



UNIVERSIDAD DE CHILE

**UNIVERSIDAD DE CHILE  
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS  
ESCUELA DE POSTGRADO**

**VALORACIÓN FALABELLA S.A. POR EL METODO DE MULTIPLOS AL 30 DE  
JUNIO 2021  
PARTE I**

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE A TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGISTER EN FINANZAS**

RICARDO ANTONIO SOTO SILVA

Profesor guía: FRANCISCO ESTEBAN SÁNCHEZ MORALES

Santiago, Chile

2022

## I. AGRADECIMIENTOS

Ricardo A. Soto S.

Gracias a mi familia por todo el apoyo incondicional para finalizar este proyecto, agradecer también a el equipo de Gen que fue fundamental en el desarrollo de este trabajo y Magister.

Gen Ma W.

Ante todo, quería usar este apartado para agradecer a mi entorno en todo este proceso, dado que es un sueño que he querido cumplir por muchísimo tiempo y porque esta etapa que termina no es solo dependiente al esfuerzo mío, sino también gracias a toda la gente que me ha ido apoyando.

En primera instancia quería agradecer a mi familia por estar siempre presentes y apoyarme en las largas jornadas de estudio y trabajo. Principalmente a mis padres (Chongfen Ma y Hoi-Ying Wong) por mostrarme lo que es el esfuerzo y ser mis ejemplos de vida, y que ante las circunstancias más duras siempre se puede salir adelante, pero ante todo, siempre teniendo presente que la salud va primero. 我爱你们!

Al amor de mi vida, que siempre me ha estado apoyando incondicionalmente, escuchándome y dándome ánimos, ante los difíciles y buenos momentos de este proceso, que se preocupó por mí en cada momento y que siempre quiso lo mejor para mi porvenir y lo más importante siempre a mi lado.

A mis amigos, de los cuales me han ayudado y siempre estuvieron pendientes de mí en todo este proceso y me ayudaban a sobre llevar el estrés del AFE y del trabajo con conversaciones y buenos momentos a pesar del poco tiempo que tenía para ello.

Al Equipo de Gen, ya amigos que son excelentes profesionales con los cuales trabajamos juntos prácticamente todo el magister, y que de los cuales siempre tuvimos largas jornadas terminando trabajos, estudiando, preparando las tareas, pero que con mucho esfuerzo siempre pudimos sacar adelante.

A los compañeros de magister, que a pesar de ser unos años atípicos donde por pandemia no nos pudimos conocer en persona y que compartimos a través de video llamadas por varios fines de semana durante año y medio. Tuvimos al final de esta etapa algunas instancias en las que se pudo conocer en persona a varios, dejándome en claro que son excelentes personas, profesionales y respetuosos en todo momento.

A los profesores del magister, por las tremendas enseñanzas que nos han dejado en la vida, transmitiendo sus conocimientos y su experiencia, buscando que fuéramos agentes de cambio en la sociedad a través de los conocimientos de los tremendos profesionales que son. En especial agradecer nuestro profesor guía Francisco Sanchez, por su tremenda disposición a resolver dudas, la rapidez de solucionar estas, dedicación y apoyo en esta última fase que queda de este proceso.

¡Muchas gracias a todos!

## Índice

<b>i. AGRADECIMIENTOS .....</b>	<b>2</b>
<b>1. RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>10</b>
<b>2. METODOLOGÍA .....</b>	<b>11</b>
2.1 <i>Principales métodos de valoración .....</i>	<i>11</i>
2.1.1 Método de flujos de caja descontados .....	11
2.1.2 Método de múltiplos .....	14
<b>3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA .....</b>	<b>16</b>
3.1 <i>Descripción de la empresa .....</i>	<i>16</i>
3.1.1 Antecedentes del negocio e historia .....	16
3.1.2 Principales accionistas .....	22
3.1.3 Marcas y patentes .....	24
3.1.4 Riesgos .....	25
3.1.5 Estructura Corporativa .....	27
3.2 <i>Descripción de la industria del retail .....</i>	<i>28</i>
3.2.1 Impactos en la industria .....	28
3.2.2 Regulación y fiscalización .....	30
3.2.3 Empresas comparables .....	31
<b>4. ESTRUCTURA DE CAPITAL .....</b>	<b>37</b>
4.1 <i>Deuda financiera .....</i>	<i>37</i>
4.1.1 Bonos Corporativos .....	39
4.2 <i>Patrimonio Económico .....</i>	<i>41</i>
4.3 <i>Valor Económico .....</i>	<i>43</i>
4.4 <i>Estructura de capital histórica y objetivo .....</i>	<i>43</i>
<b>5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL .....</b>	<b>46</b>

5.1	<i>Costo de la deuda</i> .....	46
5.2	<i>Beta de la deuda</i> .....	46
5.3	<i>Estimación del beta patrimonial</i> .....	47
5.4	<i>Beta patrimonial sin deuda</i> .....	49
5.5	<i>Beta patrimonial con estructura de capital objetivo</i> .....	50
5.6	<i>Costo patrimonial</i> .....	50
5.7	<i>Costo de capital</i> .....	51
<b>6.</b>	<b>VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS</b> .....	<b>53</b>
6.1	<i>Análisis de las empresas comparables</i> .....	53
6.1.1	Clasificación de riesgo .....	54
6.1.2	Niveles de crecimiento .....	55
6.1.3	Segmentos de cada empresa .....	56
6.1.4	Riesgo de Mercado Hites y Tricot.....	58
6.2	<i>Múltiplos de la industria</i> .....	59
6.3	<i>Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria</i> .....	65
6.4	<i>Análisis de los resultados</i> .....	66
<b>7.</b>	<b>CONCLUSIÓN</b> .....	<b>69</b>
<b>8.</b>	<b>ANEXOS</b> .....	<b>72</b>
<b>9.</b>	<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>76</b>

## Índice de Tablas

<b>Tabla 1.</b> Antecedentes de Falabella. ....	16
<b>Tabla 2.</b> Ingresos y EBITDA por país - Falabella S.A. ....	21
<b>Tabla 3.</b> Principales accionistas de Falabella S.A. al 30 de junio del 2021 .....	22
<b>Tabla 4.</b> Participación de principales participantes de la industria del Retail chilena – 2020 .....	30
<b>Tabla 5.</b> Antecedentes Cencosud SA - 2020 .....	32
<b>Tabla 6.</b> Margen bruto y EBITDA por país y segmento de Cencosud SA - Al 31 de diciembre 2020 .....	33
<b>Tabla 7.</b> Antecedentes Ripley Corp SA - 2020 .....	35
<b>Tabla 8.</b> Margen bruto y EBITDA por país y segmento de Ripley Corp S.A. - Al 31 de diciembre 2020 .....	35
<b>Tabla 9.</b> Deuda financiera de Falabella. ....	37
<b>Tabla 10.</b> Bonos corporativos vigentes Falabella.....	39
<b>Tabla 11.</b> Bonos corporativos vigentes Falabella. (Continuación).....	40
<b>Tabla 12.</b> Patrimonio económico de Falabella .....	41
<b>Tabla 13.</b> Valor económico Falabella.....	43
<b>Tabla 14.</b> Estructura de capital de Falabella .....	44
<b>Tabla 15.</b> Datos de la estimación del beta .....	49
<b>Tabla 107.</b> Clasificación de riesgos empresas comparables .....	54
<b>Tabla 108.</b> Porcentaje de crecimiento en ventas anual empresas comparables .....	56
<b>Tabla 109.</b> Segmentos empresas comparables con porcentaje de ingresos sobre ventas totales.....	57
<b>Tabla 110.</b> Riesgo de mercado Hites y Tricot .....	59
<b>Tabla 111.</b> Múltiplos de SMU.....	60
<b>Tabla 112.</b> múltiplos de Cencosud .....	61
<b>Tabla 113.</b> Múltiplos de Ripley Corp .....	62
<b>Tabla 114.</b> Múltiplos de Forus .....	63
<b>Tabla 115.</b> Múltiplos de la industria .....	64

<b>Tabla 116.</b> Información para valorización por múltiplos de Falabella .....	65
<b>Tabla 117.</b> Valorización por múltiplos Falabella (CLP) .....	65
<b>Tabla 118.</b> Múltiplos de la industria con múltiplos ajustados (CLP) .....	67

## Índice de figuras

<b>Figura 1.</b> Principales Marcas grupo Falabella .....	24
<b>Figura 2.</b> Comparación precio acción Falabella – IGPA .....	42
<b>Figura 3.</b> Índice de recuperación Euromonitor – Chile.....	45

## Índice de Anexos

<b>Anexo 1.</b> Estado de resultado Falabella S.A. ....	72
<b>Anexo 2.</b> <i>Ponderación sobre ingresos, estado de resultado Falabella S.A.</i> .....	73
<b>Anexo 3.</b> <i>Estado de resultado proyectado Falabella S.A.</i> .....	74
<b>Anexo 4.</b> <i>Ponderación sobre ingresos, estado de resultado proyectado Falabella S.A.</i> .....	75

## 1. RESUMEN EJECUTIVO

En el presente informe se realizará una valoración por flujos de caja descontados (FCD) y por múltiplos a Falabella S.A. al 30 de junio del 2021, cuya empresa cotiza sus acciones en la Bolsa de Santiago.

Falabella S.A. es una de las empresas de *retail* más grande de Latinoamérica, que opera en 7 países: Chile, Colombia, Perú, Argentina, Brasil, Uruguay y México. Además, opera en cinco segmentos de mercado, tales como: tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, supermercados, inmobiliario y negocio bancario.

Para el desarrollo de la valoración por FCD se realiza un análisis histórico de los estados financieros y entorno para conocer el comportamiento operacional de la Compañía, formas de financiamiento y estructura de capital en los periodos analizados. En base a la información de la Compañía se obtuvo la tasa de costo promedio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés) de 5,85% al 30 de junio del 2021, estimar la proyección de los ingresos y valor terminal con el fin de obtener los flujos de caja libre de la Compañía. Al convertir el patrimonio económico de la compañía a pesos chilenos cada acción da un valor de \$2.984 CLP el cual difiere del precio de mercado al 30 de junio del 2021 que cerró con un precio de la acción de \$3.132 CLP, desviándose un 4,72%.

Para la determinación de la valoración por múltiplos se utilizan empresas chilenas listadas en Bolsa de Valores de Santiago que participan en alguno o varios segmentos en los que Falabella ejerce sus operaciones, ajustando los múltiplos de estas en la proporción del segmento que representa similitud con Falabella en función de los ingresos de Falabella. De esta metodología y utilizando 4 empresas comparables (Cencosud, Ripley, Forus y SMU), el rango de precios obtenido fluctúa desde los \$1.946 CLP hasta los \$7.568 CLP promediando \$3.462 CLP, en el que el múltiplo relevante para la industria (PER) da un precio de \$2.951 CLP desviándose un 5,77% del precio de cierre de la acción al 30 de junio 2021.

## 2. METODOLOGÍA

### 2.1 Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la Compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel & Mitto, 2014; Fernández, 2012; Palepu et al., 2019; Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

#### 2.1.1 Método de flujos de caja descontados

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2012; Maquieiria & Espinoza, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es

la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieiria & Espinoza, 2019; Palepu et al., 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieiria & Espinoza, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente

como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieiria & Espinoza, 2019; Palepu et al., 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieiria & Espinoza, 2019). Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieiria & Espinoza, 2019). En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

## 2.1.2 Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieiria & Espinoza, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de 19 mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieiria & Espinoza, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieiria & Espinoza, 2019)

### 2.1.2.1 Múltiplos de ganancias

- *Price to Earnings Ratio* (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- *Enterprise Value to EBIT* (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- *Enterprise Value to EBITDA* (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “*Precio de la acción*” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “*Utilidad de la acción*” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta,

“*EBIT*” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “*EBITDA*” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

### 2.1.2.2 Múltiplos de valor libro

- *Price to Book Value* (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- *Value to Book Ratio* (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Valor libro del patrimonio*” es el valor contable del patrimonio, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “*Valor libro de los activos*” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

### 2.1.2.3 Múltiplos de ventas

- *Price to Sales Ratio* (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- *Enterprise Value to Sales* (EVS) = Valor de la empresa / Ventas

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Ventas por acción*” son las ventas divididas por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “*Ventas*” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities* y gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

### 3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

#### 3.1 Descripción de la empresa

El presente trabajo se evaluará la empresa de capitales chilenos Falabella, perteneciente al rubro de *retail* con gran presencia en Latinoamérica (Bolsa de Santiago, 2021) de clasificación AA (Fitch Ratings, 2021). A modo de resumen se presenta la **Tabla 1** con sus principales datos a desarrollar en los siguientes capítulos:

**Tabla 1.** Antecedentes de Falabella.

#### Antecedentes

Ticker o Nemo-técnico	FALABELLA
Mercado donde transa sus acciones	Chile / bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (profile)	Empresa de <i>retail</i> y activos inmobiliarios con más de 500 tiendas y cerca de 42 centros comerciales, con operaciones en 7 países y actor relevante en el comercio electrónico de Latinoamérica.
Rubros	Servicios <i>retail</i> (bancario, crédito consumos, seguros y viajes) Productos de <i>retail</i> (tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, muebles y electrónicos) Bienes inmobiliarios (centros comerciales)
Países en los que opera	Chile, Perú, Colombia, Brasil, México, Argentina y Uruguay
Clasificación de riesgo	Clasificación AA (perspectiva negativa) en largo plazo (Fitch ratings)

*Fuente: Elaboración propia a partir de web bolsa de comercio Santiago, web corporativo investors Falabella y clasificadora de riesgo Fitch Ratings.*

#### 3.1.1 Antecedentes del negocio e historia

La Compañía nace en el año 1882, siendo la primera gran sastrería en Chile ubicado por calle ahumada, por Salvatore Falabella, un inmigrante italiano residente en Chile. Durante el año 1937, se integra Alberto Solari a la empresa, transformándola en una importante tienda de vestuario (Falabella, 2020a). En el año 1958, se introducen productos del hogar, poniendo los cimientos de la primera tienda por departamento en

Chile. Para el año 1980, la Compañía lanza su propia tarjeta de crédito y de este tipo, llamada CMR. En el año 1990, abre su primer centro comercial en Chile, Mall Plaza Vespucio, en la comuna de La Florida. En el año 1993 en adelante, la Compañía comienza su expansión fuera de Chile, abre a la Bolsa de Comercio de Santiago, se crea el Banco Falabella, comienza ventas por internet en Chile, entre otros hechos (Falabella, 2020a).

Los últimos hechos de la Compañía durante el 2020, es el lanzamiento de la billetera digital Fpay, lanzamiento de la tarjeta CMR 100% digital, siendo la primera en el mercado de Chile y Colombia. Además, la Compañía lanza Fazil, la app de *on-demand-delivery*<sup>1</sup> operando en Tottus en formato supermercado.

