmobiliario con un 50% de participación en esta empresa.

3.6.7 Banco

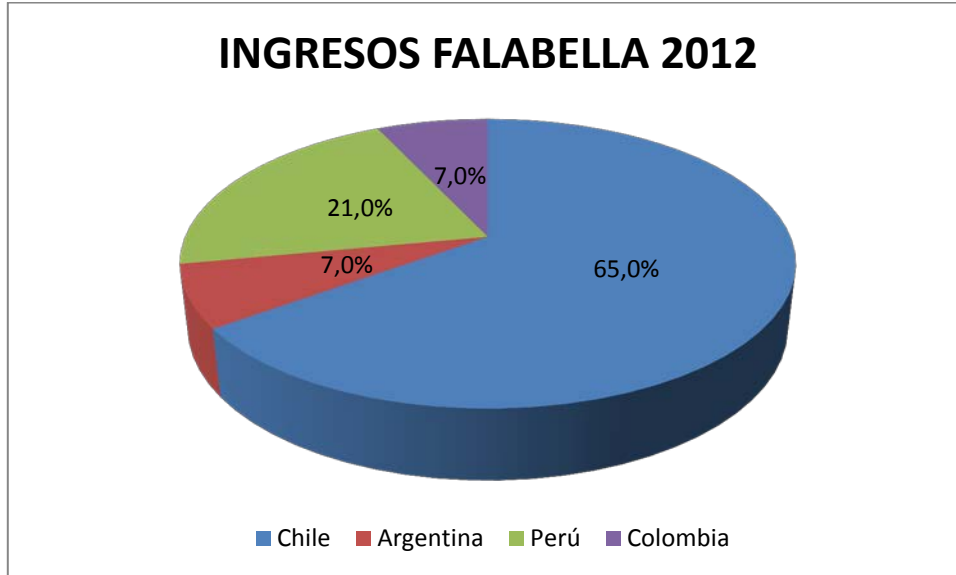
Banco Falabella se constituyó oficialmente el 10 de agosto de 1998, luego de que la junta de accionistas de ING Bank (Chile) S.A. decidieran cambiar el nombre de la empresa a Banco Falabella. Dicha resolución fue publicada en el Diario Oficial de la República de Chile el 14 de agosto del mismo año. Actualmente Banco Falabella está presente en las principales ciudades de Chile, especialmente en aquellas donde existen sucursales de la tienda departamental del mismo nombre.

Banco Falabella otorga servicios financieros a personas, enfocados en la entrega de préstamos (consumo e hipotecarios) y cuentas corrientes con tarjeta de crédito. Posteriormente, y siguiendo la tendencia, las tiendas departamentales Almacenes Paris y Ripley establecieron sus propios bancos, aumentando la oferta de servicios a sus respectivos clientes.

De acuerdo a la estructura anterior, se observa que las áreas de negocio están bien delimitadas. La empresa, con datos a fines de 2012, presenta una estructura de ingresos por país según la siguiente figura⁶:

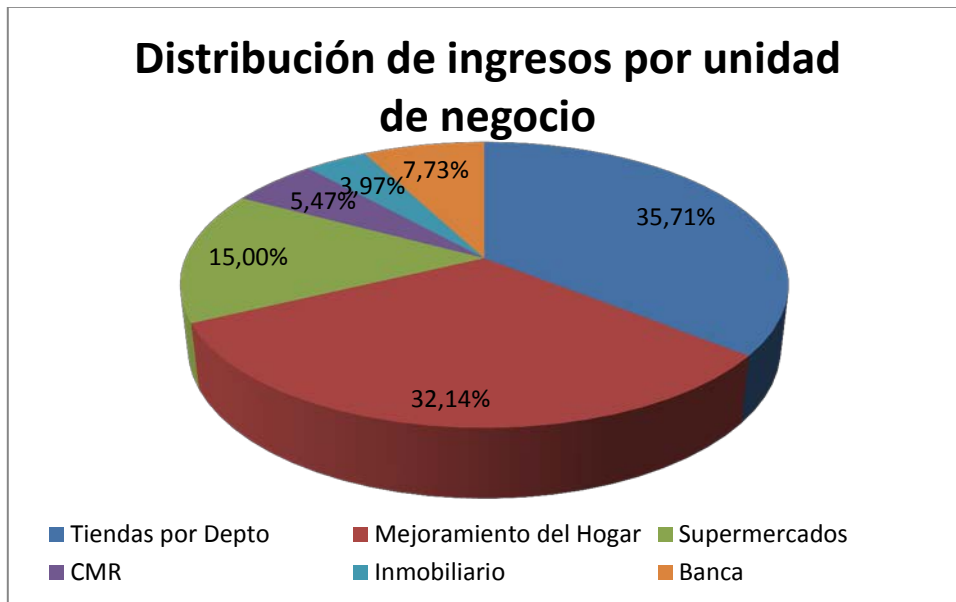
⁶ Presentación inversionistas, http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/images/contenidoD_escargable/presentaciones/2013/20130625_Conf_JPM_Lima.pdf

Ilustración 2: Distribución ingresos Falabella año 2012



Asimismo, a partir de la información financiera de la empresa, es posible obtener la distribución de ingresos de la empresa para todas sus líneas de negocio. De esta forma es posible identificar la importancia relativa de cada una de ellas dentro de la compañía. Con datos al cierre de 2012, se obtiene el siguiente cuadro:

Ilustración 3: Distribución ingresos Falabella por unidad de negocio año 2012



Las tiendas por departamento y el mejoramiento del hogar, a través de las marcas Falabella y Sodimac, representan casi el 70% de los ingresos de la empresa.

3.7 Principales accionistas

12 principales accionistas al 30 de junio de 2013

Tabla 2: Principales accionistas Falabella

Nombre	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
DERSA SA	356.450.516	356.450.516	14,72%
INVERSIONES HCQ S A	292.449.988	292.449.988	12,08%
BETHIA S A	259.894.638	259.894.638	10,73%
INVERSIONES SAN VITTO LTDA	243.698.146	243.698.146	10,06%
LUCEC TRES S A	158.262.845	158.262.845	6,54%
INV Y RENTAS DON ALBERTO CUATRO S A	150.666.022	150.666.022	6,22%
MAPCOR CUATRO S A	108.247.346	108.247.346	4,47%
INV Y RENTAS DON ALBERTO TRES S A	100.650.523	100.650.523	4,16%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	81.316.461	81.316.461	3,36%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	64.060.723	64.060.723	2,65%
BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	60.720.390	60.720.390	2,51%
INDER SPA	58.114.421	58.114.421	2,40%
			79,90%

Fuente: SVS

4 Descripción del Financiamiento de la Empresa

La empresa, a través de sus diversas filiales tiene variados tipos de bonos vigentes en el mercado local. Dentro de estos bonos es posible identificar los bonos empresa, emitidos por la sociedad matriz como por Plaza S.A. y Sodimac S.A. A su vez están los bonos bancarios y subordinados colocados por el Banco Falabella los que cumplen fines bancarios de captación más que para refinanciamiento o inversiones.

4.1 Características de las emisiones

A continuación se presentan las principales características de cada bono⁷:

⁷ Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Tabla 3: Características Bonos Corporativos Falabella

Sociedad	Tipo Bono Emisión	Nº Inscripción	Fecha Inscripción	Unidad	Monto Inscrito (miles)	Serie	Tasa de Emisión (%)	Objetivo de la Emisión			Plazo Vencimiento (años)	Valor Nominal Inicial (U.Reaj)	Valor Nominal Vigente (U.Reaj)	Valor Nominal Reajustado (en miles de \$)
Plaza S.A.	1E	583	08-05-09	U.F.	5.000	A	3,00	RP			5,00	2.000.000	2.000.000	45.705.340
Plaza S.A.	2E	583	19-10-10	U.F.	3.000	D	3,85	RP			21,00	3.000.000	3.000.000	68.558.010
Plaza S.A.	1E	584	08-05-09	U.F.	5.000	C	4,50	RP			21,00	3.000.000	3.000.000	68.558.010
Plaza S.A.	2E	584	19-10-10	U.F.	2.000	E	3,85	RP			21,00	2.000.000	2.000.000	45.705.340
Plaza S.A.	1E	669	31-05-11	U.F.	3.000	G	3,00	RP			5,00	1.000.000	1.000.000	22.852.670
Plaza S.A.	2E	669	24-05-12	U.F.	2.000	I	3,50	FI			6,00	1.000.000	1.000.000	22.852.670
Plaza S.A.	1E	670	31-05-11	U.F.	4.000	H	3,50	RP			22,00	2.500.000	2.500.000	57.131.675
Plaza S.A.	2E	670	24-05-12	U.F.	3.500	K	3,90	FI			22,00	3.000.000	3.000.000	68.558.010
S.A.C.I. Falabella	Monto Fijo	394	08-11-04	U.F.	7.000	D	4,50	RP	FI		21,00	3.500.000	2.734.375	62.487.770
S.A.C.I. Falabella	1E	468	10-07-06	U.F.	6.500	F	4,25	FI			21,00	4.000.000	4.000.000	91.410.680
S.A.C.I. Falabella	1E	578	23-04-09	\$	167.630.000	G	5,30	RP			6,00	31.000.000.000	20.666.673.000	20.666.673
S.A.C.I. Falabella	1E	578	23-04-09	U.F.	8.000	H	2,80	RP			6,00	3.000.000	2.000.000	45.705.340
S.A.C.I. Falabella	1E	579	23-04-09	U.F.	8.000	J	4,00	RP	FI		24,00	3.500.000	3.500.000	79.984.345
Sodimac S.A.	2E	521	19-01-09	\$	32.170.000	F	7,00	RP			7,00	32.170.000.000	24.127.500.000	24.127.500
Sodimac S.A.	1E	676	13-09-12	U.F.	1.000	H	3,40	FI			5,00	1.000.000	1.000.000	22.852.670
Sodimac S.A.	1E	677	13-12-12	U.F.	1.500	K	3,70	RP			21,00	1.500.000	1.500.000	34.279.005

FG : Fines generales.

FI : Financiamiento de Inversión.

RP : Sustitución de pasivos.

Tabla 4: Características Bonos Bancarios y Subordinados Bancarios de Banco Falabella

Institución	Serie	Número de inscripción	Fecha de inscripción	Fecha límite para la colocación	Fecha de emisión nominal (2)	Plazo de los bonos	Moneda	Monto inscrito	Tasa de emisión	Monto nominal inicial colocado	Monto nominal colocado vigente	Valor par
Banco Falabella	A	22/2007	09-07-2007	09-07-2010	15-06-2007	252	U.F.	38.849.540.096	4,0	38.849.540.096	38.849.540.096	38.912.155.648
Banco Falabella	A	04/2010	01-06-2010	01-06-2013	15-05-2010	120	U.F.	68.558.008.320	3,3	22.852.669.440	22.852.669.440	22.946.287.616
Banco Falabella	B	04/2010	01-06-2010	01-06-2013	15-05-2010	300	U.F.	68.558.008.320	3,8	45.705.338.880	45.705.338.880	45.920.489.472
Banco Falabella	C	03/2011	09-08-2011	09-08-2015	31-07-2011	252	U.F.	57.131.675.648	3,8	34.279.004.160	34.279.004.160	34.814.840.832
Banco Falabella	D	03/2011	09-08-2011	09-08-2015	31-07-2011	84	U.F.	57.131.675.648	3,4	22.852.669.440	22.852.669.440	23.168.434.176

4.2 Ficha de cada serie vigente al 30 de junio de 2013⁸:

Tabla 5: Características de los instrumentos de deuda vigentes del Holding

Serie	Familia	Emisor	Cod.Bancario	Riesgo	T.Emisión	TERA	Monto	Reaj	Moneda Pago	Pago	#Cup	#Amort.	Plazo	Fec.Emisión	Fec.Vcto.	Fec.Pre_pago	T. Pre_pago
BFALA-G	BE	FALAB.SACI		AA ; AA	5,3	5,2961	167.630.000.000	\$	\$	SEMESTRAL	12	6	6	01-04-2009	01-04-2015	01-10-2012	VP:5,3
BFALA-D	BE	FALAB.SACI		AA ; AA	4,5	4,4975	7.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	42	32	21	01-12-2004	01-12-2025	01-12-2013	
BFALA-F	BE	FALAB.SACI		AA ; AA	4,25	4,2463	6.500.000	UF	\$	SEMESTRAL	42	12	21	15-07-2006	15-07-2027	15-07-2016	
BFALA-H	BE	FALAB.SACI		AA ; AA	2,8	2,7979	8.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	12	6	6	01-04-2009	01-04-2015	01-10-2012	VP:2,8
BFALA-I	BE	FALAB.SACI		AA ; AA	3,8	3,7973	8.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	24	10	12	01-04-2009	01-04-2021	01-04-2016	MV:B+80Pbs
BFALA-J	BE	FALAB.SACI		AA ; AA	4	3,9972	8.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	48	16	24	01-04-2009	01-04-2033	01-04-2016	MV:B+80Pbs
Serie	Familia	Emisor	Cod.Bancario	Riesgo	T.Emisión	TERA	Monto	Reaj	Moneda Pago	Pago	#Cup	#Amort.	Plazo	Fec.Emisión	Fec.Vcto.	Fec.Pre_pago	T. Pre_pago
BPLZA-A	BE	PLAZA S.A.		AA ; AA	3	2,9981	5.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	10	1	5	02-05-2009	02-05-2014	02-05-2012	MV:B+100Pbs
BPLZA-C	BE	PLAZA S.A.		AA ; AA	4,5	4,4961	5.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	42	22	21	02-05-2009	02-05-2030	02-05-2014	MV:B+100Pbs
BPLZA-D	BE	PLAZA S.A.		AA ; AA	3,85	3,8473	3.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	42	2	21	25-10-2010	25-10-2031	25-10-2012	MV:B+60Pbs
BPLZA-E	BE	PLAZA S.A.		AA ; AA	3,85	3,8473	2.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	42	2	21	25-10-2010	25-10-2031	25-10-2012	MV:B+60Pbs
BPLZA-G	BE	PLAZA S.A.		AA ; AA	3	2,9965	3.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	10	1	5	15-05-2011	15-05-2016	15-05-2013	MV:B+60Pbs
BPLZA-H	BE	PLAZA S.A.		AA ; AA	3,5	3,4969	4.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	44	2	22	15-05-2011	15-05-2033	15-05-2015	MV:B+60Pbs
BPLZA-I	BE	PLAZA S.A.		AA ; AA	3,5	3,4978	2.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	12	3	6	30-05-2012	30-05-2018	30-05-2014	MV: B+60 Pbs
BPLZA-K	BE	PLAZA S.A.		AA ; AA	3,9	3,8972	3.500.000	UF	\$	SEMESTRAL	44	1	22	30-05-2012	30-05-2034	30-05-2016	MV: B+60 Pbs
Serie	Familia	Emisor	Cod.Bancario	Riesgo	T.Emisión	TERA	Monto	Reaj	Moneda Pago	Pago	#Cup	#Amort.	Plazo	Fec.Emisión	Fec.Vcto.	Fec.Pre_pago	T. Pre_pago
BSODI-F	BE	SODIMAC		AA+ ; AA	7	6,9998	32.170.000.000	\$	\$	SEMESTRAL	14	8	7	15-01-2009	15-01-2016	15-07-2012	VP:7
BSODI-H	BE	SODIMAC		AA+ ; AA	3,4	3,3983	1.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	10	1	5	03-12-2012	03-12-2017	03-12-2014	MV:B+70Pbs
BSODI-K	BE	SODIMAC		AA+ ; AA	3,7	3,6979	1.500.000	UF	\$	SEMESTRAL	42	22	21	03-12-2012	03-12-2033	03-12-2016	MV:B+70Pbs
Serie	Familia	Emisor	Cod.Bancario	Riesgo	T.Emisión	TERA	Monto	Reaj	Moneda Pago	Pago	#Cup	#Amort.	Plazo	Fec.Emisión	Fec.Vcto.	Fec.Pre_pago	T. Pre_pago
BFAL-A051	BE	BBFALABELL		AA ; AA	3,3	3,2971	3.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	20	1	10	15-05-2010	15-05-2020	15-05-2015	MV:B+30Pbs
BFAL-B051	BE	BBFALABELL		AA ; AA	3,8	3,7967	3.000.000	UF	\$	SEMESTRAL	50	30	25	15-05-2010	15-05-2035	15-11-2020	MV:B+30Pbs
BFAL-C071	BE	BBFALABELL		AA ; AA	3,85	3,8464	2.500.000	UF	\$	SEMESTRAL	42	12	21	31-07-2011	31-07-2032	31-07-2016	MV:B+50Pbs
BFAL-D071	BE	BBFALABELL		AA ; AA	3,4	3,3956	2.500.000	UF	\$	SEMESTRAL	14	6	7	31-07-2011	31-07-2018	31-07-2013	MV:B+50Pbs
UFAL-A06C	BE	BBFALABELL		AA- ; A+	4	3,9967	1.700.000	UF	\$	SEMESTRAL	42	28	21	15-06-2007	15-06-2028		

⁸ Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

La tasa de colocación es una tasa promedio obtenida desde un Terminal de la Bolsa de Comercio de Santiago, revisando la información histórica del sistema de colocaciones primarias de bonos "Remate Holandés".

En el mismo sistema de negociación se tiene la información histórica de la colocación de cada serie de bonos, donde es posible determinar la clasificación de riesgo, tasa de colocación, precio de venta (% del valor par) y el valor de mercado de la emisión al momento de la colocación:

Tabla 6: Características de la colocación de los bonos vigentes del Holding

Serie	T. Colocación	Cantidad Colocada	Precio Medio	Monto colocado	Fecha colocación	Clasificación
BFALA-D	4,78	3.500.000	97,39	59.023.298.215	14-12-2004	AA- ; AA
BFALA-F	4,42	4.000.000	97,89	71.636.966.574	04-08-2006	AA- ; AA
BFALA-G	6,28	31.000.000.000	96,23	30.008.972.648	12-05-2009	AA- ; AA
BFALA-H	3,29	3.000.000	97,92	61.807.247.671	29-04-2009	AA- ; AA
BFALA-J	4,4	3.500.000	94,77	69.853.135.007	29-04-2009	AA- ; AA
Serie	T. Colocación	Cantidad Colocada	Precio Medio	Monto colocado	Fecha colocación	Clasificación
BSODI-H	3,74	1.000.000	98,51	22.548.077.095	10-01-2013	AA ; AA
BSODI-K	3,94	1.500.000	97,27	33.406.704.054	10-01-2013	AA ; AA
BSODI-F	7,26	32.170.000.000	98,93	31.867.102.619	21-01-2009	
Serie	T. Colocación	Cantidad Colocada	Precio Medio	Monto colocado	Fecha colocación	Clasificación
BPLZA-A	3,94	2.000.000	95,87	40.332.165.584	19-05-2009	AA- ; AA
BPLZA-C	4,7	3.000.000	97,82	61.772.756.305	19-05-2009	AA- ; AA
BPLZA-D	3,99	3.000.000	98,05	62.911.400.955	26-10-2010	AA- ; AA-
BPLZA-E	3,98	2.000.000	98,18	41.996.541.527	26-10-2010	AA- ; AA-
BPLZA-G	3,33	1.000.000	98,52	21.545.451.702	07-06-2011	AA- ; AA
BPLZA-H	3,84	2.500.000	95,1	52.010.392.191	07-06-2011	AA- ; AA
BPLZA-I	3,64	1.000.000	99,37	22.503.160.696	07-06-2012	AA ; AA
BPLZA-K	3,92	3.000.000	99,67	67.719.725.639	07-06-2012	AA ; AA
Serie	T. Colocación	Cantidad Colocada	Precio Medio	Monto colocado	Fecha colocación	Clasificación
BFAL-A0510	3,69	1.000.000	96,81	20.488.466.204	03-06-2010	AA- ; AA-
BFAL-B0510	4,02	2.000.000	97,21	41.157.120.644	03-06-2010	AA- ; AA-
BFAL-C0711	3,90	1.500.000	99,33	33.033.404.572	04-10-2011	AA- ; AA
BFAL-D0711	3,45	1.000.000	99,73	22.093.565.975	04-10-2011	AA- ; AA
UFAL-A0607	3,70	1.700.000	103,09	35.334.162.029	17-04-2008	AA- ; A+

5 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

Se consideró la información proporcionada por la empresa desde el 2009 a junio de 2013. Todos los datos fueron obtenidos de acuerdo a norma IFRS.

En base a los datos obtenidos, se determinó la deuda financiera de la empresa, la que para todos los cálculos siguientes se asumió como la deuda de mercado.

Los resultados, al igual que el análisis de la empresa, se separaron por tipo de operación (no bancario, bancario) obteniéndose los siguientes niveles de deuda:

5.1 Deuda Financiera S.A.C.I. Falabella⁹

Tabla 7: Deuda financiera del Holding

	2009	2010	2011	2012	2013
Negocio no Bancario					
Otros pasivos financieros corrientes	17.353.765	18.643.047	19.545.199	24.286.030	15.997.544
Otros pasivos financieros no corrientes	54.293.100	52.973.156	60.303.455	63.411.104	77.830.002
Total	71.646.865	71.616.203	79.848.654	87.697.134	93.827.546

Fuente: Elaboración propia

Al analizar la deuda financiera del holding se consideró sólo parte no bancaria del negocio. Luego se obtuvo la información patrimonial de la empresa para el mismo período de años. Para ello se revisó en las notas de las memorias el número de acciones suscritas y pagadas al cierre de cada año. A su vez, desde los terminales de consulta de la Bolsa de Comercio, se obtuvo el valor de la acción Falabella al cierre de cada año y al 28 de junio del 2013, último día hábil del mes de valoración. Con ello, los datos del patrimonio a valor de mercado en pesos son los siguientes:

⁹ Cálculos propios basado en estados financieros publicados en la SVS.

Tabla 8: Patrimonio a valor de mercado entre 2009 a 2013

	2009	2010	2011	2012	2013
Nro Acciones	2.396.035.029	2.404.291.072	2.406.368.737	2.418.751.412	2.421.571.510
Precio	2.997,60	5.257,80	4.039,10	4.931,40	5.673,60
Fecha	30-12-2009	30-12-2010	30-12-2011	28-12-2012	28-06-2013
Patrimonio Económico	7.182.354.602.930	12.641.281.598.362	9.719.563.965.617	11.927.830.713.137	13.739.028.119.136

Fuente: Elaboración propia

Con los datos anteriores se obtuvo finalmente la estructura de capital de la empresa, la cual se obtuvo considerando solo la deuda financiera de la empresa y el valor económico del patrimonio para cada año:

Tabla 9: Estructura de Capital entre 2009 a 2013

Estructura de capital	2009	2010	2011	2012	2013
Deuda Financiera	71.646.865	71.616.203	79.848.654	87.697.134	93.827.546
Patrimonio	342.949.709	589.184.691	435.971.602	522.217.121	601.200.128
Total	414.596.574	660.800.894	515.820.256	609.914.255	695.027.673
% Deuda	17,28%	10,84%	15,48%	14,38%	13,50%
Deuda / Patrimonio	20,89%	12,16%	18,32%	16,79%	15,61%

Fuente: Elaboración propia

Es importante destacar que, dado que la determinación del patrimonio económico se realiza considerando el valor de mercado de la compañía, se tiene una figura en donde el precio de la acción, producto de la crisis económica que afectó la economía mundial en esos años, hace que dicho valor del patrimonio sea significativamente menor al resto del período para un nivel de deuda similar. Ello provoca en la práctica que los ratios de ese año se distorsionen y afecten el promedio de la muestra.

Dado el motivo anterior se estableció no considerar la información del año 2009 y sólo utilizar los datos del 2010 en adelante.