Hoy en día Falabella S.A. es una de las empresas líderes en el comercio físico y digital en Latino América, presente en Chile, Perú, Colombia, Brasil, México, Argentina y Uruguay, con oficinas de compra en China e India y centros digitales en India y Argentina. Falabella S.A. abre su propiedad a la Bolsa de Santiago en el año 1996 y transa sus acciones bajo el nemotécnico de FALABELLA, y opera a través de los formatos en Tiendas por Departamento, Tiendas de Mejoramiento del Hogar, Supermercados, *Fintech*<sup>2</sup>, *E-commerce*<sup>3</sup>, Centros Comerciales regionales, Servicios Inmobiliarios y *Power Centers* y brinda Servicios Financieros a través de una red de 507 tiendas y 45 centros comerciales. A continuación, se presenta un detalle de los formatos donde opera Falabella S.A.:

- **E- Commerce:** Es el segmento del cual integra las plataformas de *e-commerce* de Falabella y está enfocada en potenciar el efecto *flywheel*<sup>4</sup>, concepto de marketing digital que busca a través de un ciclo continuo potenciar la relación

---

<sup>1</sup> El término *on-demand-delivery* corresponde al concepto de entrega de última milla bajo demanda, se basa en el poder de los consumidores en optar por una mensajería y servicio de entrega mucho más flexible, permitiéndoles recibir sus despachos cuando y donde lo necesiten.

<sup>2</sup> El término *Fintech* corresponde a una conjunción de los términos “finanzas” y “tecnología” en inglés y se refiere a cualquier negocio que utilice la tecnología para mejorar o automatizar los servicios y procesos financieros.

<sup>3</sup> El término *E-Commerce* consiste en la compra y venta de productos o de servicios a través de internet, tales como redes sociales u páginas web.

<sup>4</sup> El *flywheel* es un modelo de marketing donde pone al cliente en el centro. En el mundo de las recomendaciones y las opiniones online, los clientes satisfechos son más importantes que nunca. Por eso, en el *flywheel* la experiencia de cliente es una prioridad, teniendo un ciclo continuo con tres fases que se retroalimenta.

cliente y empresa, bajo 3 conceptos elementales, presencia de producto, generación de demanda y analítica de datos (Feinleib, 2017). Donde el mayor tráfico impulsará las ventas, atrayendo cada vez más *sellers* a la plataforma, incrementando así la oferta de productos y enriqueciendo la propuesta, haciéndola más atractiva para los clientes junto con el desarrollo de nuevas y mejores funcionalidades en apps de *retail* y financieras. Durante el 2020, tiene 4 apps de E-Commerce, Tiendas por departamento, Mejoramiento del hogar, Marketplace y Entrega Express.

- **Tiendas por departamento:** Falabella opera a través de Falabella *Retail*, siendo la plataforma líder en moda, decoración y electrónica en Latinoamérica con un ecosistema físico – digital. Al 31 de diciembre 2020, la Compañía tiene una red de 108 tiendas y una fuerte presencia *online* en los países de Chile (con 46 tiendas), Perú (con 30 tiendas), Colombia (26 tiendas), Argentina (6 tiendas).
- **Tiendas de mejoramiento del hogar:** Falabella opera el segmento de mejoramiento del hogar a través de la marca Sodimac, la cual ofrece una amplia gama de soluciones para la construcción, decoración y mantenimiento de viviendas. La división ofrece además diversos formatos dentro de los cuales se encuentra Sodimac Homecenter, Sodimac Constructor, Imperial y próximamente se espera dar inicio a la operación de la marca IKEA. Al 31 de diciembre del 2020 la división tiene presencia en 251 tiendas, repartidos en Chile (85 tiendas), Perú (56 tiendas), Argentina (8 tiendas), Colombia (40 tiendas), Uruguay (3 tiendas), Brasil (53 tiendas) y México (6 tiendas).
- **Banca y Fintech:** La Compañía integra sus funciones de pago y bancos a través de las aplicaciones de Fpay, en el que funciona como la billetera digital de Falabella, además de la app integrada de banco y CMR, en el que permite a través de la aplicación ofrecer productos financieros.
- **Supermercados:** Falabella a través de Tottus, opera hipermercados, supermercados y formatos de precio conveniente (Hiperbodega Precio Uno), a

través de 148 tiendas físicas y presencia digital. El formato opera actualmente en Chile con 67 tiendas y Perú con 81 tiendas (Falabella, 2020a).

- **Negocios inmobiliarios, centros comerciales regionales y *power centers*:** El brazo inmobiliario de Falabella se dedica al desarrollo y operación de centros comerciales y la administración de tiendas en ubicaciones *free standing*<sup>5</sup>, donde se destaca la presencia de los formatos de *retail* de Falabella y los usos mixtos de las propiedades. A continuación, se presentan las principales marcas:
  - *Mallplaza*: Su propuesta de valor integra *retail*, entretenimiento, gastronomía, salud, cultura y otros usos, bajo una estrategia de crecimiento sostenible, que busca aportar valor a todos sus grupos de interés, promoviendo el desarrollo local, el acceso a la cultura y el cuidado del medioambiente.
  - *Falabella Inmobiliario*: Con presencia en Chile y Perú, opera centros comerciales de menor escala, teniendo como ancla los formatos operados por filiales de la empresa (Falabella, Sodimac y Tottus), complementándolos con una atractiva oferta de tiendas menores y entretenimiento.

Adicionalmente, la Compañía es dueña de superficies arrendables en Falabella, Sodimac, Tottus, Maestro y otros centros comerciales en sus distintos formatos, tales como malls, *power centers*, *strip centers* y el comercio tradicional.

- **Servicios financieros:** Falabella opera servicios financieros a través de Falabella Financiero, de la cual entrega una amplia oferta integrada de productos financieros, que ofrece a través de un ecosistema de múltiples formatos y plataformas digitales, combinando el modelo tradicional de negocio financiero con la proximidad propia de los negocios de *retail*.

Al 31 de diciembre del año 2020, esta división incluye CMR Falabella (tarjeta de crédito), Banco Falabella (banco), Seguros Falabella (corredora de seguros) y CF Seguros (compañía de seguros). Con un total de 457 sucursales, la operación se

---

<sup>5</sup> El término *Free Standing* corresponde a la construcción de grandes establecimientos, en áreas aisladas de ciudades de tamaño medio y grande, con una gran superficie comercial.

extiende a través de Chile (160 sucursales), Perú (60 sucursales), Colombia (93 sucursales), Argentina (11 sucursales) y México (133 sucursales) (Falabella, 2020a).

En la **Tabla 2** se presenta un resumen de los ingresos y EBITDA por país de las filiales de Falabella al 31 de diciembre de 2020:

**Tabla 2.** Ingresos y EBITDA por país - Falabella S.A.

Segmento	Monto (En MUF)
<b>Chile</b>	
Tiendas por departamento	
Ventas	53.463
EBITDA	376
Mejoramiento del hogar	
Ventas	78.783
EBITDA	7.752
Supermercados	
Ventas	29.825
EBITDA	1.835
Banco Falabella	
Ventas	26.497
EBITDA	7.271
<b>Perú</b>	
Ventas por tiendas por departamento	18.922
Ventas por mejoramiento del hogar	20.226
Ventas por supermercados	39.600
EBITDA Perú	5.393
<b>Colombia</b>	
Ventas por tiendas por departamento	14.140
Ventas por mejoramiento del hogar	29.066
EBITDA Colombia	1.487
<b>Argentina</b>	
Ventas por tiendas por departamento	4.697
Ventas por mejoramiento del hogar	2.527
EBITDA Argentina	450
<b>Brasil</b>	
Ventas por mejoramiento hogar	7.529

Fuente: Elaboración propia en base a release de Resultados 4Q-2020 – Falabella S.A.

Como se puede ver en la tabla anterior, al 31 de diciembre del 2020 los principales segmentos donde obtiene ingresos de la Compañía vienen principalmente de las ventas del segmento de mejoramiento del hogar y de las tiendas por departamento en Chile y en tercer lugar los ingresos provenientes de las ventas por supermercados en Perú, con

montos de MUF 78.783, MUF 53.463 y MUF 39.600 respectivamente, consolidando a Chile como país donde la Compañía tiene los principales ingresos y segundo país a Perú. Sin embargo, al observar el EBITDA de la Compañía, los principales segmentos provienen del mejoramiento del hogar y del Banco Falabella en Chile por montos de MUF 7.752 y MUF 7.251 respectivamente. Esto implica que, a pesar de que la Compañía tenga una gran porción de ingresos en el segmento de tiendas por departamento en Chile, éste tuvo grandes costos y gastos operacionales al 31 de diciembre del 2020 que tuvieron efecto en el EBITDA.

### 3.1.2 Principales accionistas

La composición de participación accionaria de Falabella está dada por 12 principales accionistas, los cuales son detallados en la **Tabla 3**.

**Tabla 3.** Principales accionistas de Falabella S.A. al 30 de junio del 2021

Nombre principales accionistas	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Lucec Tres S.A.	267.803.642	267.803.642	10,67%
Inversiones San Vitto Ltda	243.698.146	243.698.146	9,71%
Inversiones Los Olivos SpA	218.328.581	218.328.581	8,70%
Bethia S.A.	218.237.468	218.237.468	8,70%
Banco de Chile por cuenta de State Street	189.989.209	189.989.209	7,57%
Inversiones Don Alberto Cuatro SpA	151.079.494	151.079.494	6,02%
Dersa S.A.	136.444.501	136.444.501	5,44%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	124.808.838	124.808.838	4,97%
Banco Santander por cuenta de inv extranjeros	83.090.546	83.090.546	3,31%
Mapcor Cuatro Alfa SpA	63.247.346	63.247.346	2,52%
Inpesca S.A.	49.343.681	49.343.681	1,97%
Importadora y Comercializadora Amalfi SpA	45.224.102	45.224.102	1,80%
<b>Total</b>	<b>1.791.295.554</b>	<b>1.791.295.554</b>	<b>71,38%</b>

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (web institucional).

La sociedad Falabella al 31 de diciembre de 2020 es controlada por grupos de accionistas que en total tienen el 70,58% de control de la Compañía, y estos están compuestos principalmente por el Grupo Auguri, Bethia S.A., Grupo Corso, Grupo San Vitto, Grupo Liguria, Grupo Amalfi y Grupo Dersa. (Falabella, 2020a).

### 3.1.3 Marcas y patentes

Falabella y sus filiales han registrado un gran número de marcas de productos que comercializa tanto en el país como en el extranjero.

Las principales marcas propias registradas y vigentes de Falabella y sus filiales son:

Falabella, Sodimac, Homecenter, Homecenter Sodimac, Sodimac Constructor, Imperial, Maestro, Homy, Tottus, Precio Uno, CMR, Banco Falabella, Viajes Falabella, Seguros Falabella, FPay, Mallplaza, Open Plaza, Linio, Fazil, Sybilla, Basement, Blue, Florencia, Harris & Frank, Holley, Mica, Qfeel, Scoop, Stefano Cocci, Textil Viña, Americanino, Newport, Apology, University Club, Coniglio, Denimlab, Yamp, Doo, Eleven, Roberta Allen, Bearcliff, Dröm, Fratta, Click & Collect, Home Collection, Bauker, Kölor, Mr. Beef, Recco, Ubermann, Wurden, Ozom, Dear Santa, Kleine, Topex, Redline, Autostyle, Halux, Dairu, Fixser, Volker, Klimber, Hölztek, Karson, Ergo, Do It, Humboldt, Petizos y Sensi D'Acqua, entre otras (Falabella, 2020a).

**Figura 1.** Principales Marcas grupo Falabella



Fuente: Elaboración propia con logos encontrados en buscador web.

### 3.1.4 Riesgos

Falabella se encuentra expuesta a riesgos que pueden afectar su capacidad de operar y/o generar flujos futuros. Para afrontarlos, la Compañía cuenta con comités de riesgos en sus distintos niveles organizacionales, compuestos por ejecutivos de las distintas áreas, en los cuales a través de “política de gestión y de control de riesgos” junto con una “política de auditorías internas”, buscan analizar y controlar con frecuencia los riesgos de la Compañía (Falabella, 2020a), los que se indicarán a modo de resumen a continuación:

**3.1.4.1 Riesgos operacionales:** Las operaciones de la Compañía se ven afectadas principalmente a la continua competencia creciente y disruptiva, persistente riesgo de inventario para su funcionamiento, dado el efecto de la pandemia a nivel mundial y por el desarrollo del comercio electrónico de la Compañía y en los mercados donde compiten.

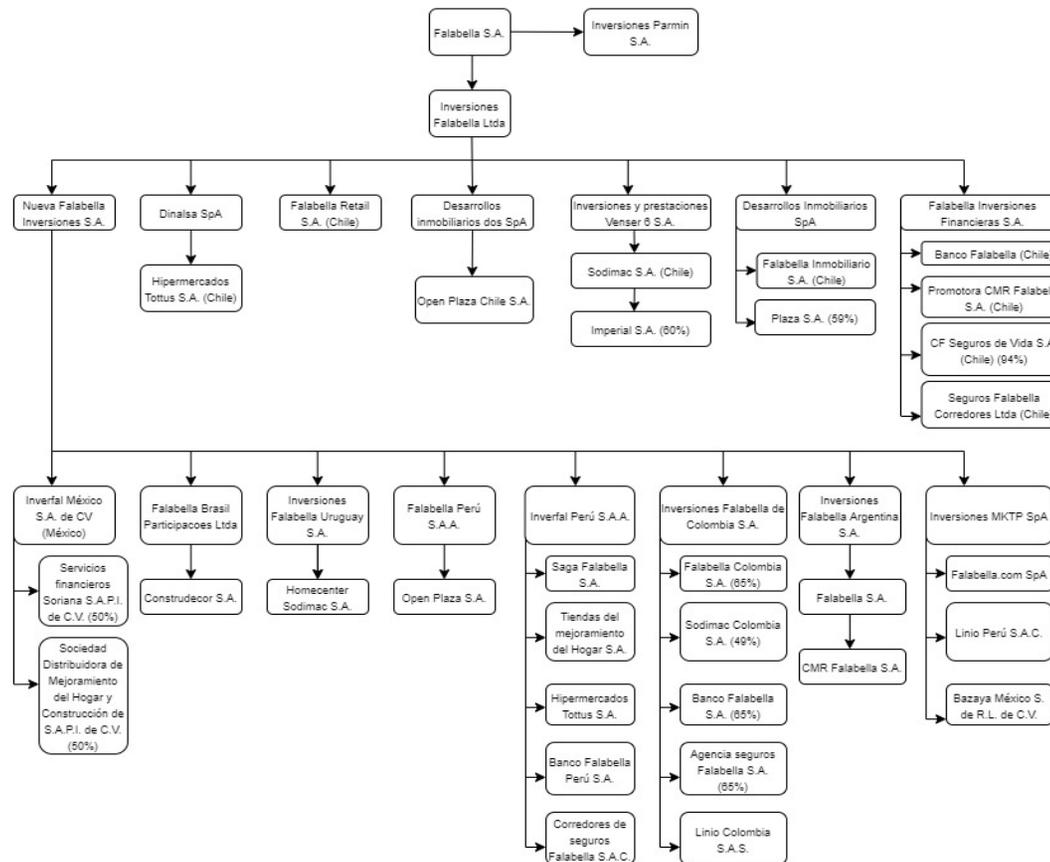
**3.1.4.2 Riesgos de seguridad y tecnología de la información:** Esto es debido a que todos los negocios de la Compañía utilizan tecnologías de la información para los distintos procesos operacionales, como lo es también el consolidado *marketplace* de la Compañía como canal de ventas. Cualquier daño en la red, vulnerabilidades en ciberseguridad o información y/o inestabilidad de sus plataformas tecnológica puede generar pérdidas, alteración de información, o daño a información confidencial de carácter estratégico para la empresa.