De esa forma, con dichos datos se obtienen las estadísticas descriptivas de la razón de endeudamiento y leverage financiero, considerando la deuda financiera del negocio no bancario y bancario conjuntamente:

Tabla 10: Razón de endeudamiento y leverage de Falabella

Estadísticas	B/V	B/P
Promedio	13,55%	15,72%
Máximo	15,48%	18,32%
Mínimo	10,84%	12,16%
Mediana	13,94%	16,20%
Desviación Estándar	1,98%	2,62%

Fuente: Elaboración propia

Se presenta el siguiente cuadro resumen con los resultados obtenidos:

Tabla 11: Resumen de porcentajes de razón deuda patrimonio

	2010	2011	2012	2013	Promedio
% Deuda	10,84%	15,48%	14,38%	13,50%	13,55%
Deuda / Patrimonio	12,16%	18,32%	16,79%	15,61%	15,72%

Fuente: Elaboración propia

6 Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa, Costo de Capital de la Empresa

6.1 Beta de la acción

A partir de los datos obtenidos desde la Bolsa de Comercio de Santiago, desde donde se registraron los precios históricos del índice IGPA (sin ajustar por dividendos) y los precios históricos de Falabella (ajustados por variaciones de capital) se realizaron regresiones con 105 datos históricos (semanales) para determinar los beta de cada período desde el 2009 en adelante. Por ende se tiene que cada serie considera retornos semanales de sus tres últimos años. El siguiente cuadro resume los resultados obtenidos:

Tabla 12: Resumen beta patrimonial por año

Año	2009	2010	2011	2012	2013
Beta	1,1643	1,2097	1,2799	1,3496	1,3704
p-value	0	0	0	0	0
Presencia	100	100	100	100	100

Fuente: Elaboración propia

Se observa que para todas las regresiones realizadas, se tiene una gran significancia, siendo todas las regresiones significativas al 0,1%.

Se utilizó la serie sin ajustar por dividendos dado que la serie de precios de Falabella, obtenida desde la Bolsa de Comercio de Santiago, si bien contenía sus datos con ajustes de capital, estos ajustes no consideran los dividendos pagados en el periodo, por lo que se consideró como una mejor la serie IGPA sin ajustes por dividendos pues considera todos los ajustes de capital, salvo dividendos.

Los beta de la empresa han sido todos superiores a 1 (valor del mercado) y han fluctuado entre 1,16 y 1,37. Se observa que sistemáticamente durante todo el periodo de muestra el beta fue aumentando. El valor obtenido para el último año, 2013, presenta el valor de la muestra, 1,37, lo que indicaría que la empresa presentaría mayores niveles de riesgo respecto al mercado para los últimos años.

Los datos son comparables puesto que la presencia bursátil de la empresa durante todo el período de la muestra ha sido un 100%, esto es que durante todos los días se han realizado transacciones en las tres bolsas locales superiores a UF 200 o UF 1.000¹⁰ diarias.

¹⁰ La estimación de presencia bursátil cambió el año 2012. A contar del 1 de febrero de 2012, la estimación de presencia bursátil pasó a ser UF 1.000 diarias transadas entre las tres bolsas del país. Previo a esa fecha, el monto correspondía a UF 200.

De acuerdo a lo anterior, se considera como valor significativo el beta obtenido para el año 2013, correspondiente a 1,37. Este valor se utilizará para determinar el Costo de Capital de la empresa. Dicho costo será elevado considerando la volatilidad implícita en el valor de beta y el consiguiente riesgo que lleva asociado.

6.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

6.2.1 Costo de la deuda

Se buscó datos de tasas en transacciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, observando que el bono J de Falabella S.A.C.I, que es el bono de más largo plazo (24 años) y en UF, la última tasa media de referencia que tiene es de 3,88%. Se considerará a partir de este dato que dicha TIR identificada corresponderá la tasa de costo de la deuda.

La fecha de transacción del instrumento fue el 5 de abril de 2013.

Ilustración 4: Terminal Bolsa de Comercio con última transacción Bono J

Fecha	Neg.	Cantidad	Reaj.	Monto	P. Mayor	P. Menor	P. Medio	TIR Mayor	TIR Menor	TIR Media	Duration	Spread	Stock	Riesgo
25-07-2013	4	100.000,00	UF	2.371.012.519	102,26	102,03	102,15	3,82	3,80	3,81	11,83	1,28	3.500.000	AA ; AA
24-07-2013	1	5.000,00	UF	117.595.793	101,34	101,34	101,34	3,88	3,88	3,88	11,81	1,34	3.500.000	AA ; AA
23-07-2013	6	150.000,00	UF	3.555.327.149	102,27	102,03	102,19	3,82	3,80	3,81	11,84	1,27	3.500.000	AA ; AA
05-04-2013	2	72.000,00	UF	1.669.850.815	101,37	101,25	101,31	3,89	3,88	3,88	12,10	1,19		AA ; AA
13-03-2013	2	20.000,00	UF	470.203.977	101,13	101,01	101,07	3,91	3,90	3,90	11,93	1,20		AA ; AA
08-03-2013	2	20.000,00	UF	470.039.802	101,13	101,01	101,07	3,91	3,90	3,90	11,94	1,20		AA ; AA
05-03-2013	2	200.000,00	UF	4.702.141.877	101,25	101,13	101,19	3,90	3,89	3,89	11,96	1,19		AA ; AA
22-02-2013	7	35.000,00	UF	818.223.392	100,78	100,78	100,78	3,93	3,93	3,93	11,97	1,21		AA ; AA
14-02-2013	4	40.000,00	UF	930.293.712	100,44	100,44	100,44	3,96	3,96	3,96	11,99	1,20		AA ; AA
07-02-2013	2	140.000,00	UF	3.253.619.820	100,55	100,44	100,50	3,96	3,95	3,95	12,01	1,22		AA ; AA
06-02-2013	2	10.000,00	UF	231.996.716	100,32	100,32	100,32	3,97	3,97	3,97	12,01	1,24		AA ; AA
04-02-2013	5	300.000,00	UF	6.970.545.313	100,55	100,44	100,50	3,96	3,95	3,95	12,02	1,22		AA ; AA
22-11-2012	2	230.000,00	UF	5.379.308.520	101,87	101,75	101,81	3,85	3,84	3,84	12,26	1,25		AA ; AA

Monto y Precios expresados en Pesos

6.3 Beta de la deuda

Usando CAPM y la tasa determinada en el punto anterior, se determina el beta de la deuda:

$$r_d = r_f + \beta^d (PRM)$$

Dónde:

$$R_d = 3,88\%$$

$$R_f = 2,65\%$$

$$PRM = 7,2\%$$

Los dos últimos datos están dados como parámetros del modelo.

Con estos datos se obtiene que el beta de la deuda corresponde a 0,1708.

6.4 Beta de la acción

El beta de la acción a junio de 2013, obtenido en el numeral 6.1 considerando una serie de 105 registros semanales, es de 1,3704.

6.5 Beta patrimonial sin deuda

El beta patrimonial sin deuda de la empresa, a junio 2013, utilizando Rubinstein:

$$\beta^{c/D} = \beta^{s/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta^d \frac{B}{P}$$

De acuerdo a la fórmula anterior, y considerando el beta obtenido en el punto anterior (1,3704), la tasa de impuestos (20%), la razón deuda patrimonio (B/P) obtenido en el punto anterior a junio de 2013 (15,61%) y el beta de la deuda (0,1708), se obtiene un beta patrimonial sin deuda de 1,2373.

6.6 Beta patrimonial con deuda

Para determinar el beta patrimonial con deuda, se utiliza la estructura de deuda objetivo establecida en el numeral 5.1. Dicha estructura correspondía al promedio de los últimos 4 años de la razón (B/P), donde se excluyó el año 2009 por presentar mucha volatilidad en el precio de la acción. Con esto, se utilizará el promedio obtenido (15,72%) para re-apalancar el beta.

Por Rubinstein, es decir, utilizando la misma fórmula anterior, únicamente cambiando la estructura de deuda de 15,61% a 15,72%, se obtiene un nuevo beta patrimonial con deuda igual a 1,3714.

El número es consistente al tener una estructura de deuda mayor que la que se tenía al 30 de junio. Esto en rigor debería aportarle mayor riesgo a la empresa, afectando positivamente el valor de su beta.

6.7 Costo patrimonial

Al obtener el nuevo beta patrimonial de la empresa, con la estructura de deuda objetivo, se procede a determinar el costo patrimonial objetivo de Falabella mediante CAPM.

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

Reemplazando los datos en la ecuación, se obtiene un costo patrimonial (k_p) igual a 12,52%

6.8 Costo de Capital

Finalmente, utilizando WACC, es decir ponderando el efecto de la deuda sobre el costo de capital de la empresa (y no solo del patrimonio de los accionistas dado que es una empresa con deuda) se obtiene el costo de la empresa Falabella de acuerdo a su estructura de capital objetivo:

$$WACC = k_p \frac{P}{B + P} + k_d(1 - t_c) \frac{B}{B + P}$$

Reemplazando los datos encontrados en los puntos anteriores, se obtiene un WACC igual a 11,25%.

Esta tasa es la que se utilizará finalmente para descontar los flujos futuros de la empresa a partir del método de valorización por flujos descontados. Es una tasa alta considerando el tamaño de la empresa, lo que debería tener un impacto directo en el valor presente de los flujos que serán descontados más adelante en este trabajo. No obstante, debido al alto valor del beta de la acción se desprende que el mercado la considera una acción más volátil que el promedio del mercado y consiguientemente más riesgosa.

7 Análisis Operacional del Negocio e Industria

7.1 Análisis de crecimiento

7.1.1 Tasas de crecimiento reales de ventas

La empresa consolida por línea de negocio en algunos países. Es por ello que sólo se presenta en la siguiente tabla resumen con las tasas de crecimiento de los ingresos por país y no por línea de negocio:

Tabla 13: Crecimiento de ingresos reales por país (% respecto año anterior)

País	2010	2011	2012
Argentina	42,80%	19,03%	10,22%
Chile	13,61%	11,30%	8,66%
Colombia	73,45%	52,06%	27,91%
Perú	26,16%	29,90%	20,27%

Fuente: Elaboración propia

Respecto de los ingresos por diferentes las líneas de negocios, el formato de presentación de los resultados ha sido modificado en las distintas entregas anuales de los estados de resultados, por lo que no directa la comparación entre años. A modo de ejemplo, la presentación de los ingresos bancarios hasta el año 2010 se presentaba consolidada, mostrando un solo datos correspondiente a las operaciones bancarias de los tres países donde la empresa presentaba negocio financiero. Asimismo, en dichos resultados se presentaba la situación de la tarjeta de crédito CMR en la consolidación de la información en Perú.

Dado lo anterior, para el crecimiento por línea de negocio se realizó el cuadro únicamente para las operaciones en Chile, tal como muestra la siguiente tabla:

Tabla 14: Crecimiento de ingresos reales por línea de negocio (% respecto año anterior)

Línea de Negocio	2010	2011	2012
Banco			17,23%
Bienes Inmobiliarios	12,38%	21,77%	5,64%
CMR	-0,91%	4,62%	5,21%
Mejoramiento del Hogar	16,53%	8,08%	11,48%
Supermercados	9,41%	9,37%	14,64%
Tiendas por Departamento	15,97%	11,10%	4,02%

Fuente: Elaboración propia

7.1.2 Tasas de crecimiento de la industria

La industria del Retail tiene una fuerte correlación con los datos de crecimiento de consumo de cada país en que se mide. Esto permite y facilita la obtención de resultados de crecimiento y potenciales estimaciones futuras al tener como dato las expectativas de crecimiento del consumo de cada país por sobre los datos de crecimiento de la industria que son mucho más difíciles de obtener y por ende, de estimar. De acuerdo a los datos obtenidos desde empresas de Análisis (Estudios BCI) y desde sitios de estimaciones¹¹ económicas, se obtuvieron los siguientes resultados sobre estimaciones de consumo, sobre las que pueden inferirse posteriores estimaciones de crecimientos de la industria en general.