**3.1.4.3 Riesgo de cumplimiento:** La Compañía puede presentar desafíos de acuerdo con los cambios en la normativa legal de los mercados en los que compite, además de diversas contingencias legales y regulatorias, cuyos resultados judiciales podrían afectar negativamente los resultados.

**3.1.4.4 Riesgo de personas:** Con el fin de cumplir las metas y tener un sostenido crecimiento en el rubro competitivo en el que está inmerso, la Compañía depende de atraer, desarrollar y retener el mejor talento a la Compañía ante la posible fuga de talento que pudiera existir.

**3.1.4.5 Riesgo de crédito:** El negocio financiero de la Compañía puede verse afectado por un incremento en las ratios de mora, debido a variables exógenas, y la tasa de castigos, impactando en los EERR.

## 3.1.5 Estructura Corporativa



Fuente: Memoria Anual Falabella 2020.

Como se refleja en la imagen anterior, la matriz del grupo corresponde a Falabella S.A. y está a través de la Compañía Inversiones Falabella Ltda controla el resto de Compañías del Grupo Falabella a través de distintos segmentos en Chile como el segmento financiero a través de Falabella Inversiones Financieras S.A., segmento inmobiliario a través de Desarrollos Inmobiliarios SpA, segmento del mejoramiento del hogar a través de Inversiones y prestaciones Venser 6 S.A., segmento de multitiendas a través de Desarrollos Inmobiliarios dos SpA, segmento *retail* a través de Falabella *Retail* S.A. y el segmento de supermercados a través de Dinalsa SpA. Además de lo anterior, la Compañía controla las entidades del grupo a través de Nueva Falabella Inversiones S.A. en países tales como México, Brasil, Uruguay, Perú, Colombia, Argentina.

## **3.2 Descripción de la industria del *retail***

### **3.2.1 Impactos en la industria**

En marzo de 2020, en Chile se inició las limitaciones por las transmisiones comunitarias de COVID-19. El país seguía sufriendo las consecuencias de las protestas y disturbios políticos y sociales, que habían comenzado en octubre de 2019. La pandemia también afectó el plebiscito nacional chileno de 2020, que fue reprogramado. Si bien el plan inicial era que estas serían medidas de corta duración, la propagación de las infecciones por COVID-19 vio nuevas y más fuertes restricciones. Las medidas obligatorias de cuarentena y permanencia en el hogar comenzaron a extenderse de algunas áreas metropolitanas a toda la región y a otras regiones y localidades a medida que se identificaron más y más casos de COVID-19. Cierre total, incluido un toque de queda obligatorio, movimiento de consumidores severamente limitado, con muchos empleadores optando por el trabajo remoto / inteligente. El bloqueo se mantuvo en algunas ciudades durante más de cuatro meses, lo que provocó efectos psicológicos, sociales y económicos adversos en las comunidades chilenas (Euromonitor, 2021g).

El descontento social del cuarto trimestre de 2019 y los efectos de las limitaciones por las transmisiones del COVID-19, sin duda afectó fuertemente a la industria minorista, no solo al limitar la demanda sino también al aumentar la competencia informal. Debido a la incertidumbre económica y al aumento del desempleo, lo que generó un aumento del

comercio informal como su única oportunidad de generar ingresos. Esto fomentó un mercado ilegal en auge que afectó a los minoristas especializados en servicios de alimentos, electrónica y electrodomésticos, así como a los especialistas en moda y belleza. Los comerciantes informales no se limitan al mundo físico, sino que también al comercio electrónico al ser un canal de ventas más rápido, con menos fricciones y de mayor alcance a través del cual vender productos no regulados y evitar impuestos. Para combatir este comercio informal, algunas comunas de Santiago han comenzado a multar a las personas que compran bienes a través del mercado informal, así como a aplicar fuertes sanciones a quienes venden productos de manera informal en las calles (Euromonitor, 2021g).

La venta minorista por otro lado se vio muy afectada por la pandemia del COVID-19, impulsada por las fuertes caídas en las ventas de tiendas que no se dedican a la alimentación. Estos minoristas se consideraron no esenciales y permanecieron cerrados durante los cierres de cuarentena obligatorios. El desempeño de los almacenes y las tiendas que no eran de primera necesidad estuvieron marcados por un cambio al acelerar el comercio electrónico, en detrimento de las operaciones físicas. Por lo que, a pesar de los efectos de la reducción turística, reducción de movilidad, ambiente macroeconómico inestable, el *retail* en Chile se ha visto obligada en aumentar el desarrollo de sus canales de distribución hacia una transformación digital. Esta transformación digital generó que el comercio electrónico en la industria tuviera un crecimiento dinámico en las ventas, y la mayoría de los consumidores del país compraron productos durante el año a través de estas plataformas. Además, Este canal ofreció a los consumidores oportunidades para realizar compras convenientes y más seguras para limitar la exposición al virus. Incluso, cuando se relajaron las medidas de bloqueo y permanencia en el hogar, los consumidores se mostraron cautelosos a la hora de viajar y regresar a ubicaciones minoristas potencialmente abarrotadas para minimizar el riesgo de contacto con otras personas e infección, junto con las cargas adicionales sobre los presupuestos familiares debido a las consecuencias económicas de COVID - 19. A pesar de lo anterior, en agosto del 2020 las ayudas estatales para paliar la crisis sanitaria tales como el primer retiro del 10% de los fondos previsionales de los trabajadores generaron una inyección de un volumen inusual de recursos a los hogares,

lo que incentivó el consumo en las personas y generó una evolución positiva de las ventas del comercio minorista a fines del año 2020 (CSS, 2021)

En la **Tabla 4** se presentan los principales competidores de la industria durante el año 2020:

**Tabla 4.** Participación de principales participantes de la industria del Retail chilena – 2020

<b>Compañías</b>	<b>Participación</b>
Walmart Chile SA	12.90%
Cencosud Supermercado SA	7.50%
Falabella SACI	7.50%
SMU SA	6.00%
Sodimac SA	5.50%
Ripley Corp SA	2.30%
Cencosud <i>Retail</i> SA	2.30%
<b>Total</b>	<b>44%</b>

Fuente: Retailing in Chile – Euromonitor International, Marzo 2021.

*Nota: Se excluyen el impuesto a la venta.*

De acuerdo con la **Tabla 4** se puede observar que la Compañía con mayor participación en el mercado durante el 2020 es Walmart Chile SA con un 12,90%, seguido de Cencosud Supermercado SA y Falabella SACI, cada una con un 7,50%. Luego viene SMU SA con un 6,00% de participación. A pesar de ello, a comparación de Falabella, los negocios a los que apuntan cada compañía son diversos, por lo que tienen distinta ponderación de acuerdo con los distintos segmentos de negocio en los que compiten.

### 3.2.2 Regulación y fiscalización

Falabella es una sociedad anónima abierta, sujeta a la regulación y las normas de la Comisión para el Mercado Financiero de la ley N° 18.045 y a la ley N° 18.046 al ser una sociedad anónima (Falabella, 2020a), además se encuentra regulada a través de la Ley de Bancos, Ley de protección al Consumidor, entre otras. Por otro lado, las filiales en

países distintos de Chile se encuentran reguladas y cumplen con las normas y regulaciones vigentes de cada país en el que está presente.

### 3.2.3 Empresas comparables

Para analizar las empresas comparables a elegir, dentro de los segmentos donde compite Falabella S.A., existen distintas empresas en los distintos segmentos donde compiten, como SMU S.A. o Walmart, donde estos compiten en el segmento supermercados (minorista y mayorista), o Empresas Hites S.A. y Empresas La Polar S.A. en segmentos por tiendas por departamento. Por lo que, se escogieron aquellas compañías con información disponible y que fueran comparativamente similares en los segmentos y países donde compiten, es por ello, que dentro de las empresas comparables se eligieron Cencosud S.A. y Ripley Corp.

A continuación, se presenta un análisis de las empresas comparables:

- **Cencosud S.A.:** La Compañía es uno de los principales minoristas multi-marca de América Latina, en la que opera a través de una serie de formatos tales como: supermercados, tiendas de mejoramiento del hogar, centros comerciales, tiendas por departamento y *retail*. Al cierre del ejercicio 2020, la Compañía cuenta con 244 supermercados, 37 tiendas de mejoramiento del hogar, 49 tiendas por departamento, 35 centros comerciales y 49.617 colaboradores.

En la **Tabla 5** se presenta un resumen de los antecedentes de la Compañía:

**Tabla 5.** Antecedentes Cencosud SA - 2020

Tipo de información		Descripción
Ticker o Nemotécnico		CENCOSUD
Clase de acción		Única serie
Derechos de cada clase		Acciones ordinarias con derecho a dividendo
Mercado donde transa sus acciones		Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )		<i>Retail</i>
Rubros y países donde opera	Argentina, Colombia, Perú, Chile, Brasil	Tiendas por departamento, Mejoramiento del hogar, Supermercados, Servicios Financieros, centros comerciales

Fuente: Elaboración propia en base a la memoria anual de Cencosud SA 2020 y Feller rate.

A continuación, se presenta un resumen de los ingresos, margen bruto y EBITDA por país y segmento de Cencosud S.A. durante el año 2020:

**Tabla 6.** Margen bruto y EBITDA por país y segmento de Cencosud SA - Al 31 de diciembre 2020

Margen bruto por país y segmento (En MUF)	Ingreso por segmentos	Margen Bruto	EBITDA
<b>Chile</b>	173.657	47.934	19.470
Supermercados	114.407	30.691	
Shopping Centers	2.452	1.999	
Mejoramiento del Hogar	24.963	7.573	
Tiendas por departamento	31.761	7.640	
Servicios financieros		-1	
Servicios de apoyo, financiamiento, ajuste y otros	75	32	
<b>Argentina</b>	60.555	21.252	5.505
Supermercados	39.482	11.446	
Shopping Centers	545	138	
Mejoramiento del Hogar	17.072	7.428	
Servicios financieros	3.382	2.206	
Servicios de apoyo, financiamiento, ajuste y otros	74	33	
<b>Brasil</b>	44.750	10.475	3.305
Supermercados	44.684	10.409	
Servicios financieros	66	66	
<b>Perú</b>	38.029	8.735	3.166
Supermercados	36.425	8.501	
Shopping Centers	476	290	
Tiendas por departamento	1.074	-111	
Servicios de apoyo, financiamiento, ajuste y otros	55	55	
<b>Colombia</b>	28.826	6.399	1.728
Supermercados	25.910	5.404	
Shopping Centers	227	221	
Mejoramiento del Hogar	2.482	567	
Servicios financieros	300	300	
Servicios de apoyo, financiamiento, ajuste y otros	-93	-93	

Fuente: Elaboración propia en base a la Memoria Anual de Cencosud SA – 2020.

Nota: Memoria de Cencosud solo entregaba EBITDA a nivel país.

Como se puede ver en la tabla anterior, al 31 de diciembre del 2020 los principales segmentos donde obtiene ingresos de la Compañía vienen principalmente de las ventas del segmento de supermercados en los distintos países tales como Chile, Brasil, Argentina y Perú por montos de MUF 114.407, MUF 44.684, MUF 39.482 y

respectivamente, consolidando el segmento de supermercados como el del mayor ingreso del grupo. Mientras que a nivel país el que proporciona mayores ingresos es Chile, seguido por Argentina y Brasil por montos de MUF 173.657, MUF 60.555 y MUF 44.750 respectivamente, y este mismo orden de mayores EBITDA se refleja a nivel país por montos de MUF 19.470, MUF 5.505 y 3.305 respectivamente.

Al analizar comparativamente con Falabella S.A., los principales ingresos de Cencosud S.A. corresponden a supermercados seguido de las tiendas por departamento, mientras que Falabella S.A. corresponde a las tiendas por departamento seguido del segmento de mejoramiento del hogar. A nivel país, los principales ingresos provienen en ambos casos en primer lugar de Chile, pero varían en el segundo país, donde Cencosud S.A. tiene como segundo principal ingreso en Argentina, mientras que Falabella S.A. de Perú.

- **Ripley Corp S.A.:** Es una de las más grandes compañías de *retail* con presencia en Chile y en Perú, en la que opera en 3 segmentos *retail*, bancario e inmobiliario. Al 31 de diciembre del 2020, la Compañía cuenta con 77 tiendas, 46 ubicadas en Chile y 31 ubicadas en Perú, 11 centros comerciales a través de la inversión en asociadas en Chile y 3 centros comerciales propios en operación a través de su filial Mall Aventura S.A. (Ripley, 2020).

A continuación, se presenta un resumen de los antecedentes de la Compañía:

**Tabla 7.** Antecedentes Ripley Corp SA - 2020

Tipo de información		Descripción
Ticker o Nemo-técnico		RIPLEY
Clase de acción		Única serie
Derechos de cada clase		Acciones ordinarias con derecho a dividendo
Mercado donde transa sus acciones		Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )		<i>Retail</i>
Rubros y países donde opera	Perú, Chile	Tiendas por departamento, Servicios inmobiliarios y Servicios Financieros

Fuente: Elaboración propia en base a la Memoria Anual de Ripley Corp S.A. 2020 y Feller rate.

A continuación, se presenta un resumen de los ingresos, margen bruto y EBITDA por país y segmento de Ripley Corp S.A. durante el año 2020:

**Tabla 8.** Margen bruto y EBITDA por país y segmento de Ripley Corp S.A. - Al 31 de diciembre 2020

Margen bruto por país y segmento (En MUF)	Ingreso por segmentos	Margen Bruto	EBITDA
<b>Por país</b>			
<b>Chile</b>			
<i>Retail</i>	25.739	5.987	-213
Banco	8.679	4.523	2.151
Inmobiliario	13	13	13
<b>Perú</b>			
<i>Retail</i>	11.984	2.755	-279
Banco	4.746	1.232	-223
Inmobiliario	637	637	473

Fuente: Elaboración propia en base a la Memoria Anual de Ripley Corp S.A. – 2020.

Como se puede reflejar en la tabla anterior, al 31 de diciembre del 2020, los principales ingresos de Ripley Corp S.A. corresponden principalmente al segmento del *retail* en Chile, seguido del mismo segmento en Perú por montos de MUF 25.739 y MUF 11.984

respectivamente. Ahora bien, al analizar el EBITDA de la compañía por segmento, el de mayor EBITDA correspondió al segmento de banco en Chile, seguido del segmento inmobiliario en Perú, por montos de MUF 2.151 y MUF 473 respectivamente.

Al analizar comparativamente con Falabella S.A., los principales ingresos de Ripley Corp corresponden a *retail* seguido de los bancos, mientras que Falabella S.A. corresponde a las tiendas por departamento seguido del segmento de mejoramiento del hogar. A nivel país, los principales ingresos provienen en ambos casos en primer lugar de Chile seguido de Perú.