¹¹ www.consensuseconomics.com

Tabla 15: Proyecciones Económicas y crecimiento nominal

PROYECCIONES ECONOMICAS y CREC NOMINAL	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Consensus forecast agosto 2012 (hasta 2016)							
Chile	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Inflación	4,4%	1,7%	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Consumo	8,0%	5,3%	5,1%	5,3%	5,5%	5,5%	5,5%
SSS Supermercado	5,3%	8,6%	10,6%	10,4%	10,4%	10,3%	10,3%
elast	1,66	1,19	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80
SSS Tiendas por Depto	8,8%	3,2%	12,8%	13,3%	13,8%	13,8%	13,8%
elast	1,10	0,60	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
SSS Mej. Del Hogar	12,0%	11,1%	10,7%	11,1%	11,5%	11,5%	11,5%
elast	1,50	2,09	2,09	2,09	2,09	2,09	2,09
Inmobiliaria (g%)		2,1%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Argentina	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Inflación	9,5%	10,0%	10,3%	9,9%	9,0%	8,8%	8,8%
Consumo	10,7%	3,7%	3,9%	3,5%	3,5%	3,7%	3,7%
SSS Tdas Depto	24,1%	24,1%	25,4%	22,8%	22,8%	24,1%	24,1%
elast	2,25	6,51	6,51	6,51	6,51	6,51	6,51
SSS Mej. Del Hogar	22,4%	22,4%	23,6%	21,2%	21,2%	22,4%	22,4%
elast	2,09	6,05	6,05	6,05	6,05	6,05	6,05
Perú	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Inflación	4,8%	3,2%	2,8%	2,6%	2,3%	2,3%	3,0%
Consumo	6,2%	5,7%	5,6%	5,6%	5,4%	5,3%	5,3%
SSS							
SSS Supermercado	10,3%	15,2%	14,9%	14,9%	14,4%	14,1%	14,1%
elast	1,66	2,67	2,67	2,67	2,67	2,67	2,67

SSS Tiendas por Depto	9,8%	8,6%	10,9%	10,9%	10,6%	10,4%	10,4%
elast	1,58	1,51	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95
Mejoramiento del hogar	16,7%	12,4%	15,1%	15,1%	14,5%	14,3%	14,3%
	2,69	2,18	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69
Colombia	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Inflación	3,7%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Consumo	5,7%	4,4%	4,8%	5,0%	5,1%	4,9%	4,9%
SSS Mej. Del Hogar	14,7%	4,7%	12,8%	13,3%	13,6%	13,1%	13,1%
elast	0,4	2,67	2,67	2,67	2,67	2,67	2,67
SSS Tiendas por Depto	27,5%	11,7%	9,6%	10,0%	10,2%	9,8%	9,8%
elast	4,8	2,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

Fuente: Elaboración propia

A partir de los datos establecidos en la tabla anterior, se realizó la posterior estimación de ingresos de la empresa, por línea de negocio y por país, considerando el peso relativo que tienen dichos segmentos dentro de la estructura de la empresa.

7.2 Análisis de los costos de operación

La empresa, dentro de sus dos segmentos de negocio, negocio no bancario y servicios bancarios respectivamente, presenta dos distintos desgloses de costos por operación. Lo anterior se basa en el hecho que ambos negocios tienen condiciones muy distintas por lo que se hace pertinente presentar sus resultados (costos en este caso) en forma independiente y de acuerdo a la realidad de cada caso.

7.2.1 Negocio no Bancario

Dentro de este negocio, la compañía presenta tres tipos de costos

- Costo de ventas de bienes y servicios
- Costo de ventas entidades financieras
- Costos de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento

El mayor de los costos es el primero, siendo el último, el correspondiente a la depreciación el más bajo de los tres. El primer costo, el costo de ventas, corresponde al costo de la mercadería, establecida en el inventario y al costo de obsolescencia de los productos almacenados. El segundo costo, correspondiente al costo de venta entidades financieras, es el costo del negocio financiero no bancario de la compañía, entendiéndose éste como la venta de productos a través del crédito con la tarjeta de la empresa. En este costo existen tres costos que presenta la empresa:

- Costo por intereses
- Otros costos de ventas
- Provisión por castigo e incobrabilidad

En la medida que la cartera de clientes de la empresa se hace más riesgosa, se espera que aumentes estos costos.

Por último se presentan los costos de las propiedades e inversión los que son depreciaciones y mantención.

Dentro de los gastos de administración de los negocios no bancarios, la empresa reconoce el siguiente listado de ítems de gastos:

- Remuneraciones
- Arriendos y gastos comunes

- Depreciaciones y amortizaciones
- Servicios básicos
- Materiales e insumos
- Viajes, estadía y movilización
- Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros
- Honorarios y servicios de terceros
- Mantenimiento y reparación
- Comunicación
- Otros

Para junio de 2013 la empresa reconoció un gasto especial único que corresponde a la incobrabilidad de las cuentas que presentó el servicio de pagos “Cuentas.com”, empresa con la que tiene en curso una disputa legal aún en desarrollo.

7.2.2 Negocio Bancario

Dentro del negocio bancario, Falabella reconoce tres tipos de costos que son distintos a los presentados como costos del negocio no bancario. Estos costos son:

- Gastos por intereses y reajustes
- Gastos por comisiones
- Provisión por riesgo de crédito

Al 30 de junio de 2013, el gasto por intereses y reajustes era el más elevado de los tres, seguido de la provisión por riesgo de crédito y finalmente el gasto por comisiones. Estos costos son un porcentaje inferior del consolidado de la empresa, dado que el negocio bancario no es aún un ítem mayor dentro de Falabella.

Dentro de los gastos de la empresa para el negocio bancario, se presentan los siguientes ítems:

- Remuneración del personal
- Gastos de administración
- Depreciaciones y amortizaciones
- Otros gastos operacionales

Finalmente, existen dentro del estado de resultados dos cuentas que no tienen notas asociadas. Estas cuentas son los costos de distribución y otros gastos por función, siendo ambas cuentas significativas dentro del universo total de costos de la empresa.

7.2.3 Detalle de costos de operación

A partir de la identificación de costos establecida en el punto anterior se generó la siguiente tabla con el resumen de costos según su tipo desde el 2009 al 30 de junio de 2013.

Tabla 16: costos operacionales negocio no bancario y bancario

Costos por identificación según estados financieros	2009	2010	2011	2012	2013
Negocio No Bancario					
Costo de ventas de bienes y servicios	102.006	119.265	136.555	154.594	79.490
Costo de venta entidades financieras	4.919	3.389	3.015	4.853	2.390
Costo por intereses	813	523	887	922	834
Otros costos de ventas	27	38	51	223	329
Provisión y Castigo incobrabilidad	4.079	2.827	2.077	3.708	1.227
Costos de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento	4.169	4.387	3.868	2.164	738
Depreciación	1.670	1.753	1.016	661	366
Mantenimiento y otros	2.499	2.634	2.852	1.504	372
Negocio Bancario					
Gastos por intereses y reajustes	2.167	2.322	3.780	4.704	2.303
Gastos por comisiones	213	348	529	715	469
Provisión por riesgo de crédito	2.523	1.860	2.709	4.427	2.051

Fuente: Elaboración propia

Tabla 17: Gastos operacionales negocio no bancario y bancario

Gastos operacionales según estados financieros	2009	2010	2011	2012	2013
Negocio No Bancario					
Remuneraciones	18.335	21.093	24.188	27.149	14.359
Arriendos y Gastos Comunes	4.565	5.091	2.985	3.516	2.156
Depreciaciones y Amortizaciones	3.315	3.405	5.174	5.166	2.805
Servicios Básicos Energía y Agua	1.702	1.710	1.415	1.659	846
Servicios Computación	798	853	441	315	182

Materiales e Insumos	738	767	921	1.036	695
Viajes, Estadía y Movilización	2.145	2.331	1.111	502	328
Impuestos, Contribuciones, Patentes, Seguros y otros				1.280	835
Honorarios, Servicios a Terceros				3.092	2.066
Mantenimiento y Reparación				1.023	555
Comunicación				104	108
Otros				745	117
Incobrabilidad Cuentas Punto Com S.A.				908	0
Negocio Bancario					
Remuneraciones y gastos del personal	1.534	1.920	2.247	2.649	1.424
Gastos de Administración	2.212	2.185	2.778	2.873	1.580
Depreciaciones y amortizaciones	250	382	361	462	251
Otros gastos operacionales	236	286	199	294	192

Fuente: Elaboración propia

Tabla 18: Otros gastos servicio bancario

Otros costos y gastos	2010	2011	2012	2013
Costos de distribución	2.180	2.907	3.503	1.921
Otros gastos, por función	5.234	7.680	4.140	2.341

Fuente: Elaboración propia

7.3 Análisis de cuentas no operacionales

Dentro de este ítem se entiende que corresponden aquellas cuentas que por su naturaleza no están dentro del negocio principal y que por ende no aparecen dentro de la definición de resultado operacional.

De acuerdo a lo anterior, y tras revisar el estado de resultados de la empresa, especialmente en su negocio no bancario, se tienen las siguientes cuentas que no están dentro del resultado operacional:

Tabla 19: Otros gastos servicio bancario

Resultado No Operacional:
Otras Ganancias
Ingresos Financieros
Gastos Financieros
Inversión en Empr Relac (Neto)
Diferencia de Cambio
Resultados por unidad de reajuste

Fuente: Elaboración propia

Las notas de los estados financieros de la empresa indican que estas cuentas en su mayoría son recurrentes de la empresa. Dentro del ítem Otras ganancias (o pérdidas) se tienen eventos que podrían ser únicos del período como el dar de baja arriendos o la ejecución de siniestros, pero en general estas situaciones son periódicas en el tiempo por lo que se pueden considerar como recurrentes en su conjunto.

Por otro lado, las principales cuentas de la empresa dentro de este apartado son (de mayor a menor orden de magnitud) los gastos financieros, resultados por unidad de reajuste y la participación de ganancias o pérdidas en empresas relacionadas. Los tres puntos son recurrentes. El primero corresponde principalmente a los compromisos de deuda que tiene la empresa como emisor de instrumentos de deuda. De acuerdo a lo establecido previamente, existe una estructura de deuda objetivo que no debiese cambiar mayormente en el tiempo, por lo que los gastos correspondientes a deuda financiera debiesen mantenerse a lo largo del tiempo en forma recurrente. Asimismo, dada la presencia internacional de la empresa en sus diferentes líneas de negocio, es también un costo recurrente el establecer sus resultados en otros países de acuerdo a un reajuste o también por operaciones financieras. Finalmente la participación en empresas relacionadas también es recurrente al considerar dentro de este ítem las operaciones en empresas como Aventura Plaza en Perú o Sodimac Colombia, empresas que no consolidan en el resultado operacional de la empresa, al no ser Falabella controladora de la operación de ambas empresas.

Ilustración 5: Nota 11 sobre inversiones en relacionadas

Nota 11 – Inversiones en Asociadas

a) Inversiones en Asociadas Negocios no Bancarios

A continuación se presenta la información respecto de las inversiones que posee la Compañía en Asociadas de negocios no bancarios en forma directa e indirecta al 30 de junio de 2013 y 31 de diciembre de 2012, además de los resultados reconocidos a junio 2013 y 2012:

Sociedad	País de origen	Moneda funcional	30/06/2013 porcentaje de participación %	31/12/2012 porcentaje de participación %	30/06/2013 Valor en Libros M\$	31/12/2012 Valor en Libros M\$	30/06/2013 Resultado del periodo M\$	30/06/2012 Resultado del periodo M\$
Sodimac Colombia S.A.	Colombia	COL	49,00%	49,00%	72.440.976	73.261.756	6.159.641	9.262.972
Aventura Plaza S.A. ⁽¹⁾	Perú	PEN	60,00%	60,00%	61.499.322	56.259.021	1.674.480	996.852
Italmód S.A. ⁽²⁾	Chile	CLP	0,00%	50,00%	-	5.821.435	142.989	271.735
Inmobiliaria Cervantes S.A.	Chile	CLP	33,70%	33,70%	293.883	294.459	6.950	7.172
Total					134.234.181	135.636.671	7.984.060	10.538.731

⁽¹⁾ La compañía posee directa e indirectamente el 60% de participación en Aventura Plaza S.A. (49% de participación efectiva). Esta sociedad ha sido registrada como asociada por el método de la participación y no como una filial, debido a que la Compañía no posee control sobre sus actividades operacionales y financieras por acuerdo entre sus accionistas.

⁽²⁾ Con fecha 06 de junio de 2013, la Compañía vendió el 50% de participación que mantenía en Italmód S.A. por M\$5.000.000.- generando una utilidad de M\$1.160.577.- que se presenta en nota 31.

7.4 Análisis de Activos

Habiendo revisado las cuentas asociadas a los activos de la empresa, se consideró como activos no operacionales los siguientes ítems:

Otros activos Financieros: En la nota 4 de los estados financieros se indica que estos activos corresponden principalmente a instrumentos financieros, tales como contratos de derivados, fondos mutuos y acciones, por lo que están fuera del negocio principal de la empresa.

Activos mantenidos para la venta: tanto corrientes como no corrientes corresponde a activos cuyo valor se recuperará a través de su valor libro y no de su uso continuo, por lo que están disponibles (dada una alta probabilidad de ventas) y la venta es inmediata para su uso en su condición actual. La Filial de Plaza se incluye en este apartado.