## 4. ESTRUCTURA DE CAPITAL

### 4.1 Deuda financiera

Correspondiente a los estados financieros de la Compañía, en sus partidas nombradas “otros pasivos corrientes y no corrientes”, Falabella representa una deuda financiera superior a los 140.000 MUF, la cual se compone principalmente de préstamos bancarios en el corto plazo y de obligaciones con el público en el largo plazo, tal como se puede apreciar en la **Tabla 9** para el periodo comprendido desde 2017 a junio 2021.

De acuerdo con lo indicado en sus estados financieros auditados, Falabella, desde el año 2019, comienza a presentar los arrendamientos financieros como lo indica la norma IFRS-16, en una línea aparte.

**Tabla 9.** Deuda financiera de Falabella.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
<b>Total corriente</b>	<b>31.146</b>	<b>20.250</b>	<b>18.609</b>	<b>21.001</b>	<b>17.652</b>
<i>Préstamos Bancarios</i>	27.157	17.199	11.247	9.284	9.511
<i>Obligaciones con el público</i>	2.890	2.362	3.192	4.999	4.876
<i>Otros pasivos financieros</i>	614	435	1.242	3.967	573
<i>Arrendamiento financiero</i>	485	254	0	0	0
<i>Arrendamiento IFRS-16</i>	0	0	2.928	2.750	2.693
<b>Total no corriente</b>	<b>112.178</b>	<b>101.814</b>	<b>131.179</b>	<b>111.110</b>	<b>99.968</b>
<i>Préstamos Bancarios</i>	30.212	18.130	19.354	29.217	19.127
<i>Obligaciones con el público</i>	74.114	77.145	76.606	81.777	80.706
<i>Otros pasivos financieros</i>	5.030	4.608	3.415	115	135
<i>Arrendamiento financiero</i>	2.822	1.932	0	0	0
<i>Arrendamiento IFRS-16</i>	0	0	31.804	0	0
<b>Arrendamiento IFRS-16 giro Banca</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.255</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Total</b>	<b>143.324</b>	<b>122.064</b>	<b>151.043</b>	<b>132.110</b>	<b>117.621</b>

Fuente: Estados financieros Falabella auditados.

Nota: Los otros pasivos financieros están compuestos prácticamente por pasivos financieros de cobertura.

Como se puede ver en la tabla anterior, por un lado, la deuda financiera corriente de Falabella S.A. venía con una tendencia a la baja desde el diciembre del 2017 a diciembre del 2019. Sin embargo, se puede observar que a partir de diciembre del 2020 a junio del 2021 se ve con una tendencia al alza. Esto se debe principalmente a un aumento a la cuenta obligaciones con el público y la de otros pasivos financieros, donde durante los estados financieros a diciembre 2020 aumentaron de MUF 3.192 a MUF 4.999 las obligaciones con el público y otros pasivos financieros de MUF 1.242 a MUF 3.967. Por otro lado, la deuda financiera no corriente de la compañía venía a la baja desde diciembre 2017 a diciembre 2018 principalmente por la cuenta préstamos bancarios, mientras que durante diciembre 2019 tuvo un aumento debido a la cuenta arrendamiento IFRS-16, debido al cambio en la normativa contable, la cual obligaba al arrendatario a registrar los activos y pasivos que generan los contratos de arrendamiento superiores a 12 meses, anteriormente solo se registraba los gastos por arrendamiento en el estado de resultado (Falabella & EY Chile, 2019), los cuales no son detallados en los estados financieros (EEFF). Además, durante diciembre 2020 se mantuvo ligeramente a la baja debido a los efectos de la cuenta de arrendamiento IFRS-16, pero con un aumento en la cuenta de préstamos bancarios de largo plazo.

Dentro del total de la deuda de Falabella S.A. de acuerdo a los análisis anteriores se puede reflejar una tendencia a la baja desde diciembre 2017 a diciembre 2018, para luego, por efectos de la cuenta arriendo IFRS-16 aumentar la deuda durante el año 2019. Para diciembre 2020, se ve una tendencia al alza de las obligaciones y préstamos de la Compañía para suplir efectos de la pandemia.

## 4.1.1 Bonos Corporativos

Parte importante del financiamiento de Falabella, proviene de la emisión de bonos, tanto nacionales como internaciones, para un mejor detalle se presentan en las **Tabla 10** y **Tabla 11**, todos los bonos corporativos vigentes de la Compañía:

**Tabla 10.** Bonos corporativos vigentes Falabella.

Cifras en M						
Código ISIN	--	USP82290AB64	USP82290AB64	--	USP82290AG51	CL0002271691
Nemotécnico CMF	BFALA-J	--	--	BFALA-M	--	BFALA-P
Serie	J	--	--	M	--	P
Línea	579	--	--	467	--	578
Fecha emisión	09/2021	04/2013	04/2013	08/2014	10/2014	04/2016
Vencimiento	04/2033	04/2023	04/2023	07/2037	01/2025	04/2039
Rescate anticipado	04/2016	No	No	07/2017	10/2024	04/2019
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Tipo de Bono	Francés	Francés	Francés	Francés	Francés	Francés
Moneda	UF	MCLP	US	UF	US	UF
Calificación	AA	BBB	BBB	AA	BBB	AA
Numero de pagos	16	--	--	6	--	6
Monto nominal máximo	8.000	--	--	6.500	--	4.500
Monto colocación	3.500	945.889	500.000	3.000	400.000	2.000
Tasa interés anual	4.00%	6.50%	3.75%	3.10%	4.38%	3.00%

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros Falabella auditados, prospectos de bonos CMF, Refinitiv Reuters y web corporativo investors Falabella.

**Tabla 11.** Bonos corporativos vigentes Falabella. (Continuación)

**Cifras en M**

Código ISIN	CL0002271683	CL0002323799	CL0002323815	USP82290AR17	CL0002609890	CL0002609866
Nemotécnico CMF	BFALA-O	BFALA-Q	BFALA-S	--	BFALA-Z	BFALA-AC
Serie	O	Q	S	--	Z	AC
Línea	578	846	847	--	858	857
Fecha emisión	05/2016	11/2016	11/2016	10/2017	06/2020	06/2020
Vencimiento	04/2022	11/2021	11/2039	10/2027	04/2027	04/2030
Rescate anticipado	04/2018	11/2018	11/2019	--	04/2022	04/2023
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Tipo de Bono	Francés	Bullet	Bullet	Francés	Francés	Bullet
Moneda	MCLP	MCLP	UF	USD	UF	UF
Calificación	AA	AA	AA	BBB	AA	AA
Número de pagos	4	--	--	--	8	--
Monto nominal máximo	116.000	78.000	3.000	--	2.000	5.000
Monto colocación	63.000	78.000	3.000	400.000	2.000	5.000
Tasa interés anual	5,10%	5,10%	2,80%	3,75%	1,50%	1,90%

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros Falabella auditados, prospectos de bonos CMF, Refinitiv Reuters y web corporativo investors Falabella.

Como se observa en las tablas anteriores, la última emisión corresponde a la realizada durante el año 2020, específicamente de los bonos de la serie Z y AC, ambos en UF por un monto total de 7.000 MUF, dedicados de acuerdo con el prospecto correspondiente a financiar pasivos financieros de corto y largo plazo, tanto de la casa matriz como de sus filiales. De la misma tabla se desprende que los bonos de vigencia más larga que tiene Falabella, provienen de las series P y S, con fecha de vencimiento el año 2039, ambos emitidos en UF, correspondientes a las líneas 578 y 846 respectivamente, cuyo fin era la de financiar pasivos de corto y largo plazo junto con inversiones del emisor (Falabella, 2016a, 2016b)

También de acuerdo a lo señalado en la **Tabla 10** y **Tabla 11**, se puede apreciar que el bono más relevante en términos de monto es el que se emitió durante el año 2017 en USD por la suma de 400.000 MUSD (12.248 MUF), el cual al cierre de balance al 06/2021 (Falabella & EY Chile, 2021b), representa un saldo no corriente equivalente a 12.198 MUF, con una porción corriente equivalente a 76 MUF a vencer en un mes al cierre de balances de mitad de año.

## 4.2 Patrimonio Económico

A continuación, se presenta el patrimonio económico de Falabella calculado a través del número de acciones de la Compañía suscritas y pagadas y el precio de acción, al cierre de cada periodo, entre los periodos 2017 hasta junio 2021.

**Tabla 12.** Patrimonio económico de Falabella

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Número de acciones (Miles)	2.434.465	2.434.465	2.508.845	2.508.845	2.508.845
Precio de la acción (CLP)	5.970,93	4.968,31	3.211,91	2.626,06	3.268,90
<b>Patrimonio económico (MUF)</b>	<b>542.426</b>	<b>438.775</b>	<b>284.642</b>	<b>226.636</b>	<b>276.042</b>

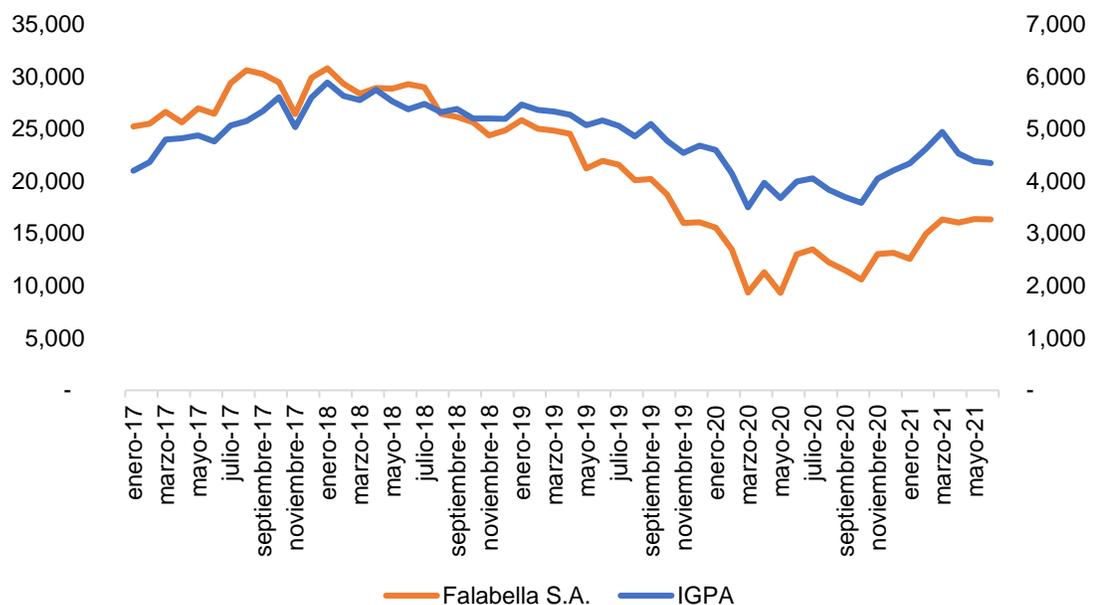
*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros consolidados y Refinitiv Eikon.*

Como se refleja en la **Tabla 12**, se puede ver una tendencia a la disminución del patrimonio económico desde el 2017, esto principalmente debido a que, durante agosto

del año 2018, en junta extraordinaria se llevó a cabo un aumento en el capital social por un monto de \$505.188.141.300 CLP, a través de la emisión de 84.330.000 nuevas acciones, lo que tiene efecto en el patrimonio económico.

A continuación, se presenta la comparación entre el precio de la acción de Falabella con el movimiento del IGPA:

**Figura 2.** Comparación precio acción Falabella – IGPA



Fuente: Elaboración propia a partir de Refinitiv Eikon.

De acuerdo a la **Figura 2**, se puede hacer una comparativa en el precio de la acción de Falabella respecto del IGPA, en el que se refleja que, a pesar de tener una relación directa en el aumento y disminución en el precio de la acción con el IGPA, este se mantuvo estable por sobre el IGPA hasta el 2018, para luego estar bajo este, comenzando a bajar a principios del año 2019 y acentuándose esta baja por efectos de la crisis social en el último trimestre. Para luego, a comienzos del año 2020 acentuar más esta caída del precio de la acción respecto del IGPA debido a la crisis sanitaria del COVID-19 y las limitaciones de los gobiernos para controlar la pandemia. Para el primer

semestre del año 2021, el efectivo plan de vacunación del gobierno a la población y la disminución de casos diarios y casos activos de COVID-19 tuvo efectos en la reapertura de la economía, lo que se refleja en una tendencia al alza en el precio de la acción.

Dado lo anterior es que, el patrimonio económico de la Compañía tuvo repercusiones a través de los años hasta el año 2020, para luego dar indicios de recuperación para el primer semestre del año 2021.

### 4.3 Valor Económico

De la información consolidada en los puntos 4.1 y 4.2, se puede calcular el valor económico de la empresa el cual se compone tanto del valor de la deuda, como del patrimonio económico, para un mejor resumen se presentan los datos en la **Tabla 13**:

**Tabla 13.** Valor económico Falabella

<b>Cifras en MUF</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>jun-21</b>
Valor deuda financiera (B)	143.324	122.064	151.043	132.110	117.621
Patrimonio económico (P)	542.426	438.775	284.642	226.636	276.042
<b>Valor Económico (V)</b>	<b>685.751</b>	<b>560.839</b>	<b>435.684</b>	<b>358.746</b>	<b>393.663</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros consolidados y Refinitiv Eikon.*

Acorde a la información detallada anteriormente, se puede apreciar que el valor económico de la Compañía ha ido bajando a través de los años, principalmente por el deterioro del patrimonio económico, tal como fue expuesto en el capítulo 4.2

### 4.4 Estructura de capital histórica y objetivo

Conforme a la información presentada en la **Tabla 13**, se analizarán de acuerdo a los siguientes ratios para evaluar su estructura de capital:

- Razón de endeudamiento (B/V): Corresponde a la proporción con que la Compañía financia sus operaciones con deuda.

- Razón de patrimonio/valor de la empresa (P/V): Corresponde a la proporción con que la Compañía financia sus operaciones con recursos propios y de los accionistas.
- Razón de deuda/patrimonio (B/P): Determina la relación de deuda sobre patrimonio que sirve para medir el apalancamiento financiero de la Compañía.

A continuación, en la **Tabla 14** se presentan los resultados de la información para evaluar la estructura de capital de Falabella en base a los ratios presentadas anteriormente:

**Tabla 14.** Estructura de capital de Falabella

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21	E.C. histórica Promedio 2017-1S2021	E.C. histórica Promedio 2019-1S2021	E.C. histórica Objetivo 2017-2019
B/V	20,90	21,76	34,67	36,83	29,88	28.8	33.8	25,78
P/V	79,10	78,24	65,33	63,17	70,12	71.2	66.2	74,22
B/P	26,42	27,82	53,06	58,29	42,61	41.6	51.3	35,76

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros consolidados y Refinitiv Eikon.*

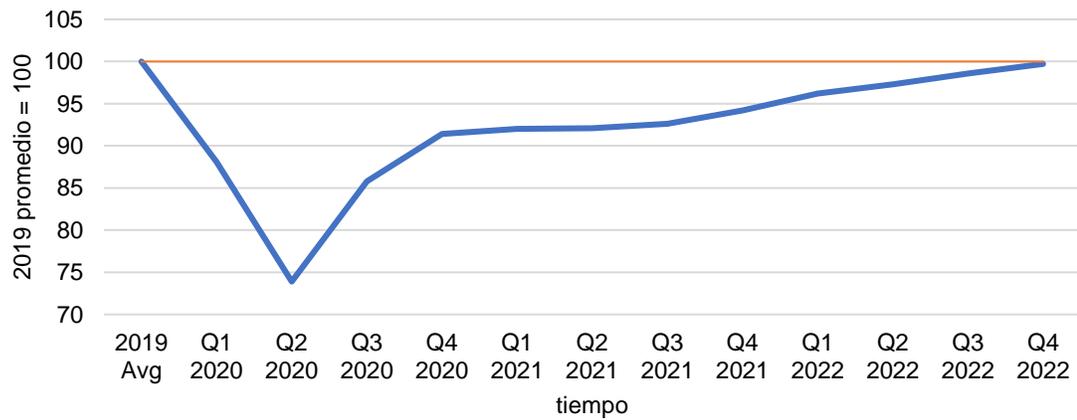
Tal y como se aprecia en la tabla anterior, la estructura de capital muestra un progresivo cambio desde una estructura de un 79% de Patrimonio (P) en el año 2017 a una baja cercana al 63% durante el año 2020, esto debido a la baja de P por los efectos detallados en la sección 4.2 y manteniendo una deuda (B) relativamente estable a través de los años.

Se estima conveniente utilizar como estructura objetivo aquel promedio correspondiente a los años 2017 al 2019, debido a que es esperable una recuperación por parte de la Compañía en su valor accionario, pero no a niveles equivalentes previos al estallido social en el corto plazo, por lo que incorporar el año 2019 en este promedio se realiza con el fin de suavizar el efecto de recuperación y llevarlo a un ámbito más conservador (recuperación no completa a niveles pre pandemia / estallido).

Esto considerando las proyecciones que se tienen para el siguiente año, en donde la economía (en su globalidad) podría recuperar sus niveles previo al 2019 solo a fines del

2S del año 2022 (Euromonitor, 2021a), tal como se puede apreciar en la **Figura 3**, la cual muestra la tendencia a la recuperación pero de forma más suavizada a partir desde el Q3 2021.

**Figura 3.** índice de recuperación Euromonitor – Chile



*Fuente: Elaboración propia a partir de dashboard de indicador de recuperación base euromonitor.*

## 5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

### 5.1 Costo de la deuda

Para la determinación del costo de la deuda de Falabella, dada la proyección a largo plazo para la valorización de la Compañía es que se consideró el *Yield To Maturity* (YTM) del bono de mayor plazo de la Compañía.

En este caso, la Compañía posee dos bonos con fecha de término en el año 2039, correspondientes a la serie S y a la serie P, los cuales a la fecha de realización de esta valorización poseen una YTM de 3,04% (última información disponible al 03/04/2020<sup>6</sup>) y 1,39% (última información disponible al 10/07/2020) respectivamente.

Para una mejor estimación se considera también el spread que tenían por sobre la tasa de libre de riesgo en el momento del último *yield* registrado en la plataforma *Eikon Refinitiv*, para el caso del bono de la serie S, el spread era de 0,96% y en el caso del bono de la serie P era de -0,17%, por lo que el spread promedio de ambos bonos está en 0,395%.

Por lo anterior se estima conveniente utilizar el promedio de ambos spreads de bonos para reflejar el costo de la deuda actual que tiene Falabella, por lo tanto, se considerará un costo equivalente a tasa libre de riesgo + 0,395%, quedando en 1,335% o más bien 1,34%

### 5.2 Beta de la deuda

Para el cálculo del beta de la deuda se considerará la metodología CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), el cual refleja a través de la exposición al riesgo, el precio de valores del cual se desprende la siguiente ecuación (Lintner, 1965; Mossin, 1966; Sharpe, 1964):

$$k_b = R_f + \beta_d * PRM \quad (1)$$

---

<sup>6</sup> Correspondiente a consulta realizada en Refinitiv Eikon al día 25/09/2021

Donde:

$k_b$  = Costo de la deuda

$R_f$  = Tasa libre de riesgo

$\beta_d$  = Beta de la deuda

PRM = Premio por riesgo

Para el cálculo de la determinación del beta de la deuda, se consideró una tasa libre de riesgo promedio de los últimos 24 meses del BCU-30 en UF<sup>7</sup>, debido a los efectos que pudieron haber generado el estallido social y la pandemia en las tasas de los bonos del Banco Central, por lo que el resultado del promedio de éste es del 0,94%. Además, el cálculo del premio por riesgo se considera en base al de la realidad chilena de acuerdo al último actualizado por Damodaran al 8 de enero del 2021, en el que es equivalente al 5,40%<sup>8</sup>. Por último, el costo de la deuda es el determinado en el capítulo 5.1.

Dado los datos determinados anteriormente, el beta de la deuda es:

$$1,34\% = 0,94\% + \beta_d * 5,40\% \quad (2)$$

$$\beta_d = 0,073$$

### 5.3 Estimación del beta patrimonial

Para obtener el beta patrimonial de Falabella, se aplicará la metodología de modelo de mercado. Para ello se utilizan los precios semanales de las acciones de Falabella desde el 01/07/19 hasta el 30/06/21, tomando en cuenta para ello los precios de cierre al día viernes de cada semana, lo mismo se realiza con los datos de mercado que en esta evaluación se considera el índice IGPA, debido a que es el más representativo del

---

<sup>7</sup> Base de Datos Estadísticos Banco Central de Chile

<sup>8</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

mercado de acciones que transan en la bolsa de Santiago. Posterior a ello se procede a calcular los retornos logarítmicos de acuerdo a la siguiente ecuación:

$$\ln\left(\frac{P_t}{P_0}\right) \quad (3)$$

Donde  $P_t$  corresponde al precio de la acción / índice en el periodo t y donde  $P_0$  corresponde a precio de la acción / índice en el periodo 0.

Una vez calculados los retornos con la ecuación (1), se procede a calcular con modelo de mercado el beta de la empresa, esto utilizando la fórmula que se expresa a continuación:

$$R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \epsilon_{t,i} \quad (4)$$

Donde  $R_{t,i}$  es el retorno del precio de la acción de Falabella,  $\alpha$  corresponde a la intercepción del modelo regresivo aplicado, o también como aquella porción del retorno que no es explicado por el riesgo de mercado,  $\beta$  corresponde al “beta” de la acción con respecto al mercado, el cual mide el grado de sensibilidad que tiene el precio de la acción ante las variaciones en los precios de mercado,  $R_{t,m}$  es el retorno del mercado, en este caso representado por el índice IGPA y donde finalmente  $\epsilon_{t,i}$  es el error de la regresión aplicada.

Bajo este esquema y a través de la metodología de mínimos cuadrados, se evalúa regresión del índice de mercado (variable independiente) sobre los retornos de Falabella (variable dependiente) obteniendo como resultado los valores que se entregan en la **Tabla 15:**

**Tabla 15.** Datos de la estimación del beta

	<b>Jun-21</b>
Beta de la acción	1,42
P-valor	0,00
Nº Observaciones	104,00
R <sup>2</sup>	0,71
Presencia bursátil	100%

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros consolidados y Refinitiv Eikon*

De la regresión se puede observar que el beta de la acción, indica que cada vez que se mueve el mercado, la acción de Falabella lo hace en el mismo sentido con una amplificación del 42% sobre aquella variación, los estadísticos de la regresión indican que es estadísticamente distinto de cero (p-valor inferior al 5%)

#### 5.4 Beta patrimonial sin deuda

Para el cálculo del beta patrimonial sin deuda, se utilizó la fórmula de Rubinstein (1973) como se presenta a continuación:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[ 1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \quad (5)$$

$\beta_p^{c/d}$  = Beta patrimonial con deuda

$\beta_p^{s/d}$  = Beta patrimonial sin deuda

$\beta_d$  = Beta de la deuda

$t_c$  = Tasa de impuesto corporativa histórica

$\frac{B}{P}$  = Estructura de capital promedio histórica

Para el cálculo de la fórmula utilizó información del beta patrimonial con deuda determinado en el 5.3 de 1,42. El beta de la deuda corresponde al determinado en el 5.2

correspondiente al 0,073. La tasa de impuesto corporativa histórica corresponde al determinado entre los años 2019-2021, del cual se ha mantenido constante para la realidad chilena en un 27%. Por último, la estructura de capital promedio histórica considerada es el determinado en el 4.4 correspondiente al 51,3%.

A continuación se presentan los cálculos con información de Falabella y a través de la fórmula de (Rubinstein, 1973) para la determinación del beta patrimonial sin deuda de la Compañía:

$$1,42 = \beta_p^{s/d} * [1 + (1 - 27\%) * 51,3\%] - 0,073 * (1 - 27\%) * 51,3\%$$

$$1,42 = \beta_p^{s/d} * [1,038] - 0,027$$

$$1,45 = \beta_p^{s/d} * 1,38$$

$$\beta_p^{s/d} = 1,0529$$

De acuerdo al cálculo anterior, el beta patrimonial desapalancado es de 1,0529.

## 5.5 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Luego de haber calculado el beta desapalancado, se procede a apalancar nuevamente el beta, pero esta vez con la estructura de capital objetivo, que como se mencionó en el capítulo 4.4, correspondiente a 35,77%. De esta forma y utilizando la ecuación (5), se tiene que:

$$\beta_p^{c/d} = 1,0529 * [1 + (1 - 27\%) * 35,77\%] - 0,073 * (1 - 27\%) * 35,77\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,3087$$

De esta forma se obtiene un beta patrimonial con la estructura de capital objetivo de 1,3087.

## 5.6 Costo patrimonial

Para el cálculo del costo patrimonial se procede a calcular con la fórmula propuesta por Rubinstein (Rubinstein, 1973) como se presenta a continuación:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM \quad (6)$$

Donde:

$K_p$  = Costo patrimonial

$R_f$  = Tasa libre de riesgo

$\beta_p^{c/d}$  = Beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo

PRM = Premio por riesgo del mercado

Resultando con los valores obtenidos hasta el momento de la siguiente forma:

$$K_p = 0,94\% + 1,3087 \cdot 5,40\%$$

$$K_p = 7,54\%$$

## 5.7 Costo de capital

De acuerdo con el uso de la fórmula de *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) mostrado a continuación:

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V} \quad (7)$$

Donde:

$K_0$  = Costo de capital promedio ponderado

$\frac{P}{V}$  = Razón de endeudamiento de la empresa en función de la estructura de capital objetivo.

$K_p$  = Costo patrimonial

$K_b$  = Costo de la deuda

$t_c$  = Tasa de impuesto corporativo de largo plazo

$\frac{B}{V}$  = Razón de endeudamiento de la empresa en función de la estructura de capital objetivo.

Por lo tanto, actualizando los valores en la ecuación (7) para Falabella, correspondientes de los cálculos anteriores, más los valores de capital objetivo de la **Tabla 14**, se obtiene que el costo de capital es:

$$K_0 = 7,54\% \cdot 74,22\% + 1,34\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 25,78\%$$

$$K_0 = 5.85\%$$

Dicho costo de capital es el que será utilizado para la metodología de valorización a través de flujos de caja descontados (DCF).

## 6. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

### 6.1 Análisis de las empresas comparables

Para el caso de comparables en Falabella, no existe en estricto rigor empresas que participen de la misma manera en los segmentos que esta lo hace y además en los mismos países en los que opera, por lo que, de las empresas transadas en la Bolsa de Santiago, se analizan las que mayor relación tienen en estas condicionantes con Falabella, ya algunas fueron detalladas en la sección 2.2.3, específicamente aquellas que poseen mayor grado de relación con Falabella, de tal modo y de forma extensiva, se agregan otros participantes de segmentos específicos en los que participa la firma que se evalúa en este trabajo. Para tales efectos se consideran:

- **SMU:** Pertenece al rubro de supermercados con amplia participación en el mercado chileno, donde posee 5 tipos de supermercados con más de 500 locales en Chile y cerca de 24 locales en Perú (KPMG & SMU, 2021).
- **Cencosud:** Empresa ya mencionada en el punto 3.2.3 de este documento, perteneciente al rubro del *retail*, en el cual se evidencia la participación en segmentos similares, tales como supermercados (244 tiendas), mejoramiento del hogar (37 tiendas), tiendas por departamento (49 tiendas) y centros comerciales (35).
- **Ripley Corp:** Otra de las grandes compañías del *retail* con presencia en Chile y Perú, operando en 3 grandes segmentos; *retail*, bancario e inmobiliario, ya detallada en la sección 3.2.3.
- **Hites S.A.:** Empresa del rubro *retail*, específicamente de multitiendas y servicios financieros dirigida al segmento socioeconómico C3-D, operando en cerca de 27 tiendas a nivel nacional (Chile) (Deloitte & Hites, 2021).
- **Tricot S.A.:** Empresa del *retail* con presencia a nivel local (Chile), especializada en los segmentos de venta de vestuario, accesorios y venta de artículos electrónicos, como también participante del segmento de servicios financieros a través de tarjetas de crédito (Deloitte & Tricot, 2021).

- **La Polar S.A.:** Empresa del rubro *retail*, especializada en ventas al detalle y entrega de servicios financieros crediticios a través de tarjeta de crédito, como también venta de seguros directo a clientes (KPMG & La Polar, 2021).
- **Forus S.A.:** Empresa del rubro ventas al detalle correspondientes a vestuario y accesorios con presencia a nivel latinoamericano en países como; Chile, Perú, Colombia y Uruguay, con ventas a empresas minoristas (Cencosud y Falabella) y directas a clientes (Forus & EY, 2021).

Para un mayor detalle, se indicará para cada una de las empresas expuestas, porque se consideran comparables. Para ello se compararán los niveles de crecimiento de cada una de las empresas, la clasificación de riesgo y segmentos.

### 6.1.1 Clasificación de riesgo

Para determinar si las compañías son comparables, es necesario conocer la clasificación de riesgo que estas poseen, en la **Tabla 16** se encuentra la clasificación de riesgo para cada una de estas empresas, de acuerdo con la información disponible en los sitios web de consulta de cada una de las clasificadoras autorizadas por la CMF en Chile.

**Tabla 16.** Clasificación de riesgos empresas comparables

Empresas	Feller Rate	ICR Chile	Fitch	Humphreys	Promedio
<b>Falabella</b>	<b>AA</b>		<b>BBB</b>		<b>A</b>
SMU	A	A		BBB+	A-
Cencosud	AA		BBB-	AA-	A
Ripley Corp	A+		BB	A+	A-
Hites	BBB+			BBB	<b>BBB</b>
Tricot S.A.*					
La Polar		B-	A	C	<b>BB-</b>
Forus		A+	A+		<b>A+</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de páginas web de clasificadoras de riesgo (consulta base de datos)

\*Clasificación no disponible debido a que no es emisor de deuda en mercado de valores.

Para poder manejar la clasificación de las distintas clasificadoras, se generó una especie de promedio en la que las clasificaciones parten desde AAA+ con una equivalencia de 10 puntos, y bajan 0,5 puntos por cada rango que baja la clasificación, entendiendo para tales efectos que las clasificaciones con signos + y – son a su vez un escalafón, para ejemplificarlo, Falabella tiene dos clasificaciones, una AA y una BBB, lo que se traduce en 8 y 5 puntos respectivamente, que al promediarse (6,5) da como resultado una clasificación A.