Inversiones según el método de participación: corresponde a activos en donde el Grupo mantiene inversiones en forma directa o indirecta y que no son consolidadas dentro del negocio operacional de la empresa.

Propiedades de Inversión: corresponde a terrenos y edificios mantenidos por el Grupo para obtener beneficios a través de su arriendo. Solo se considera en este ítem las propiedades que son arrendadas a terceros y no al grupo.

Plusvalía: corresponde al valor de la prestación transferida por la adquisición de una inversión en una filial o una asociada y el monto de cualquier interés no controlador en entidades adquiridas.

8 Proyección de EERR

A continuación se presentan los resultados obtenidos en la estimación del Estado de Resultados de la Empresa para el periodo de valoración. Todas las cifras que se presentan en este punto están en miles de UF.

8.1 Proyección de los Ingresos de Operación

A partir de las tasas de crecimiento definidas en las proyecciones de crecimiento de la industria y del CAPEX de la empresa, se definió una proyección de crecimiento de ingresos de la empresa a partir de los siguientes supuestos:

Ingresos: Se consideró como input de industria las tasas de crecimiento del consumo interno de cada país y el SSS de cada línea de negocio (Same Stores Sales). El SSS como medida de comparación de la operación entre cada año es importante porque permite comparar los ingresos generados a una misma cantidad de metros cuadrados construidos de venta. De esta forma el crecimiento de los ingresos puede abrirse en dos estimaciones conjuntas: los incrementos en las ventas respecto al año anterior de acuerdo al SSS y los incrementos en la venta producto de la habilitación de nuevos locales y la amplificación de metros cuadrados de venta construidos. Se consideró como supuesto que las ventas el primer año de los nuevos locales alcanzarán el 60% (en promedio) de la superficie construida nueva, y al siguiente año un 85%. Recién al tercer año los ingresos serán al 100% de los ingresos promedio por metro cuadrado de ventas.

De acuerdo a lo anterior, se confeccionaron cuadros para la cantidad de aperturas de nuevos locales, metros cuadrados de venta (antiguos, nuevos y con dos años), metros cuadros promedio por local y ventas promedio por metro cuadrado. Todo lo anterior para conseguir finalmente los ingresos por negocio i en función del período t :

$$Ingresos_t^i = \sum_{n=t-2}^t VentaPromedioMt_{ti}^2 * Porcentaje Ventas_{ni} * ConstruidosMt_{ni}^2$$

Donde:

Venta promedio por metro cuadrado período t en línea de negocio i dependerá del crecimiento real del período para cada línea de negocio:

$$Venta Promedio Mt_{ti}^2 = Venta Promedio Mt_{(t-1)i}^2 * Crecimiento Real_{ti}$$

Metros cuadrados de Venta en período t : Para cada línea de negocio i (por país) corresponde a la fórmula

$$\begin{aligned}
& \text{Construidos } MT_{ti}^2 \\
& = \text{Construidos inicial } Mt_{(t-1)i}^2 + \text{Construidos Nuevos } Mt_{(t-1)i}^2 \\
& + \text{Nuevos Locales}_{ti} * \text{Promedio Local } Mt_{ti}^2
\end{aligned}$$

Proyección de locales: según CAPEX anunciado por Falabella mediante comunicado de prensa el 9 de enero de 2013. Se definen la cantidad de centros comerciales y nuevas tiendas, junto con la inversión en millones de dólares para ejecutar dicho plan.

Los Metros Cuadrados promedio de cada año por tipo de local, el que se calcula como 105% de los metros cuadrados promedio del año anterior para los locales en Chile, 102% de los metros cuadrados promedio del año anterior para los locales en Argentina (Falabella). 108% de los metros cuadrados promedio del año anterior para los locales en Perú y 107% en Colombia al contar sus formatos aún con mayores perspectivas de desarrollo que los mercados chilenos y argentinos.

Con ello se estableció los metros cuadrados promedio por tipo de local para la proyección del período, presentada en la siguiente tabla:

Tabla 20: Metros cuadrados promedio por tipo de local

M2 Promedio Local	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Chile							
Falabella	6.562	6.674	7.007	7.358	7.725	8.112	8.517
Sodimac	8.314	8.110	8.515	8.941	9.388	9.857	10.350
Tottus	3.700	3.603	3.783	3.972	4.170	4.379	4.598
Shopping	79.727	81.690	85.774	90.063	94.566	99.294	104.259
Argentina							
Falabella	5.363	5.363	5.470	5.580	5.691	5.805	5.921
Sodimac	10.864	10.684	10.897	11.115	11.337	11.564	11.796
Perú							
Falabella	6.913	6.740	7.279	7.862	8.491	9.170	9.903
Sodimac	7.739	7.607	8.215	8.873	9.582	10.349	11.177
Tottus	4.202	3.947	4.263	4.604	4.972	5.370	5.800
Colombia							
Falabella	6.278	7.011	7.502	8.027	8.589	9.190	9.833
Sodimac	10.419	10.949	11.715	12.535	13.413	14.352	15.356

Fuente: Elaboración propia

Las ventas por Metro Cuadrado se obtuvieron estableciendo las tasas reales de crecimiento de ventas por línea de negocio, según la tabla establecida en el punto anterior y que se resume en el siguiente cuadro, donde las tasas nominales se ajustaron de acuerdo a las expectativas de inflación para obtener tasas nominales de crecimiento:

Tabla 21: Crecimiento real de ventas por metro cuadrado por tipo de local

Crecimiento Real Ventas por M2					
Chile	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Falabella	9,5%	10,3%	10,8%	10,8%	10,8%
Sodimac	7,5%	8,2%	8,6%	8,6%	8,6%
Tottus	7,4%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%
Shopping	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Argentina					
Falabella	13,7%	11,7%	12,7%	14,1%	14,1%
Sodimac	12,1%	10,3%	11,2%	12,5%	12,5%
Perú					
Falabella	7,9%	8,1%	8,1%	7,9%	7,1%
Sodimac	11,9%	12,2%	12,0%	11,7%	10,9%
Tottus	11,8%	12,0%	11,8%	11,6%	10,8%
Colombia					
Falabella	9,3%	9,8%	10,1%	9,6%	9,6%

Fuente: Elaboración propia

Esto permite establecer el crecimiento de los ingresos promedio de ventas como el incremento respecto al año anterior más los incrementos establecidos por nuevos metros cuadrados producto de inversiones en nuevos locales.

La venta promedio (en UF) se resume en la siguiente tabla:

Tabla 22: Venta promedio por metro cuadrado por tipo de local

Ventas por M2	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Chile						
Falabella	0,197532	0,216230	0,238443	0,264098	0,292514	0,323986
Sodimac	0,107424	0,115435	0,124877	0,135600	0,147244	0,159888
Tottus	0,131021	0,140714	0,151319	0,162723	0,174701	0,187562
Shopping	0,009777	0,010091	0,010390	0,010699	0,011018	0,011346
Argentina						
Falabella	0,188812	0,214665	0,239857	0,270218	0,308217	0,351560

Sodimac	0,101668	0,113937	0,125641	0,139691	0,157152	0,176796
Perú						
Falabella	0,152622	0,164709	0,178100	0,192464	0,207619	0,222446
Sodimac	0,078995	0,088435	0,099195	0,111069	0,124071	0,137654
Tottus	0,139658	0,156142	0,174911	0,195600	0,218225	0,241814
Colombia						
Falabella	0,136887	0,149621	0,164312	0,180871	0,198163	0,217109
Sodimac	0,136887	0,149621	0,164312	0,180871	0,198163	0,217109

Fuente: Elaboración propia

Complementariamente, se estableció un porcentaje de ventas por año de superficie construida, que en el caso de los locales abiertos el primer año corresponde a un 50%, lo que en promedio representa que la apertura de locales se materializa a mediados de año. Por otro lado el segundo año de funcionamiento es sobre el 75% al 95% de los potenciales ingresos, asumiendo que recién al tercer año un local vende al 100% de los ingresos esperados promedios según su superficie construida.

Tabla 23: Porcentaje de venta del primer año al abrirse un nuevo local

% Ventas Primer Año	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Chile					
Falabella	65%	65%	65%	65%	65%
Sodimac	65%	65%	65%	65%	65%
Tottus	65%	65%	65%	65%	65%
Shopping	65%	65%	65%	65%	65%
Argentina	50%	50%	50%	55%	55%
Perú	55%	55%	60%	60%	65%
Colombia	50%	50%	50%	55%	55%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 24: Porcentaje de venta al segundo año de abierto un nuevo local

% Ventas Segundo Año	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Chile	todo el año (2o año)				
Falabella	90%	90%	90%	95%	95%
Sodimac	90%	90%	90%	90%	90%
Tottus	85%	85%	85%	90%	90%
Shopping	75%	75%	75%	80%	80%
Argentina	85%	85%	85%	85%	85%

Perú	90%	90%	90%	95%	95%
Colombia	95%	95%	95%	95%	95%

Fuente: Elaboración propia

Para el caso de la proyección de CMR se hizo un promedio de las tasas de crecimiento de esa línea de negocio durante el 2010 a 2012. El promedio arrojó un crecimiento del 3%, el que se consideró fijo para todo el período de valoración.

De esta forma se obtiene el total de ingresos por el negocio no bancario, el cual se presenta en la siguiente tabla:

Tabla 25: Ingresos por ventas proyectados en negocio no bancario

Ingresos por Negocio					
RETAIL	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Chile	186.037	222.677	269.607	326.086	392.368
Falabella	61.353	78.976	102.779	133.106	169.086
Sodimac	76.675	87.747	101.094	116.746	134.870
Tottus	24.186	30.458	38.496	47.780	58.128
Shopping	10.194	11.461	12.786	13.572	14.960
Ingresos CMR Chile	13.629	14.035	14.452	14.882	15.325
Crec % total	14,2%	19,7%	21,1%	20,9%	20,3%
g fala	22,5%	28,7%	30,1%	29,5%	27,0%
g sodimac	10,0%	14,4%	15,2%	15,5%	15,5%
g tottus	19,2%	25,9%	26,4%	24,1%	21,7%
g shopping	6,4%	12,4%	11,6%	6,1%	10,2%
g cmr	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Argentina	24.489	30.270	38.318	49.797	59.589
Falabella	13.355	16.389	20.707	26.860	32.299
Sodimac	9.087	11.732	15.354	20.566	24.801
CMR	2.047	2.150	2.257	2.370	2.489
Crec %	29,5%	23,6%	26,6%	30,0%	19,7%
Perú	59.090	79.241	107.706	143.455	186.512
Falabella	23.557	32.095	44.305	59.328	77.007
Sodimac	13.260	17.234	23.160	30.948	40.594
Tottus	22.273	29.911	40.241	53.179	68.911
g fala	20,5%	36,2%	38,0%	33,9%	29,8%
g sodimac	22,6%	30,0%	34,4%	33,6%	31,2%
g tottus	18,9%	34,3%	34,5%	32,2%	29,6%

Crec %	20,4%	34,1%	35,9%	33,2%	30,0%
Colombia	15.716	23.616	34.071	46.643	60.255
Falabella	15.716	23.616	34.071	46.643	60.255
Crec %	20,2%	50,3%	44,3%	36,9%	29,2%
TOTAL INGRESOS RETAIL	285.333	355.805	449.701	565.981	698.725
Crecimiento %	18,68%	24,70%	26,39%	25,86%	23,45%

Fuente: Elaboración propia

En el caso del negocio bancario se consideró una metodología de valorización diferente. No se hizo un análisis tan detallado como en el caso del negocio no bancario pues, en rigor, se debería haber proyectado la cartera de clientes y las colocaciones de la empresa durante los periodos anteriores. No obstante, dicha estimación se realizó únicamente tomando los crecimientos por país del último año, que es el único año donde no se encuentra consolidada la información financiera del banco para los países con negocio bancario fuera de Chile. Tomando esa tasa se proyectó los ingresos del negocio, por país, manteniendo la tasa constante.

Tabla 26: Ingresos por ventas proyectados en negocio bancario

TOTAL INGRESOS NEGOCIO FINANCIERO		2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
INGRESOS POR INTERESES	Tasa	20.790	24.397	28.657	33.693	39.655
Banco Chile	17,23%	8.797	10.117	11.634	13.379	15.386
Banco Perú	17,75%	5.106	6.025	7.109	8.389	9.899
Banco Colombia	68,51%	3.357	4.196	5.245	6.557	8.196
Consolidado		17.260	20.338	23.989	28.325	33.481
INGRESOS POR COMISIONES						
Banco Chile		1.799	2.019	2.264	2.536	2.837
Banco Perú		1.044	1.203	1.383	1.590	1.825
Banco Colombia		687	838	1.021	1.243	1.511
Consolidado		3.530	4.059	4.668	5.368	6.174

Fuente: Elaboración propia

8.2 Proyección de Costos por Operación

El costo de ventas se proyectó tomando como referencia el margen bruto informado por el Grupo para cada línea de negocio. De acuerdo a la información provista por la empresa, el margen bruto ha tenido la siguiente evolución por año:

Tabla 27: Margen bruto histórico del Holding

Margen Bruto	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Tiendas por Departamento	29,20%	30,90%	29,10%	29,00%	29,70%	29,58%
Mejoramiento del Hogar	27,90%	29,00%	28,80%	28,80%	29,20%	28,74%
Supermercados	23,70%	23,30%	22,70%	23,60%	24,40%	23,54%
CMR	44,80%	54,50%	50,20%	39,80%	50,60%	47,98%
Bienes Inmobiliarios	81,90%	83,50%	85,50%	83,20%	82,10%	83,24%
Consolidado Perú	31,70%	33,70%	31,80%	30,50%	30,80%	31,70%
Consolidado Argentina	35,00%	39,10%	38,90%	40,60%	40,10%	38,74%
Consolidado Colombia	39,10%	39,00%	37,60%	35,10%	36,70%	37,50%

Fuente: Elaboración propia

Una de las principales fortalezas de la empresa respecto al resto de sus competidores es precisamente el manejo de su margen bruto, por lo que se consideró el promedio como input para el 2013 y a partir de ese dato, todos los años se aumentó el margen en un 0,4% anual en Chile y Perú, 0,5% en Colombia y 0,1% en Argentina. A partir de los ingresos ya obtenidos, se establecieron los costos como el complemento del margen por los ingresos de cada línea de negocio según el año de valoración.

Tabla 28: Costo de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario

Costos por Línea de Negocio / Costo de Ventas					
RETAIL	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Chile					
Falabella	70,42%	70,02%	69,62%	69,22%	68,82%
Sodimac	71,26%	70,86%	70,46%	70,06%	69,66%
Tottus	76,46%	76,06%	75,66%	75,26%	74,86%
Shopping	52,02%	51,62%	51,22%	50,82%	50,42%
CMR Chile	16,76%	16,36%	15,96%	15,56%	15,16%
Argentina					
Falabella	60,57%	60,47%	60,37%	60,27%	60,17%
Sodimac	60,57%	60,47%	60,37%	60,27%	60,17%
CMR	50,18%	50,08%	49,98%	49,88%	49,78%
Perú					
Falabella	70,70%	70,30%	69,90%	69,50%	69,10%
Sodimac	74,35%	73,95%	73,55%	73,15%	72,75%
Tottus	76,67%	76,27%	75,87%	75,47%	75,07%
Colombia					
Falabella	71,16%	70,66%	70,16%	69,66%	69,16%

Fuente: Elaboración propia

El gasto operacional se consideró mediante el mismo procedimiento. De los estados trimestrales (del último trimestre) se obtuvo el porcentaje de gastos sobre las ventas, estableciéndose el promedio para los cinco últimos años:

Tabla 29: Gasto de ventas como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario

Gastos	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Tiendas por Departamento	-22,00%	-21,00%	-22,20%	-22,90%	-24,60%	-22,54%
Mejoramiento del Hogar	-20,70%	-19,40%	-19,70%	-20,40%	-20,70%	-20,18%
Supermercados	-20,10%	-19,40%	-20,10%	-20,70%	-21,00%	-20,26%
CMR	-8,70%	-9,60%	-9,40%	-15,30%	-9,60%	-10,52%
Bienes Inmobiliarios	-9,40%	-10,50%	-11,50%	-10,40%	-11,40%	-10,64%
Consolidado Perú	-20,10%	-20,20%	-19,20%	-19,00%	-20,60%	-19,82%
Consolidado Argentina	-35,70%	-33,20%	-31,90%	-34,60%	-35,90%	-34,26%
Consolidado Colombia	-32,80%	-29,60%	-27,50%	-25,90%	-30,30%	-29,22%

Fuente: Elaboración propia

Asumiendo el promedio como valor para el 2013 y luego un aumento en el porcentaje de gastos (producto del incremento en número de locales y mayor cantidad de personal administrativo) de 0,1% escalonado en el período para todos los países. Finalmente, el último año hay una reducción de estos gastos una vez finalizado el plan de expansión de los últimos años. De esta forma, se determinaron los gastos como un porcentaje de los ingresos anuales para este ítem.

Tabla 30: Costo de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario

Gastos por Línea de Negocio						
Chile	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Falabella	24,60%	24,60%	24,70%	24,80%	24,90%	24,90%
Sodimac	20,70%	20,70%	20,80%	20,90%	21,00%	21,00%
Tottus	21,00%	21,00%	21,10%	21,20%	21,30%	21,30%
Shopping	11,40%	11,40%	11,50%	11,60%	11,70%	11,70%
CMR Chile	9,60%	9,60%	9,70%	9,80%	9,90%	9,90%
Argentina	35,90%	35,90%	36,00%	36,10%	36,20%	36,20%
Perú	20,60%	20,70%	20,80%	20,90%	21,00%	21,10%
Colombia	30,30%	30,40%	30,50%	30,60%	30,70%	30,80%

Fuente: Elaboración propia

Para el caso bancario, determinó una figura similar considerando los costos por comisión y los costos por intereses. En ambos casos se realizó un promedio del

cuociente (cociente) de los costos por intereses/ingresos por intereses y costos por comisiones/ingresos por comisiones.

Tabla 31: costo de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio bancario

BANCO	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	
Porcentaje sobre ingresos por comisiones	18%	19%	20%	21%	22%	23%
Provisión por riesgo de crédito	30%	31%	32%	33%	34%	35%
Porcentaje Gastos sobre ingreso operacional neto	71%	74%	77%	77%	77%	77%

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, la provisión por riesgo de crédito se hace aumentar gradualmente, considerando el hecho que la cartera de clientes de la empresa es más riesgosa que hace unos años atrás.

El consolidado de los costos de ventas es el siguiente:

Tabla 32: Costo de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario y bancario

Costos por Línea de Negocio / Costo de Ventas	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
RETAIL	193.189	241.184	304.589	381.967	470.697
Chile	123.923	148.856	180.767	219.100	263.696
Falabella	43.205	55.299	71.555	92.136	116.365
Sodimac	54.639	62.178	71.231	81.792	93.950
Tottus	18.492	23.166	29.126	35.959	43.514
Shopping	5.303	5.916	6.549	6.897	7.543
CMR Chile	2.284	2.296	2.307	2.316	2.323
Argentina	14.491	17.520	21.383	26.369	30.852
Falabella	8.026	9.636	11.754	14.503	17.064
Sodimac	5.438	6.808	8.500	10.683	12.549
CMR	1.027	1.077	1.128	1.182	1.239
Perú	43.591	58.122	78.534	104.006	134.476
Falabella	16.654	22.562	30.968	41.231	53.209
Sodimac	9.859	12.745	17.034	22.638	29.532
Tottus	17.078	22.815	30.533	40.137	51.735
Colombia	11.184	16.687	23.904	32.492	41.673
Falabella	11.184	16.687	23.904	32.492	41.673
BANCO	5.466	6.389	7.473	8.748	10.250
Chile	3.185	3.652	4.188	4.803	5.508
Perú	1.507	1.772	2.083	2.450	2.881

Colombia	775	965	1.201	1.495	1.860
----------	-----	-----	-------	-------	-------

Fuente: Elaboración propia

El gasto por ventas es el siguiente:

Tabla 33: Gasto de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario y bancario

Gastos por Línea de Negocio	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
RETAIL	60.549	76.653	98.099	124.617	154.896
Chile	38.514	46.865	57.678	70.898	86.074
Falabella	15.093	19.507	25.489	33.143	42.102
Sodimac	15.872	18.251	21.129	24.517	28.323
Tottus	5.079	6.427	8.161	10.177	12.381
Shopping	1.162	1.318	1.483	1.588	1.750
CMR Chile	1.308	1.361	1.416	1.473	1.517
Argentina	5.025	6.103	7.484	9.274	10.910
Falabella	2.743	3.314	4.069	5.054	5.984
Sodimac	1.858	2.342	2.943	3.722	4.401
CMR	424	447	472	498	525
Perú	12.232	16.482	22.510	30.126	39.354
Falabella	4.876	6.676	9.260	12.459	16.248
Sodimac	2.745	3.585	4.840	6.499	8.565
Tottus	4.611	6.222	8.410	11.168	14.540
Colombia	4.778	7.203	10.426	14.319	18.559
Falabella	4.778	7.203	10.426	14.319	18.559
BANCO					
Costos por comisiones consolidado	683	826	996	1.199	1.441
Otros Ingresos operacionales	987	1.046	1.108	1.174	1.245
Provisión por riesgo de crédito	6.445	7.807	9.457	11.456	13.879
Gastos operacionales	6.814	8.046	9.141	10.395	11.835

Fuente: Elaboración propia

8.3 Proyección resultado no operacional

Como se definió en la parte anterior, todas las cuentas no operacionales son recurrentes. En tal sentido, se tomó como criterio de proyección conservador la proyección de los ingresos financieros correspondientes a un incremento del 3% respecto del valor presentado al cierre del 2012. Los gastos financieros se

mantuvieron iguales para todos los períodos. La inversión en empresas relacionadas, que tiene relación con los ingresos por Sodimac Colombia y Plaza Perú fueron estimados de acuerdo al incremento en la venta real establecida para Sodimac Colombia. Finalmente las diferencias de cambio de resultados por unidad de reajuste fueron proyectados en cero dado que no tienen un monto significativo dentro de cada año. Las cifras en UF son las siguientes:

Tabla 34: Proyección resultado no operacional

	2013 E	2013 E II SEM	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Negocio No bancario						
Resultado No Operacional	-2.143.931	-511.535	-2.036.162	-1.918.248	-1.789.190	-1.647.884
Ingresos Financieros	339.206	22.585	349.382	359.863	370.659	381.779
Gastos Financieros	-3.451.172	-1.445.681	-3.451.172	-3.451.172	-3.451.172	-3.451.172
Inversión en Empr						
Relac (Neto)	968.035	618.664	1.065.628	1.173.060	1.291.323	1.421.508
Diferencia de Cambio	0	255.535	0	0	0	0
Resultados por						
unidad de reajuste	0	37.362	0	0	0	0
		0				

Fuente: Elaboración propia

8.4 Ganancia Antes de Impuestos

A partir de la estimación de ingresos y costos, tanto para el negocio no bancario como bancario, es posible obtener las ganancias antes de impuestos de la empresa, presentándose las cifras en UF:

Tabla 35: Proyección del resultado antes de impuestos por tipo de negocio

	2013 E	2013 E II SEM	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Negocio No bancario						
Resultado antes de Impuestos	29.889.457	18.979.349	35.654.935	43.237.803	52.622.154	64.250.947
Negocio Bancario						
Resultado Antes de Impuestos	2.368.661	2.368.661	2.375.529	2.698.782	3.069.260	3.494.319

Fuente: Elaboración propia

8.5 Impuestos y Utilidad después de impuestos

Finalmente se presenta un cuadro con el pago de impuestos (fijo igual a 20% de las ganancias antes de impuestos) y la utilidad neta después de impuestos, parámetro con el cual posteriormente se construirá el flujo de caja libre.