De acuerdo con esta metodología propuesta y los resultados obtenidos en la tabla anterior, se puede apreciar que comparativamente, la empresa con riesgo equivalente a Falabella es la compañía de Cencosud, a su vez las empresas SMU y Ripley corp, se encuentran una media clasificación debajo de Falabella (A-), por lo cual podría considerarse de riesgo similar. Por su parte, Forus posee una clasificación que también podría considerarse como similar ya que se encuentra por sobre la de Falabella (A+). Ya un tanto más lejos en el nivel de clasificación se encuentra Hites con una clasificación promedio BBB y La Polar queda bastante más lejos con una clasificación BB-.

Dado lo anterior, la única empresa que no tiene ninguna relación en riesgo con Falabella, es La Polar, la cual al tener una clasificación promedio BB- y de acuerdo con la descripción propuesta por Feller Rate, es un tipo de empresa que podría incurrir en no pago de capital e intereses ante cambios en la entidad (Feller Rate, 2019).

### **6.1.2 Niveles de crecimiento**

Otro punto importante para considerar al momento de realizar la evaluación por comparables es considerar el crecimiento que han experimentado a la fecha. Para poder analizar este tipo de variable, se considerará las ventas de cada año y su variación con respecto al año anterior para evaluar el crecimiento de las compañías, para ello en la **Tabla 17** se representará la variación porcentual que posee cada una de estas empresas evaluadas en el punto anterior:

**Tabla 17.** Porcentaje de crecimiento en ventas anual empresas comparables

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21*	Promedio
<b>Falabella</b>	<b>2,28</b>	<b>0,50</b>	<b>-0,71</b>	<b>-1,99</b>	<b>23,79</b>	<b>4,77</b>
SMU	-9,97	-1,15	-2,56	-1,80	0,17	<b>-3,06</b>
Cencosud	-0,50	-10,32	-3,62	0,32	6,96	<b>-1,43</b>
Ripley Corp	3,02	-1,20	-1,18	-15,46	41,76	<b>5,39</b>
Hites	1,37	-1,28	-2,41	-10,67	30,19	<b>3,44</b>
Tricot S.A.	-1,49	5,44	-0,26	-25,64	5,23	<b>-3,34</b>
La Polar	-0,67	-6,53	-10,80	-11,33	31,68	<b>0,47</b>
Forus	2,08	-4,04	-6,62	-24,39	62,66	<b>5,94</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de sitios corporativos de empresas en revisión.  
\*Respecto de igual periodo año 2020

En términos generales, las compañías con niveles de crecimiento promedio similares a Falabella (4,77%) son Hites (3,44%), Ripley Corp (5,39%) y Forus (5,94%), las demás empresas consideradas poseen disminución de ventas en el periodo evaluado, algunas con un fuerte impacto durante el periodo de crisis social en Chile y efecto de la pandemia.

### 6.1.3 Segmentos de cada empresa

También es de vital relevancia para verificar si una empresa es comparable a otra, identificar si participan en los mismos segmentos de mercado con la empresa que se desea comparar.

- **SMU:** Empresa que participa únicamente en el segmento de supermercados y servicios financieros (KPMG & SMU, 2021)
- **Cencosud:** Participante de los segmentos, supermercados, *shopping centres*, tiendas mejoramiento del hogar, tiendas por departamento y servicios financieros.
- **Ripley Corp:** Participa de los segmentos de negocio tiendas por departamento, servicios financieros y negocio inmobiliario, señalado en la sección 3.2.3.

- **Hites:** Participa de los negocios de tiendas por departamento y servicios financieros a través de tarjeta de crédito propia (Deloitte & Hites, 2021).
- **Tricot:** Participa de los negocios de ventas en tiendas por departamento y servicios financieros a través de tarjeta bancaria propia (Deloitte & Tricot, 2021).
- **La Polar:** Al igual que los casos anteriores, se dedica al rubro de la venta en tiendas por departamento y de servicios financieros (KPMG & La Polar, 2021)
- **Forus:** Empresa dedicada al segmento de venta por detalle de vestuario, separa sus segmentos en ventas “*Wholesale*” y ventas directas a consumidor.

Para un resumen de lo explicado anteriormente, en la **Tabla 18** se encuentra la información consolidada de los segmentos de cada una de las empresas revisadas.

**Tabla 18.** Segmentos empresas comparables con porcentaje de ingresos sobre ventas totales.

en %	Tiendas por departamento	Supermercados	Mejoramiento hogar	Serv. Financieros	Inmobiliarios
<b>Falabella</b>	<b>26,68</b>	<b>19,19</b>	<b>40,57</b>	<b>10,47</b>	<b>3,09</b>
SMU		100,00			
Cencosud	10,33	73,30	14,23	0,91	1,24
Ripley Corp	82,38			17,59	0,03
Hites	79,63			20,37	
Tricot S.A.	77,24			22,76	
La Polar	89,03			10,97	
Forus	100*				

*Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros Q2 2021 de sitios corporativos de empresas en revisión.  
\*Corresponde a la categoría vestuario y accesorios*

Como se puede apreciar, ninguna empresa de las seleccionadas participa proporcionalmente en la misma forma en los segmentos que Falabella lo hace, la más

similar es Cencosud, pero la mayor parte de los ingresos de esta última compañía, provienen del segmento supermercados (73,3%) siendo que, en ese mismo segmento, Falabella solo obtiene el 19,2% de sus ingresos.

Bajo este esquema se considerarán todas las empresas propuestas para el cálculo de múltiplos, esto dado que se tendrían datos más representativos de los negocios de tiendas por departamento y servicios financieros.

En términos generales, como se mencionó en un comienzo, ninguna empresa participa de los mismos segmentos que Falabella lo hace, como tampoco participa en los mismos países que esta lo hace, por lo que lo más cercano es evaluar aquellas empresas de riesgo similar, sacando del esquema comparativo a La Polar, por estar demasiado lejos de la clasificación de riesgo que posee Falabella. Para el caso de las empresas Hites y Tricot que no tienen información suficiente de riesgo (Tricot) o están dos niveles abajo del riesgo de Falabella (Hites) se analizará su riesgo en específico con respecto del mercado en la siguiente sección.

#### **6.1.4 Riesgo de Mercado Hites y Tricot**

Debido a que no existía suficiente información de la empresa Tricot y que Hites se encuentra en clasificación promedio BBB, es relevante analizar si son comparables por su comportamiento de mercado, especialmente entendiendo que unos de los múltiplos relevantes para evaluar este tipo de empresas comparables, proviene del comportamiento de los retornos que tienen por acción y por ende de su comportamiento de valorización de acciones. Para ello se evaluó el riesgo de los precios de acción para el mismo periodo de evaluación de Falabella (S1 2019 al S1 2021), calculando el beta patrimonial de cada empresa, su retorno promedio y adicionalmente su ratio de Sharpe. De acuerdo con lo anterior los resultados son obtenidos en la **Tabla 19**:

**Tabla 19.** Riesgo de mercado Hites y Tricot

Variables	Hites	Tricot	Falabella
<b>Beta 2019-2021</b>	<b>1,0097</b>	<b>1,0043</b>	<b>1,4380</b>
Retorno Promedio	-0,0055	-0,0055	-0,0033
Desviación estandar	0,0415	0,0580	0,0698
<b>Sharp</b>	<b>-0,1332</b>	<b>-0,0951</b>	<b>-0,0468</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de retornos semanales*

Tal como se puede apreciar en la **Tabla 19**, las empresas consideradas en este apartado para un mayor nivel de análisis, demuestran que no comparten el mismo nivel de riesgo de mercado que Falabella, puesto que los betas calculados para el mismo periodo de tiempo, demuestran resultados bastante distantes, en el caso de Hites y Tricot, ambas compañías tienen un beta cercano a 1, mientras que Falabella obtiene 1,43, esto implica que más sensible a los movimientos de mercado es Falabella que las compañías Hites y Tricot, principalmente gatillado por el market cap que posee Falabella. Adicionalmente al verificar el riesgo para el accionista medido por punto de retorno (ratio Sharpe), Falabella muestra ser la menos riesgosa, dado que es la que mayor rentabilidad genera en el mismo periodo de tiempo.

Dado lo anterior y considerando que también el segmento de clientes a los cuales se dirigen las compañías Hites y Tricot, son distintos a los que se dirige Falabella, ambas empresas no serán consideradas como parte de las empresas comparables para el análisis de múltiplos de la industria.

## 6.2 Múltiplos de la industria

Dado el análisis anterior, se procede a calcular los múltiplos para cada una de las empresas comparables, para ello se consideran los múltiplos de ganancia, de valor libro y de ingresos, considerando las cuentas de balance al cierre de los periodos junio 2020 y 2021, junto con las cuentas de resultado con extensión 12 meses a la fecha de los mismos meses y año de cierre, esto para establecer que el múltiplo mide un año de

operación. Adicionalmente estos serán promediados para determinar los múltiplos de la empresa comparable en cuestión, los cuales son resumidos en las tablas **Tabla 20**, **Tabla 21**, **Tabla 22** y **Tabla 23** por empresa. En primera instancia se presentan en la siguiente tabla los múltiplos calculados de la empresa SMU.

**Tabla 20.** Múltiplos de SMU

Tipos de múltiplo	múltiplos	jun-21	jun-20	Promedio
De ganancia	Price-Earning Ratio (PER)	8,8	37,3	<b>8,8</b>
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	6,2	8,9	<b>7,5</b>
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	10,1	16,7	<b>13,4</b>
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0,6	1,1	<b>0,9</b>
	Value to Book Ratio (VBR)	0,8	1,0	<b>0,9</b>
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,2	0,3	<b>0,3</b>
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,6	0,7	<b>0,6</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de sitios corporativos de empresas en revisión y consulta Refinitiv Eikon*

De acuerdo con la información correspondiente a la empresa SMU, en la **Tabla 20**, se puede apreciar que los múltiplos correspondientes a ganancia, específicamente el múltiplo PER, tiene una gran variación desde junio 2020 al calculado en junio 2021, esto se da por el fuerte impacto en la utilidad por acción que tuvo la empresa en el periodo de 12 meses de junio 2019 – junio 2020. En lo que respecta al resto de los múltiplos estos tienden a ser más moderados durante el año 2021, debido a la estabilización de la empresa post efectos de la pandemia y crisis social.

Del mismo modo anterior, en la **Tabla 21**, se presentan los mismos resultados, pero de la empresa Cencosud.

**Tabla 21.** múltiplos de Cencosud

Tipos de múltiplo	múltiplos	jun-21	jun-20	Promedio
De ganancia	Price-Earning Ratio (PER)	21,2	NA	<b>21,2</b>
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	6,8	9,0	<b>7,9</b>
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	7,0	9,8	<b>8,4</b>
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0,8	0,6	<b>0,7</b>
	Value to Book Ratio (VBR)	0,9	0,8	<b>0,8</b>
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,3	0,3	<b>0,3</b>
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,6	0,6	<b>0,6</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de sitios corporativos de empresas en revisión*

Como se puede apreciar en la **Tabla 21**, el múltiplo PER del periodo 2020, se encuentra no apto para generar el cálculo de promedio de la empresa, esto debido a que el periodo comprendido de la crisis social en Chile (octubre 2019), Cencosud quien recibe la mayor parte de sus ingresos por el segmento de supermercados, tuvo pérdidas en los 12 meses hasta junio 2020, razón por la cual el retorno por acción se vuelve negativo y por ende no apto para el análisis el múltiplo como tal. Al igual que la empresa anterior, los múltiplos de ganancias restantes muestran mejoras en el año 2021 por la recuperación paulatina del comercio e incremento de efectivo o circulante en la sociedad, lo que mantuvo la demanda especialmente de bienes de primera necesidad (Fierro, 2021), respecto de los múltiplos con base valor libro – valor bursátil, estos aumentan levemente por el incremento de valor del precio de las acciones en el periodo contemplado hasta junio 2021, pasando de 960 CLP en junio 2020 a 1.243 CLP en junio 2021.

Siguiendo con el análisis propuesto, en la **Tabla 22**, se presentan los resultados obtenidos de la empresa comparable, Ripley Corp:

**Tabla 22.** Múltiplos de Ripley Corp

Tipos de múltiplo		Múltiplos	jun-21	jun-20	Promedio
De ganancia	Price-Earning Ratio (PER)		NA	21,8	<b>21,8</b>
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)		18,4	108,9	<b>63,7</b>
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)		74,5	NA	<b>74,5</b>
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)		0,4	0,5	<b>0,4</b>
	Value to Book Ratio (VBR)		0,8	0,9	<b>0,8</b>
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)		0,2	0,3	<b>0,3</b>
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)		0,9	1,2	<b>1,1</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de sitios corporativos de empresas en revisión.*

Conforme a la información presentada en la **Tabla 22**, se aprecia que el ratio PER sufre alteraciones nuevamente, por el fuerte efecto que tuvo para Ripley el segundo semestre del año 2020, teniendo pérdidas en el Q3 del año, lo cual afectó la performance de los últimos 12 meses a junio 2021, esto, al igual que el caso anterior, vuelve no apto para el análisis el múltiplo PER durante el año 2021. Lo mismo sucede para el ratio que contempla el EBIT para el año de 12 meses a junio 2020, los gastos de distribución y administrativos, fueron superiores al margen bruto de la compañía, lo cual impacta en el múltiplo EV/EBIT, volviéndolo negativo, razón por la cual se saca del análisis. Respecto a los demás ratios de valor libro y de ingresos, tienden a estrecharse levemente desde el año 2020 al 2021, debido a la mejora de las condiciones del mercado para las empresas del rubro como se comentó anteriormente.

Finalmente se presentan en la siguiente tabla los resultados obtenidos para con la empresa Forus:

**Tabla 23.** Múltiplos de Forus

Tipos de múltiplo	múltiplos	jun-21	jun-20	Promedio
De ganancia	Price-Earning Ratio (PER)	14,3	214,9	<b>114,6</b>
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	6,7	12,3	<b>9,5</b>
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	10,7	NA	<b>10,7</b>
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	1,4	0,9	<b>1,1</b>
	Value to Book Ratio (VBR)	1,3	0,9	<b>1,1</b>
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,2	1,1	<b>1,2</b>
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,3	1,2	<b>1,3</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de sitios corporativos de empresas en revisión.*

De lo observado en la **Tabla 23**, se desprende que se mantiene el patrón en el múltiplo PER, debido a las bajas utilidades por acción que presentó la compañía durante este periodo, correspondiente a los efectos de la crisis social en Chile, esto también impactó en las ganancias de la empresa medidas en EBIT, las cuales fueron negativas durante el periodo evaluado, generando un múltiplo no apto para la evaluación. El resto de los múltiplos de valor libro e ingresos, cambian con respecto al año 2020 en el año 2021, esto debido al cambio del valor bursátil de la compañía, impactado por un aumento de su precio de acción de 806 CLP durante el año 2020 a 1.106 CLP durante el año 2021.

Consolidando toda la información presentada en las tablas anteriores, se puede apreciar en la **Tabla 24**, un resumen con los promedios de cada una de las empresas comparables tomadas en este análisis, para generar un múltiplo de la industria por cada uno de los conceptos de los factores explicados.

**Tabla 24.** Múltiplos de la industria

Tipos de múltiplo	Múltiplos	SMU	Cencosud	Ripley Corp	Forus	Promedio
De ganancia	Price-Earning Ratio (PER)	8,8	21,2	NA	114,6	<b>48,2</b>
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	7,5	7,9	63,7	9,5	<b>22,2</b>
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	13,4	8,4	74,5	10,7	<b>26,7</b>
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0,9	0,7	0,4	1,1	<b>0,8</b>
	Value to Book Ratio (VBR)	0,9	0,8	0,8	1,1	<b>0,9</b>
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,3	0,3	0,3	1,2	<b>0,5</b>
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,6	0,6	1,1	1,3	<b>0,9</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de sitios corporativos de empresas en revisión.*

Del análisis realizado, se puede concluir que en términos generales los ratios de las industrias para ser utilizados en la valorización de Falabella, contemplan prácticamente a toda la industria con segmentos y riesgos similares a Falabella, recalando desde ya que los múltiplos asociados a ganancia, están distorsionados por los efectos de la pandemia y crisis social vivida en Chile, que dependiendo de qué tan expuesta estuviera cada una de las empresas a estos riesgos, impacta negativamente en el múltiplo.

A continuación, se procederá al cálculo de valor por acción de Falabella conforme a la información presentada en la **Tabla 24**, para lo cual se utilizará la información de Falabella que se encuentra en la **Tabla 25**.

**Tabla 25.** Información para valorización por múltiplos de Falabella

Indicador financiero	CLP	UF
Resultado por acción	165,4	0,01
EBITDA	1.616.267.316	54.401,77
EBIT	130.924.551	4.406,78
Valor libro patrimonio	6.194.141.188	208.487,94
Valor libro empresa	10.545.649.095	354.954,88
Ingresos	10.523.800.510	354.219,48
Ingresos por acción	4,2	0,00

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros Falabella.

Con la información de la tabla anterior, se procederá a calcular el precio por acción utilizando los múltiplos obtenidos en la **Tabla 24**. Los resultados obtenidos se detallarán en la siguiente sección.

### 6.3 Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

Realizando la operación con los múltiplos promedio obtenidos en la sección anterior se obtiene el precio por acción con esta metodología según **Tabla 26**:

**Tabla 26.** Valorización por múltiplos Falabella (CLP)

Indicador financiero	Valor Empresa	Patrimonio	Precio Acción
Price-Earning Ratio (PER)	-	-	7.971
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	35.806.852.397	19.067.062.114	7.600
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	3.502.154.299	-849.353.608	-339
Price to Book Equity (PBV)	-	4.882.921.521	1.946
Value to Book Ratio (VBR)	9.795.815.618	5.444.307.711	2.170
Price to Sales Ratio (PS)	-	5.283.640.814	2.106
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	9.339.612.484	4.988.104.577	1.988

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede apreciar, los resultados obtenidos con esta metodología arrojan un precio de acción desde los \$-339 CLP, lo cual no tiene sentido económico, hasta los \$7.971 CLP con un promedio de precio de \$3.349 CLP y una mediana de \$2.106 CLP. El rango entre el precio máximo y el mínimo con esta metodología abarca prácticamente \$8.310 CLP, todo esto a junio 2021. La desviación del precio inferior con respecto al valor de mercado de la acción es de prácticamente un 111% a la baja y en el caso del mayor valor, la variación está por sobre el 155%. En la siguiente sección se procederá a analizar estos resultados.

## 6.4 Análisis de los resultados

Con los resultados de precios por acción obtenidos mediante la metodología de múltiplos, se puede inmediatamente apreciar que los múltiplos sugeridos a utilizar en este tipo de industria (retail) PER relativo y EV/EBITDA, no representan directamente un precio racional al cual se transa la acción de Falabella, esto debido a dos impactos principales, el primero corresponde a que todas las empresas comparables no participan en los mismos segmentos que Falabella en la misma medida que este lo hace y segundo, los efectos de la pandemia y crisis social no afectaron de igual manera a toda las compañías, ya que las que tenían plataformas online más potentes para vender, sopesaron parte de la baja de ventas que presentó el negocio.

Entendiendo el primer punto señalado, se puede realizar un ajuste en el cálculo de los múltiplos de aquellas empresas que solo participan en los segmentos de multitiendas y tarjetas de crédito a la proporción que representan del negocio equivalente de Falabella, esto significaría ajustar los múltiplos PER, EV/EBIT y EV/EBITDA de las empresas SMU, y Forus a porcentajes representativos de las ventas de los segmentos de Falabella (19,9% ventas supermercados y 27,7% ventas segmento). Esto significaría que el múltiplo de ganancia de Forus, solo representa el 27,7% del valor de la acción de Falabella, quedando de la siguiente forma el cálculo de múltiplos en la **Tabla 27**.

**Tabla 27.** Múltiplos de la industria con múltiplos ajustados (CLP)

Indicador financiero	Valor Empresa	Patrimonio	Precio Acción
Price-Earning Ratio (PER)	-	-	2.951
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	30.555.734.069	13.815.943.786	5.507
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	35727466822	18.987.676.539	7.568
Price to Book Equity (PBV)	-	4.882.921.521	1.946
Value to Book Ratio (VBR)	9795815618	5.444.307.711	2.170
Price to Sales Ratio (PS)	-	5.283.640.814	2.106
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	9.339.612.484	4.988.104.577	1.988

*Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros Falabella.*

Con estos ajustes propuestos, los precios por acción en promedio no cambian significativamente pasando de \$3.349 a \$3.462 CLP, pero si bajando drásticamente los ratios PER y EV/EBITDA, volviéndose más representativos del negocio de Falabella.

Con este ajuste, lo propuesto por Pablo Fernández para el rubro de ventas al detalle, se vuelve más cierto y acertado la utilización del múltiplo PER relativo, el cual necesariamente debe ser ajustado a la proporcionalidad de las empresas comparables a los segmentos de negocio de la empresa que se busca evaluar, el cual, en este caso, la desviación versus el precio real de la acción es de un 5.7%. Si se debe señalar que esta metodología de factorización de múltiplos propuesta, tiene su limitancia al no considerar ajustes adicionales por conglomerado de empresas comparables, esto relacionado a la diversificación de las empresas, ya que una empresa que participa solo en un segmento equivalente a Falabella, no es igual a otra empresa que participa en dos o más segmentos equivalentes a la empresa que se valoriza por metodología de múltiplos.

También se aprecia que, sin realizar ajustes, los precios obtenidos con los múltiplos de valor libro son más bajos que el precio real de Falabella, esto debido a que Falabella posee mayor valoración de mercado respecto de los valores libros de la industria o más bien de las empresas evaluadas en este periodo. Esto gran parte determinado por las proyecciones que se tienen sobre la compañía y la gran participación de mercado que tiene en el sector latinoamericano (Falabella, 2021c).

En términos generales el precio promedio con o sin ajuste se acerca al precio de la acción de Falabella y la desviación con respecto al mismo sin realizar ajustes se debe también a que la metodología por múltiplos no es exacta y varía acorde a las empresas comparables que se utilicen en la valoración.

Para este caso específico, dada la recomendación del profesor Fernández en su libro (Fernández, 2001), es utilizar la valoración por múltiplos PER relativos a la empresa a valorar, por lo que el resultado aplicando el ajuste es necesario para expresar el valor de la empresa Falabella, con las comparables señaladas, obteniendo de esta manera una valoración de \$2.951 CLP.

## 7. CONCLUSIÓN

Con el fin de determinar la valoración de Falabella S.A. al 30 de junio del 2021 y obtener un precio de la acción acorde al precio de mercado en base a supuestos de la Compañía, información disponible e histórica, es que se analiza a través de los métodos de flujos de caja descontados y el de valoración por múltiplos.

Para la proyección del precio de la acción se considera los periodos del segundo semestre del 2021 al 2025, para luego proyectarlo al infinito en base a los ingresos de acuerdo al segmento de mercado al que pertenece. Para analizar de mejor manera y en detalle las distintas variables y efectos que pudieran tener se dividió en dos partes principales, los factores base, que corresponde a la variable relevante a la cual puede obtener ingresos la Compañía, y factores complementarios, aquellas variables que afectan la obtención de los ingresos de manera indirecta.

Los factores base se analizan de 3 maneras distintas, a través del indicador de *Same Store Sales* para medir el crecimiento de las ventas en el segmento *retail* sin el efecto de las nuevas tiendas para medir el comportamiento de este sin las nuevas tiendas. Para el segmento inmobiliario, a través de las inversiones inmobiliarias de la Compañía que afecta también al segmento *retail*, dado que se le incluye el efecto de las inversiones proyectadas de la Compañía en base a los estados financieros y la realidad económica en los distintos países, considera la variable venta por metro cuadrado en estos dos segmentos. Para el segmento bancario, se incluye la relevancia de las colocaciones, dado que los ingresos de este segmento corresponden a las comisiones y a los intereses. Por lo que, la variable relevante corresponde al crecimiento que tengan las colocaciones en el segmento bancario.

Los factores complementarios se analizan de acuerdo con aquellas variables que pudieran afectar el entorno a los factores base, para ello se consideró variables tales como el factor PIB, que corresponde al crecimiento del PIB en cada país al cual están los segmentos de la Compañía. Factor inflación, considerado como la tasa de descuento que puede afectar los precios y los ingresos de la Compañía. Factor industria que

corresponde al entorno en el cual compite la Compañía y el factor inversión es aquella que estima la Compañía en los distintos países.

El método de flujos de caja descontados y la valoración por múltiplos son de los métodos más utilizados al estimar el valor de una compañía, dada la estabilidad de la estructura de capital que tiene Falabella S.A. y tener competidores similares y con larga data. Lo que permite, a través de su información histórica y proyección, determinar el precio de la acción a valores de mercado.

Respecto de la diferencia que pudieran tener los diferentes métodos en la valoración y el precio de mercado de la acción pueden tener distintas razones, tales como (i) la subjetividad de los supuestos al considerar los distintos escenarios, (ii) Variabilidad en el entorno ante un escenario difícil de predecir bajo pandemia, (iii) Comportamiento de los competidores y las tendencias que pudieran haber respecto de la nueva información ante un escenario difícil de predecir, y (iv) La variabilidad del precio de mercado debido a las acciones que pudieran tomar los inversionistas y las señales que pudiera dar la Compañía al mercado.

Para el precio de la acción de acuerdo a los distintos métodos se determinó un precio de la acción para el método de flujos descontados y para el de valoración por múltiplos de la Compañía de \$2.984 CLP y de \$2.951 CLP (considerando el múltiplo PER ajustado), respectivamente. Mientras que la cotización de la acción al 30 de junio del 2021 fue de \$3.132 CLP.

El análisis de sensibilidad considera dos variables relevantes para la Compañía, la variabilidad en los ingresos y la variabilidad en la tasa de descuento ante cambios porcentuales y los efectos que genera este al precio de la acción determinado. Estos escenarios pueden cambiar ante mejores expectativas de crecimiento en la industria, país o mayor riesgo político, generando escenarios con cambios de hasta  $\pm 0,30\%$  en estas variables. Esto ocasiona un impacto en los inversionistas para tomar decisiones de inversión en la Compañía al tener un efecto en variables relevantes de la Compañía y cómo influye ello en el precio, así como también el periodo de elección representativo

para el cálculo del beta patrimonial es fundamental para determinar el precio de la acción en el periodo turbulento que vive la economía chilena a junio 2021

Es relevante indicar que como parte de las limitaciones que se encontraron en la realización de este informe, se incluye la no consideración de venta de activos en las operaciones de Falabella Argentina, correspondiente a la estrategia de la compañía de abandonar sus operaciones en tal país, esto debido a la falta de información de su valorización al momento de realizar la evaluación, lo cual puede repercutir en el valor por acción considerado en este informe.

## 8. ANEXOS

### Anexo 1. Estado de resultado Falabella S.A.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
<b>Negocio no bancario</b>					
Ingresos de actividades ordinarias	306.359	289.377	284.479	284.863	155.123
Costo de Ventas	-197.650	-190.662	-191.914	-199.197	-107.290
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>108.709</b>	<b>98.714</b>	<b>92.565</b>	<b>85.665</b>	<b>47.832</b>
Costos de distribución	-3.610	-4.173	-4.509	-6.598	-3.384
Gastos de administración	-68.938	-69.071	-69.255	-68.409	-31.639
Otros gastos, por función	-5.572	-5.074	-5.012	-3.845	-2.136
<b>Resultado Operacional</b>	<b>30.590</b>	<b>20.396</b>	<b>13.789</b>	<b>6.813</b>	<b>10.674</b>
Otras ganancias (pérdidas)	123	894	735	-1.550	-194
Ingresos financieros	564	1.314	968	2.336	1.466
Costos financieros	-7.291	-6.571	-7.415	-8.755	-3.398
Participación ganancia (pérdida) asociada	570	257	12	123	273
Diferencias de cambio	-17	-565	-779	-1.001	-917
Resultado por unidades de reajuste	-644	-816	-775	-987	-844
<b>Ganancia antes de impuesto</b>	<b>23.895</b>	<b>14.909</b>	<b>6.534</b>	<b>-3.020</b>	<b>7.059</b>
Gastos por impuesto a las ganancias	-5.968	-5.538	-2.194	-180	-1.900
<b>Ganancia negocio no bancario</b>	<b>17.927</b>	<b>9.371</b>	<b>4.341</b>	<b>-3.200</b>	<b>5.159</b>
<b>Negocio bancario</b>					
Ingresos por intereses y reajustes	21.662	37.381	39.165	33.667	14.004
Gastos por intereses y reajustes	-4.918	-5.777	-6.468	-4.749	-1.619
<b>Ingreso neto por intereses y reajustes</b>	<b>16.744</b>	<b>31.604</b>	<b>32.696</b>	<b>28.919</b>	<b>12.385</b>
Ingresos por comisiones	5.399	8.085	8.656	7.118	3.389
Gastos por comisiones	-1.527	-4.250	-4.100	-2.985	-1.255
<b>Ingreso neto por comisiones</b>	<b>3.872</b>	<b>3.835</b>	<b>4.556</b>	<b>4.133</b>	<b>2.134</b>
Utilidad (Pérdida) neta de op. fin.	187	758	607	925	472
Utilidad (Pérdida) de cambio neta	207	-314	152	-110	-136
Otros ingresos operacionales	51	259	120	73	78
Provisión por riesgo de crédito	-6.679	-10.581	-11.930	-13.236	-1.436
<b>Total ingreso operacional Neto</b>	<b>14.383</b>	<b>25.560</b>	<b>26.201</b>	<b>20.703</b>	<b>13.496</b>
Remuneraciones y gastos del personal	-3.748	-5.182	-5.281	-4.807	-2.145
Gastos de administración	-5.150	-6.452	-6.988	-7.106	-4.093
Depreciaciones y amortizaciones	-737	-768	-1.236	-1.290	-633
Otros gastos operacionales	-648	-1.670	-1.566	-1.707	-861
<b>Total gastos operacionales</b>	<b>-10.284</b>	<b>-14.072</b>	<b>-15.071</b>	<b>-14.911</b>	<b>-7.732</b>
<b>Resultado operacional</b>	<b>4.099</b>	<b>11.489</b>	<b>11.131</b>	<b>5.793</b>	<b>5.764</b>
Resultado por inversiones en sociedades	18	20	29	24	7
<b>Resultado antes de impuesto a la renta</b>	<b>4.116</b>	<b>11.509</b>	<b>11.160</b>	<b>5.817</b>	<b>5.772</b>
Gastos por impuestos a las ganancias	-1.187	-1.155	-2.919	-1.355	-1.414
<b>Ganancia de negocios bancarios</b>	<b>2.929</b>	<b>10.353</b>	<b>8.241</b>	<b>4.462</b>	<b>4.358</b>
<b>Ganancia</b>	<b>20.856</b>	<b>19.725</b>	<b>12.581</b>	<b>1.261</b>	<b>9.517</b>