Tabla 36: Proyección de impuestos y resultados después de impuestos por tipo de negocio

	2013 E	2013 E II SEM	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Negocio No bancario						
Impuestos	5.977.891	3.795.870	7.130.987	8.647.561	10.524.431	12.850.189
Utilidad Neta No Bancaria	23.911.566	15.183.480	28.523.948	34.590.242	42.097.723	51.400.758
Negocio Bancario						
Impuestos	473.732	473.732	475.106	539.756	613.852	698.864
Utilidad Neta Bancaria	1.894.929	1.894.929	1.900.424	2.159.026	2.455.408	2.795.456

Fuente: Elaboración propia

8.6 Cuadro de Estados de Resultados proyectado

A partir de las definiciones anteriores se estableció el Estado de Resultados proyectado para el período, hasta 2018 (año que estará implícito en el flujo de caja libre como valor residual):

Tabla 37: Proyección del Estado de Resultados de Falabella

Proyección Estado de Resultados
En UF

	2013 E	2013 E II SEM	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Negocio No bancario						
Ingresos	285.120.067	160.554.001	354.877.341	447.191.957	560.344.728	690.841.102
Costo de Ventas	193.189.048	110.571.116	241.184.430	304.588.503	381.967.389	470.697.122
Resultado Bruto	91.931.019	49.982.886	113.692.911	142.603.454	178.377.338	220.143.980
Margen Bruto	32,24%	31,13%	32,04%	31,89%	31,83%	31,87%
		0				
Gastos Operativos	60.548.782	31.233.866	76.652.965	98.098.554	124.617.145	154.896.299
Otros Ingresos Operacionales	651.151	741.865	651.151	651.151	651.151	651.151
Resultado operacional	32.033.388	19.490.885	37.691.096	45.156.051	54.411.344	65.898.832
Margen Operacional	11,24%	12,14%	10,62%	10,10%	9,71%	9,54%
		0				
Resultado No Operacional	-2.143.931	-511.535	-2.036.162	-1.918.248	-1.789.190	-1.647.884
Otras Ganancias		0				
Ingresos Financieros	339.206	22.585	349.382	359.863	370.659	381.779
Gastos Financieros	-3.451.172	-1.445.681	-3.451.172	-3.451.172	-3.451.172	-3.451.172
Inversión en Empr Relac (Neto)	968.035	618.664	1.065.628	1.173.060	1.291.323	1.421.508
Diferencia de Cambio	0	255.535	0	0	0	0
Resultados por unidad de reajuste	0	37.362	0	0	0	0
		0				
Resultado antes de Impuestos	29.889.457	18.979.349	35.654.935	43.237.803	52.622.154	64.250.947
Impuestos	5.977.891	3.795.870	7.130.987	8.647.561	10.524.431	12.850.189
Utilidad Neta No Bancaria	23.911.566	15.183.480	28.523.948	34.590.242	42.097.723	51.400.758
Margen Neto	8,39%	9,46%	8,04%	7,73%	7,51%	7,44%
Negocio Bancario						

Ingreso Operacional Neto	9.182.635	9.182.635	10.421.273	11.839.359	13.464.619	15.329.323
Resultado Operacional Neto	2.368.661	2.368.661	2.375.529	2.698.782	3.069.260	3.494.319
Resultado Antes de Impuestos	2.368.661	2.368.661	2.375.529	2.698.782	3.069.260	3.494.319
Impuestos	473.732	473.732	475.106	539.756	613.852	698.864
Utilidad Neta Bancaria	1.894.929	1.894.929	1.900.424	2.159.026	2.455.408	2.795.456
Utilidad Neta TOTAL	25.806.495	17.078.408	30.424.371	36.749.268	44.553.132	54.196.213
% crec.	43,99%		17,89%	20,79%	21,24%	21,64%
% sobre vtas.	9,05%		8,57%	8,22%	7,95%	7,84%
Depreciación	7.488.804	3.996.083	8.924.901	10.251.635	11.393.491	12.414.403
EBITDA	37.378.261	22.975.433	44.579.836	53.489.438	64.015.645	76.665.350
Margen EBITDA	13,11%	14,31%	12,56%	11,96%	11,42%	11,10%

Fuente: Elaboración propia

9 Proyección de Flujos de Caja Libre

9.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

Se tiene la siguiente información acerca de la depreciación y amortización de intangibles y activo fijos:

Tabla 38: Depreciación por período

Depreciación período	En millones de pesos				
	2009	2010	2011	2012	2013
Millones de Pesos		109.795	128.979	141.691	79.818
Millones de UF		5,11732	5,78536	6,20343	3,49272
En UF		5.117.324	5.785.360	6.203.430	3.492.721
Activos Fijos depreciables	56.144.806	59.295.429	62.237.249	66.465.142	68.713.792

Fuente: Elaboración propia

A partir de estos datos y la inversión en nuevo activo fijo que se detalla a continuación, se estableció el incremento en activo fijo depreciable como un 80% del total de activos fijos (según cálculos obtenidos desde la memoria). Con esta proyección y aplicando un promedio del porcentaje de depreciación sobre el total de activos depreciables igual a 9,09%, se mantuvo fijo dicho porcentaje y se estimó la proyección de la depreciación, la que se presenta en la siguiente tabla:

Tabla 39: Proyección de la depreciación por período

Depreciación período	En millones de pesos				
	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
En UF	7.488.804	8.924.901	10.251.635	11.393.491	12.414.403
Activos Fijos depreciables	82.417.629	98.222.515	112.823.821	125.390.452	136.626.044

Fuente: Elaboración propia

Los valores presentados corresponden a la depreciación y amortización del periodo.

9.2 Inversión en Reposición

Dentro de las notas de inversiones (variaciones de efectivo de la empresa) no se hace referencia a información de reposición. La empresa no presenta esta información. No obstante, considerando datos de la industria, la inversión en reposición es de cerca de un 2% de las ventas al no ser una industria intensiva en depreciaciones de activo fijo (sus principales activos depreciables son de largo

plazo). Se consideró una proyección conservadora de un 1% de las ventas como inversión en reposición.

Tabla 40: Proyección de la inversión por reposición de activos

Inversión en reposición	2% sobre ingresos por ventas				
	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Ingresos	285.120.067	354.877.341	447.191.957	560.344.728	690.841.102
1,0%	2.851.201	3.548.773	4.471.920	5.603.447	6.908.411

Fuente: Elaboración propia

9.3 Nuevas Inversiones en Activo Fijo (CAPEX)

La empresa a través de un comunicado de prensa difundió su programa de inversiones para el periodo 2013 - 2017. Estos valores, particularmente la apertura de nuevas tiendas comerciales fue utilizada en la proyección de ingresos al momento de establecer la proyección del Estado de Resultados.

Considerando la tabla de inversiones, en millones de dólares, se tiene la siguiente información provista por la empresa:

Tabla 41: CAPEX Falabella en millones de dólares

Plan de Inversión				
2013	2014	2015	2016	2017
887	871	806	708	652

Fuente: Elaboración propia

Dicho plan en UF corresponde a los siguientes valores:

Tabla 42: CAPEX Falabella en Unidades de Fomento (UF)

Año	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Proyección UF	22.852,67	23.538,25	24.244,40	24.971,73	25.720,88
Proyección Dólar	510	530,0	545,0	550,0	550,0
Inversión en UF	19.795.061	19.611.908	18.118.413	15.593.634	13.941.979

Fuente: Elaboración propia

La inversión en UF se consideró como inversión en activo fijo dentro del flujo de caja

9.4 Inversión en Capital de Trabajo

Para determinar el capital de trabajo de la empresa se utilizó el CTON. Considerando las cuentas:

Tabla 43: Determinación de CTON

Cuenta (en UF)	2009	2010	2011	2012	2013
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	38.578.336	45.703.994	52.169.179	52.816.524	50.244.781
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	124.330	28.259	40.542	75.792	61.129
Inventarios	20.375.654	26.825.558	30.522.620	33.378.617	33.542.990
Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar	23.676.787	31.235.691	30.036.406	33.436.308	28.744.940
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	174.981	99.658	112.472	119.879	88.890

Fuente: Elaboración propia

Se determinó la diferencia para cada año de los activos y pasivos corrientes que no devengan intereses. Con estos datos se determinó dicha diferencia y se estableció el RTON que corresponde al CTON/Ventas de cada año.

Tabla 44: Determinación de RCTON

Año	2010	2011	2012	2013
CTON	41.222.462	52.583.463	52.714.746	55.015.070
Ventas	194.794.560	216.776.338	240.422.917	124.566.065
RTON (% ventas)	21,16%	24,26%	21,93%	44,17%
RTON (Días ventas)	76	87	79	159

Fuente: Elaboración propia

Para el caso del 2013 se tiene que producto de la fecha de revisión, a mitad de año, las ventas (flujo) son inferiores a los promedios históricos calculados sobre las cuentas del balance (stock), por eso la diferencia tan significativa en la cantidad de días. Haciendo el supuesto que las ventas serán iguales el segundo semestre a lo ya vendido el primer semestre, los días serían casi iguales a lo presentado dentro del último año, acorde al promedio, por lo que no se estima que haya capital de trabajo disponible para ser retirado. Para el periodo, sin considerar el 2013, se obtiene un promedio de 81 días o 22,45% sobre las ventas.

De acuerdo a las estimaciones de ventas proyectadas para cada año, los incrementos (inversiones) en capital de trabajo por año son los siguientes (en UF):

Tabla 45: Proyección de incrementos en Capital de Trabajo

Año	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Ventas	260.925.559	300.654.959	346.515.528	396.137.573	439.062.397

Capital de Trabajo	8.918.571	10.294.914	11.139.301	9.635.889	0
--------------------	-----------	------------	------------	-----------	---

Fuente: Elaboración propia

El último año de valoración no considera mayores inyecciones en capital de trabajo al no existir una diferencia en los ingresos proyectados a futuro al mantenerse éstos constantes en el valor terminal de la empresa. La gran cantidad de capital de trabajo a inyectar en la empresa se debe al incremento continuo en las ventas dada la cantidad de nuevas tiendas proyectadas.

9.5 Activos Prescindibles

Según lo establecido en el análisis de los activos no operacionales durante la elaboración de la proyección del Estado de Resultados de la Empresa, los activos prescindibles del Grupo o que no son parte de los Resultados Operacionales de la Empresa son los siguientes, valorados al 30 de junio de 2013 en UF:

Tabla 46: Determinación Activos prescindibles

Activos Prescindibles	102.201.506
Plusvalía	11.389.215
Propiedad de inversión	80.735.058
Otros activos financieros corrientes	3.955.223
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	214.839
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	5.873.895
Otros activos financieros no corrientes	33.277

Fuente: Elaboración propia

9.6 Deuda Financiera

La deuda financiera de la empresa, según lo establecido en la identificación de la estructura de capital de la empresa, corresponde a UF 93.827.546 al 30 de junio de 2013.

9.7 Valor terminal

El valor terminal fue determinado como una perpetuidad sin crecimiento, la cual corresponde al valor de la empresa sin oportunidades de crecimiento a partir del año siguiente al período de proyección. Por lo tanto, es equivalente al valor presente de una perpetuidad de los flujos de caja libre a partir del siguiente año al último período de evaluación (T+1=2018).

Cabe señalar que el flujo de caja permanente es igual al proyectado para el año 2017, pero se debe ajustar por inversiones en activo fijo, incorporando el 100% de la depreciación como inversión en reposición.

De esta forma el valor terminal corresponde:

Tabla 477: Determinación período implícito para Valor Terminal

Flujo de Caja		2018
Ganancias		54.196.213
+ Depreciación y Amortización		12.414.403
+ Costos Financieros		0
+ Diferencias de Cambio		0
+ Resultados por unidades de Reajuste		0
Flujo de Caja Bruto		66.610.617
- Inversión en reposición		12.414.403
- Inversión en nuevo activo fijo		0
- Inversión en K de Trabajo		0
Flujo de Caja Proyectado		54.196.213

Fuente: Elaboración propia

$$V(T) = \frac{FCL(T + 1)}{k_0}$$

$$V(T) = \frac{54.196.216}{11,25\%} = 481.744.119$$

9.8 Flujo de Caja Libre

A continuación se presenta el flujo de caja libre de Falabella en UF.

Tabla 488: Proyección del flujo de caja libre

Flujo de Caja Libre Falabella					
Cifras en UF					
Flujo de Caja	2013 SEM II	2014	2015	2016	2017
Ganancias	17.078.408	30.424.371	36.749.268	44.553.132	54.196.213
+ Depreciación y Amortización	3.996.083	8.924.901	10.251.635	11.393.491	12.414.403
+ Costos Financieros	1.445.681	3.451.172	3.451.172	3.451.172	3.451.172
+ Diferencias de Cambio	0	0	0	0	0
+ Resultados por unidades de Reajuste	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Bruto	22.520.173	42.800.444	50.452.075	59.397.794	70.061.788
- Inversión en reposición	1.425.600	3.548.773	4.471.920	5.603.447	6.908.411
- Inversión en nuevo activo fijo	5.416.697	19.611.908	18.118.413	15.593.634	13.941.979
- Inversión en K de Trabajo	4.459.286	10.294.914	11.139.301	9.635.889	0
Flujo de Caja Proyectado	11.218.589	9.344.848	16.722.442	28.564.824	49.211.398
Flujo de Caja Valor Terminal					481.744.119
Flujo de Caja Total	11.218.589	9.344.848	16.722.442	28.564.824	530.955.517

Fuente: Elaboración propia

10 Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

De acuerdo a los datos anteriores, se realizó la estimación de la valoración económica de la empresa a través de flujos descontados, obteniéndose los siguientes resultados:

Tabla 49: Valorización económica de Fallabella por Flujo de Caja Descontado

WACC	11,25%
VAN	379.709.694
Activos Prescindibles	102.201.506
Deuda Financiera	93.827.546
Patrimonio Económico UF	388.083.655
Número de Acciones	2.421.571.510
Valor en UF	0,1603
Valor en pesos	3.662,39

Fuente: Elaboración propia

Según todos los supuestos establecidos en este modelo de valoración, el valor económico de la acción de Falabella al 30 de junio de 2013 es de **3.662,39 pesos por acción**. Para lo anterior se consideró como tasa de costo de capital la encontrada a través del WACC de la empresa, igual a 11,25%.

11 Conclusiones

Este trabajo ha permitido establecer el valor del precio de la acción de Falabella mediante una metodología de flujos de caja descontados. El precio obtenido a partir de estos cálculos es de 3.662,39 pesos por acción, un 35,45% inferior al precio de mercado que tenía la acción en esa fecha.

El dato obtenido corresponde a la aplicación de una metodología establecida, con supuestos detallados durante el desarrollo del trabajo. En particular, a nivel metodológico, el modelo de hace cargo de la temporalidad de los flujos, del riesgo del negocio y su estructura de capital objetivo y, finalmente, de las estimaciones de ingreso futuras de la empresa y no sólo las actuales. Todo lo anterior basados en supuestos de mercado, siendo los más críticos la definición de la tasa de Costo de Capital (WACC) y la estimación de ingresos del período de proyección.

Son las dos proyecciones indicadas en el párrafo anterior las que son más sensibles a provocar distorsiones en la determinación del valor económico de la acción de acuerdo a este modelo. En el caso de los ingresos, una sobre estimación afecta tanto positiva como negativamente los indicadores de margen neto y EBITDA, dado que algunos de los costos y políticas de inversión que se proyectaron, están de alguna forma u otra indexados a dicha determinación de ventas. Existen otros costos, como los costos y gastos operativos que fueron proyectados sobre un porcentaje de margen (% de margen bruto y % de resultado operacional). Estos porcentajes fueron proyectados por línea de negocio, por ende, si existen negocios que presentaron menores tasas de crecimiento que líneas con mayores perspectivas pero con menor margen bruto o resultado operacional, dichos indicadores finalmente se vieron afectados. En particular, la consolidación de de Perú y Colombia bajo esta modalidad de determinación de costos afectó estos resultados, puesto que los incrementos de venta provocaron que los porcentajes de distribución de ingresos aumentaran para esos países, pero desafortunadamente esos países presentaban dentro del modelo márgenes operativos inferiores al caso chileno. Lo anterior se observa en los principales resultados del modelo:

Tabla 50: Principales indicadores de la proyección del Estado de Resultados

	2011	2012	2013 E	2013 E II SEM
Negocio No bancario				
Ingresos	216.776.338	240.422.917	285.120.067	160.554.001
Margen Bruto	33,83%	32,78%	32,24%	31,13%
Margen Operacional	12,57%	10,35%	11,24%	12,14%
Utilidad Neta No Bancaria	18.987.008	16.047.634	23.911.566	15.183.480
Margen Neto	8,76%	6,67%	8,39%	9,46%
Negocio Bancario				
Ingreso Operacional Neto			9.182.635	9.182.635
Resultado Operacional Neto			2.368.661	2.368.661

Resultado Antes de Impuestos			2.368.661	2.368.661
Impuestos			473.732	473.732
Utilidad Neta Bancaria	1.990.466	1.874.403	1.894.929	1.894.929
Utilidad Neta TOTAL	20.977.473	17.922.037	25.806.495	17.078.408
Depreciación	5.785.360	6.203.430	7.488.804	3.996.083
EBITDA	29.225.034	27.819.933	37.378.261	22.975.433
Margen EBITDA	13,48%	11,57%	13,11%	14,31%

	2013 E II SEM	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Negocio No bancario					
Ingresos	160.554.001	354.877.341	447.191.957	560.344.728	690.841.102
Margen Bruto	31,13%	32,04%	31,89%	31,83%	31,87%
Margen Operacional	12,14%	10,62%	10,10%	9,71%	9,54%
Utilidad Neta No Bancaria	15.183.480	28.523.948	34.590.242	42.097.723	51.400.758
Margen Neto	9,46%	8,04%	7,73%	7,51%	7,44%
Negocio Bancario					
Ingreso Operacional Neto	9.182.635	10.421.273	11.839.359	13.464.619	15.329.323
Resultado Operacional Neto	2.368.661	2.375.529	2.698.782	3.069.260	3.494.319
Resultado Antes de Impuestos	2.368.661	2.375.529	2.698.782	3.069.260	3.494.319
Impuestos	473.732	475.106	539.756	613.852	698.864
Utilidad Neta Bancaria	1.894.929	1.900.424	2.159.026	2.455.408	2.795.456
Utilidad Neta TOTAL	17.078.408	30.424.371	36.749.268	44.553.132	54.196.213
Depreciación	3.996.083	8.924.901	10.251.635	11.393.491	12.414.403
EBITDA	22.975.433	44.579.836	53.489.438	64.015.645	76.665.350
Margen EBITDA	14,31%	12,56%	11,96%	11,42%	11,10%

Fuente: Elaboración propia

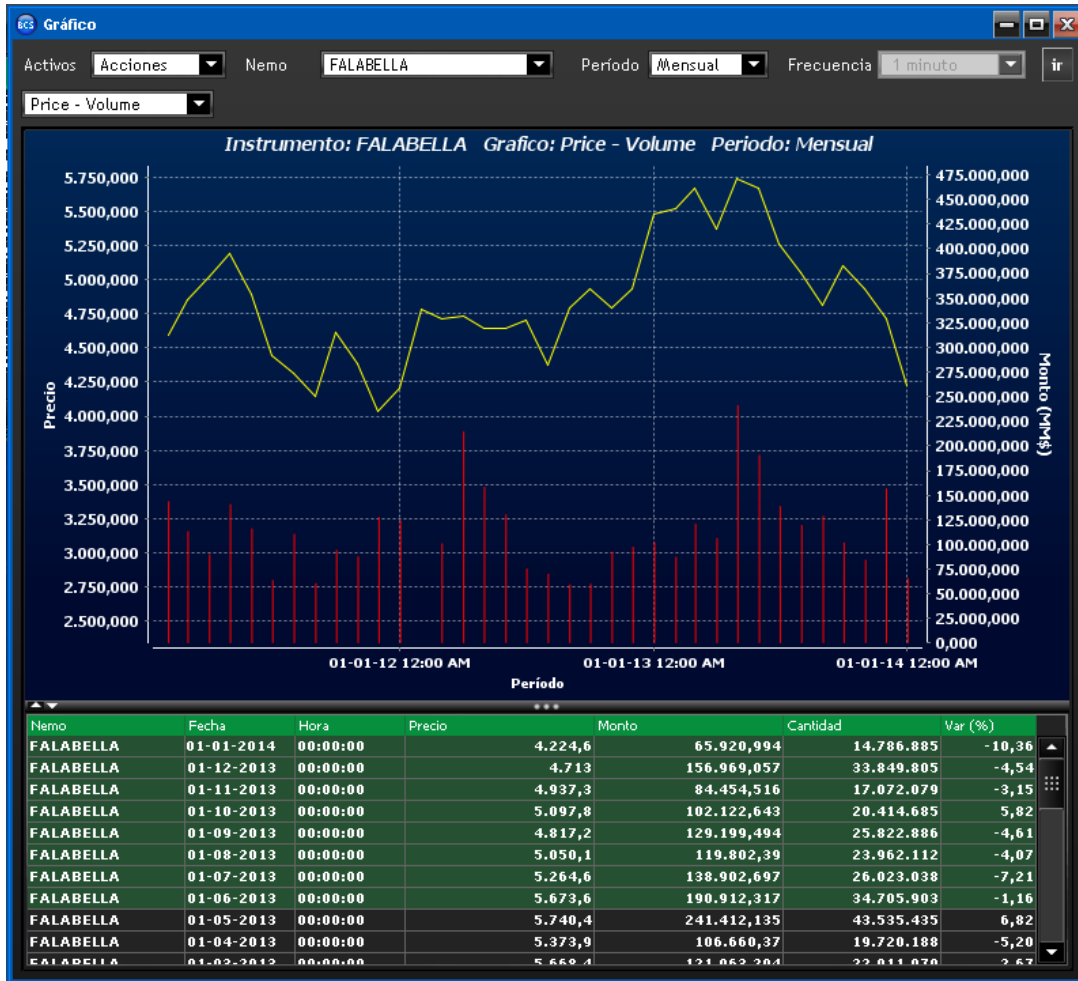
Se desprende de la estimación de Estados de Resultados que los indicadores de Margen y EBITDA bajan sistemáticamente dentro del período de proyección. Por lo tanto se desprende que las proyecciones obtenidas son conservadoras en cuanto al crecimiento de la empresa y se podría estar subestimando el manejo operacional de la misma.

Por otra parte la estimación del Costo de Capital es la que más afecta la determinación del valor económico de la misma de acuerdo a este modelo. La tasa de 11,25% es alta considerando el tamaño, historia, capacidad financiera y en general la posición dominante dentro de la industria que maneja esta empresa. En proyecciones de mercado de empresas de Estudios disponibles en Internet, la tasa de descuento asociada es cercana a un 9,5% que es significativamente menor que la estimada y entregaría un valor de la acción muy superior al obtenido (4.463,53 pesos por acción aproximadamente). Se entiende que la determinación de la tasa de costo de capital es el parámetro más sensible del modelo, puesto que variaciones marginales en su determinación afectan como ninguna otra variable los resultados del mismo. Dentro del trabajo, se observó que las regresiones para

obtener el beta patrimonial de la empresa dieron como resultado, para el año 2013, un beta igual a 1,37. Este valor es elevado considerando que la empresa tiene una representación importante dentro de los índices accionarios de la Bolsa de Comercio (IGPA e IPSA) por lo que desprende que hay factores bursátiles ajenos a la presencia de la acción, pero si asociables a la liquidez del instrumento que hacen que su volatilidad sea mayor a la del mercado en general. Lo anterior implica que se podría haber evaluado algún ajuste del beta para hacerlo más representativo, pero ello estando fuera de los parámetros del modelo provocó en definitiva que el valor de la tasa WACC fuese superior a la esperada por el mercado.

El precio finalmente obtenido bajo todos los supuestos del modelo es un precio significativamente inferior. No obstante, el valor de la acción después de esa fecha bajó significativamente a contar de esa fecha, lo que representa en definitiva que los datos publicados a junio de 2013 se colocaron bajo las expectativas de mercado que se tenían para esa acción al cierre de ese mes:

Ilustración 6: Gráfico evolución valor de la acción Falabella



Los datos obtenidos reflejan que a nivel de análisis por flujos de caja descontados, el valor económico de la acción al 30 de junio debió ser menor a su precio de mercado vigente a esa fecha.

12 Bibliografía

1. Adam Siade, Juan Alberto. “Los métodos de Valuación de Empresas y su Relación con la Capacidad de las Organizaciones para Generar Valor”, 2005.
2. Aswath, Damodaran. “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, Segunda Edición 2002.
3. Kaplan, Steven N. y Ruback, Richard S., “the market pricing of Cash Flow Forecast: Discounted Cash Flow Versus The method Of “Comparables””.