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros consolidados y release de resultados Falabella Investors <https://investors.falabella.com/Spanish/informacion-financiera/default.aspx#section=annual>

## Anexo 2. Ponderación sobre ingresos, estado de resultado Falabella S.A.

En % de ingresos	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
<b>Negocio no bancario</b>					
Ingresos de actividades ordinarias	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Costo de Ventas	-64,52	-65,89	-67,46	-69,93	-69,16
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>35,48</b>	<b>34,11</b>	<b>32,54</b>	<b>30,07</b>	<b>30,84</b>
Costos de distribución	-1,18	-1,44	-1,59	-2,32	-2,18
Gastos de administración	-22,50	-23,87	-24,34	-24,01	-20,40
Otros gastos, por función	-1,82	-1,75	-1,76	-1,35	-1,38
<b>Resultado Operacional</b>	<b>9,98</b>	<b>7,05</b>	<b>4,85</b>	<b>2,39</b>	<b>6,88</b>
Otras ganancias (pérdidas)	0,04	0,31	0,26	-0,54	-0,13
Ingresos financieros	0,18	0,45	0,34	0,82	0,95
Costos financieros	-2,38	-2,27	-2,61	-3,07	-2,19
Participación ganancia (pérdida) asociada	0,19	0,09	0,00	0,04	0,18
Diferencias de cambio	-0,01	-0,20	-0,27	-0,35	-0,59
Resultado por unidades de reajuste	-0,21	-0,28	-0,27	-0,35	-0,54
<b>Ganancia antes de impuesto</b>	<b>7,80</b>	<b>5,15</b>	<b>2,30</b>	<b>-1,06</b>	<b>4,55</b>
Gastos por impuesto a las ganancias	-1,95	-1,91	-0,77	-0,06	-1,23
<b>Ganancia negocio no bancario</b>	<b>5,85</b>	<b>3,24</b>	<b>1,53</b>	<b>-1,12</b>	<b>3,33</b>
<b>Negocio bancario</b>					
Ingresos por intereses y reajustes	80,05	82,22	81,90	82,55	80,52
Gastos por intereses y reajustes	-18,17	-12,71	-13,53	-11,64	-9,31
<b>Ingreso neto por intereses y reajustes</b>	<b>61,88</b>	<b>69,51</b>	<b>68,37</b>	<b>70,91</b>	<b>71,21</b>
Ingresos por comisiones	19,95	17,78	18,10	17,45	19,48
Gastos por comisiones	-5,64	-9,35	-8,57	-7,32	-7,22
<b>Ingreso neto por comisiones</b>	<b>14,31</b>	<b>8,43</b>	<b>9,53</b>	<b>10,13</b>	<b>12,27</b>
Utilidad (Pérdida) neta de operaciones financieras	0,69	1,67	1,27	2,27	2,71
Utilidad (Pérdida) de cambio neta	0,77	-0,69	0,32	-0,27	-0,78
Otros ingresos operacionales	0,19	0,57	0,25	0,18	0,45
Provisión por riesgo de crédito	-24,68	-23,27	-24,95	-32,45	-8,26
<b>Total ingreso operacional Neto</b>	<b>53,15</b>	<b>56,22</b>	<b>54,79</b>	<b>50,76</b>	<b>77,59</b>
Remuneraciones y gastos del personal	-13,85	-11,40	-11,04	-11,79	-12,33
Gastos de administración	-19,03	-14,19	-14,61	-17,42	-23,53
Depreciaciones y amortizaciones	-2,73	-1,69	-2,59	-3,16	-3,64
Otros gastos operacionales	-2,40	-3,67	-3,27	-4,19	-4,95
<b>Total gastos operacionales</b>	<b>-38,00</b>	<b>-30,95</b>	<b>-31,52</b>	<b>-36,56</b>	<b>-44,45</b>
<b>Resultado operacional</b>	<b>15,15</b>	<b>25,27</b>	<b>23,28</b>	<b>14,20</b>	<b>33,14</b>
Resultado por inversiones en sociedades	0,06	0,04	0,06	0,06	0,04
<b>Resultado antes de impuesto a la renta</b>	<b>15,21</b>	<b>25,31</b>	<b>23,34</b>	<b>14,26</b>	<b>33,18</b>
Gastos por impuestos a las ganancias	-4,39	-2,54	-6,11	-3,32	-8,13
<b>Ganancia de negocios bancarios</b>	<b>10,82</b>	<b>22,77</b>	<b>17,23</b>	<b>10,94</b>	<b>25,06</b>
<b>Ganancia (sobre total ingresos)</b>	<b>6,26</b>	<b>5,89</b>	<b>3,79</b>	<b>0,39</b>	<b>5,52</b>

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros consolidados y release de resultados Falabella Investors <https://investors.falabella.com/Spanish/informacion-financiera/default.aspx#section=annual>

### Anexo 3. Estado de resultado proyectado Falabella S.A.

En MUF	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
<b>Negocio no bancario</b>					
Ingresos de actividades ordinarias	160.510	323.579	327.099	331.077	336.310
Costo de Ventas	-105.982	-213.654	-215.979	-218.605	-222.061
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>54.528</b>	<b>109.925</b>	<b>111.120</b>	<b>112.472</b>	<b>114.249</b>
Costos de distribución	-2.173	-4.381	-4.429	-4.482	-4.553
Gastos de administración	-37.169	-74.931	-75.746	-76.667	-77.879
Otros gastos, por función	-2.862	-5.769	-5.831	-5.902	-5.996
<b>Resultado Operacional</b>	<b>12.324</b>	<b>24.844</b>	<b>25.114</b>	<b>25.420</b>	<b>25.822</b>
Otras ganancias (pérdidas)	-305	-616	667	675	686
Ingresos financieros	794	1.600	1.617	1.637	1.663
Costos financieros	-3.918	-7.898	-7.984	-8.081	-8.209
Participación ganancia (pérdida) asociada	283	486	491	497	505
Diferencias de cambio	-254	-512	-518	-524	-532
Resultado por unidades de reajuste	-446	-898	-908	-919	-933
<b>Ganancia antes de impuesto</b>	<b>8.478</b>	<b>17.006</b>	<b>18.480</b>	<b>18.705</b>	<b>19.001</b>
Gastos por impuesto a las ganancias	-2.289	-4.592	-4.990	-5.050	-5.130
<b>Ganancia negocio no bancario</b>	<b>6.189</b>	<b>12.415</b>	<b>13.491</b>	<b>13.655</b>	<b>13.871</b>
<b>Negocio bancario</b>					
Ingresos por intereses y reajustes	15.968	34.059	36.323	38.738	41.313
Gastos por intereses y reajustes	-3.467	-7.405	-7.882	-8.407	-8.965
<b>Ingreso neto por intereses y reajustes</b>	<b>12.501</b>	<b>26.653</b>	<b>28.440</b>	<b>30.331</b>	<b>32.348</b>
Ingresos por comisiones	3.556	7.585	8.089	8.627	9.201
Gastos por comisiones	-1.213	-2.590	-2.757	-2.940	-3.136
<b>Ingreso neto por comisiones</b>	<b>2.344</b>	<b>4.995</b>	<b>5.332</b>	<b>5.687</b>	<b>6.065</b>
Utilidad (Pérdida) neta de op. fin.	418	893	950	1.013	1.081
Utilidad (Pérdida) de cambio neta	0	0	0	0	0
Otros ingresos operacionales	0	0	0	0	0
Provisión por riesgo de crédito	-4.853	-10.368	-11.036	-11.769	-12.552
<b>Total ingreso operacional Neto</b>	<b>10.409</b>	<b>22.173</b>	<b>23.687</b>	<b>25.262</b>	<b>26.941</b>
Remuneraciones y gastos del personal	-2.860	-6.111	-6.504	-6.936	-7.398
Gastos de administración	-4.006	-8.558	-9.109	-9.715	-10.361
Depreciaciones y amortizaciones	-556	-1.188	-1.264	-1.348	-1.438
Otros gastos operacionales	-454	-970	-1.033	-1.102	-1.175
<b>Total gastos operacionales</b>	<b>-7.877</b>	<b>-16.827</b>	<b>-17.910</b>	<b>-19.101</b>	<b>-20.371</b>
<b>Resultado operacional</b>	<b>2.532</b>	<b>5.346</b>	<b>5.777</b>	<b>6.161</b>	<b>6.570</b>
Resultado por inversiones en sociedades	-12	-26	-27	-29	-31
<b>Resultado antes de impuesto a la renta</b>	<b>2.520</b>	<b>5.321</b>	<b>5.750</b>	<b>6.132</b>	<b>6.539</b>
Gastos por impuestos a las ganancias	-680	-1.437	-1.552	-1.656	-1.766
<b>Ganancia de negocios bancarios</b>	<b>1.840</b>	<b>3.884</b>	<b>4.197</b>	<b>4.476</b>	<b>4.774</b>
<b>Ganancia</b>	<b>8.028</b>	<b>16.298</b>	<b>17.688</b>	<b>18.131</b>	<b>18.644</b>

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros consolidados y release de resultados Falabella Investors <https://investors.falabella.com/Spanish/informacion-financiera/default.aspx#section=annual>

**Anexo 4. Ponderación sobre ingresos, estado de resultado proyectado Falabella S.A.**

En %	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
<b>Negocio no bancario</b>					
Ingresos de actividades ordinarias	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Costo de Ventas	-66,03	-66,03	-66,03	-66,03	-66,03
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>33,97</b>	<b>33,97</b>	<b>33,97</b>	<b>33,97</b>	<b>33,97</b>
Costos de distribución	-1,35	-1,35	-1,35	-1,35	-1,35
Gastos de administración	-23,16	-23,16	-23,16	-23,16	-23,16
Otros gastos, por función	-1,78	-1,78	-1,78	-1,78	-1,78
<b>Resultado Operacional</b>	<b>7,68</b>	<b>7,68</b>	<b>7,68</b>	<b>7,68</b>	<b>7,68</b>
Otras ganancias (pérdidas)	-0,19	-0,19	0,20	0,20	0,20
Ingresos financieros	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Costos financieros	-2,44	-2,44	-2,44	-2,44	-2,44
Participación ganancia (pérdida) asociada	0,18	0,15	0,15	0,15	0,15
Diferencias de cambio	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16
Resultado por unidades de reajuste	-0,28	-0,28	-0,28	-0,28	-0,28
<b>Ganancia antes de impuesto</b>	<b>5,28</b>	<b>5,26</b>	<b>5,65</b>	<b>5,65</b>	<b>5,65</b>
Gastos por impuesto a las ganancias	-1,43	-1,42	-1,53	-1,53	-1,53
<b>Ganancia negocio no bancario</b>	<b>3,86</b>	<b>3,84</b>	<b>4,12</b>	<b>4,12</b>	<b>4,12</b>
<b>Negocio bancario</b>					
Ingresos por intereses y reajustes	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Gastos por intereses y reajustes	-21,71	-21,74	-21,70	-21,70	-21,70
<b>Ingreso neto por intereses y reajustes</b>	<b>78,29</b>	<b>78,26</b>	<b>78,30</b>	<b>78,30</b>	<b>78,30</b>
Ingresos por comisiones	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Gastos por comisiones	-34,10	-34,15	-34,08	-34,08	-34,08
<b>Ingreso neto por comisiones</b>	<b>65,90</b>	<b>65,85</b>	<b>65,92</b>	<b>65,92</b>	<b>65,92</b>
Utilidad (Pérdida) neta de op. fin.	2,14	2,37	2,38	2,40	2,41
Utilidad (Pérdida) de cambio neta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros ingresos operacionales	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisión por riesgo de crédito	-24,86	-27,56	-27,67	-27,83	-27,97
<b>Total ingreso operacional Neto</b>	<b>53,31</b>	<b>58,95</b>	<b>59,40</b>	<b>59,73</b>	<b>60,04</b>
Remuneraciones y gastos del personal	-14,65	-16,24	-16,31	-16,40	-16,49
Gastos de administración	-20,52	-22,75	-22,84	-22,97	-23,09
Depreciaciones y amortizaciones	-2,85	-3,16	-3,17	-3,19	-3,20
Otros gastos operacionales	-2,33	-2,58	-2,59	-2,60	-2,62
<b>Total gastos operacionales</b>	<b>-40,35</b>	<b>-44,73</b>	<b>-44,91</b>	<b>-45,16</b>	<b>-45,40</b>
<b>Resultado operacional</b>	<b>12,97</b>	<b>14,21</b>	<b>14,49</b>	<b>14,57</b>	<b>14,64</b>
Resultado por inversiones en sociedades	-0,06	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07
<b>Resultado antes de impuesto a la renta</b>	<b>12,91</b>	<b>14,14</b>	<b>14,42</b>	<b>14,50</b>	<b>14,57</b>
Gastos por impuestos a las ganancias	-3,49	-3,82	-3,89	-3,91	-3,94
<b>Ganancia de negocios bancarios</b>	<b>9,42</b>	<b>10,33</b>	<b>10,52</b>	<b>10,58</b>	<b>10,64</b>
<b>Ganancia</b>	<b>4,55</b>	<b>4,56</b>	<b>4,87</b>	<b>4,90</b>	<b>4,94</b>

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros consolidados y release de resultados Falabella Investors  
<https://investors.falabella.com/Spanish/informacion-financiera/default.aspx#section=annual>

## 9. BIBLIOGRAFIA

- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106–117.
- Banco Mundial. (2021). *Colombia: panorama general*. Panorama general. <https://www.bancomundial.org/es/country/colombia/overview#1>
- Bolsa de Santiago. (2021). *Resumen instrumento Falabella*. [https://www.bolsadesantiago.com/resumen\\_instrumento/FALABELLA](https://www.bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/FALABELLA)
- CSS. (2021). *Retail chileno lideró crecimiento en el cuarto trimestre a nivel global gracias al retiro de ahorros previsionales*. <https://www.ccs.cl/2021/01/13/retail-chileno-lidero-crecimiento-en-el-cuarto-trimestre-a-nivel-global-gracias-al-retiro-de-ahorros-previsionales/>
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Datosmacro.com. (2021). *Deuda Pública de Argentina*. <https://datosmacro.expansion.com/deuda/argentina>
- Deloitte, & Hites. (2021). *Estados Financieros Consolidados Intermedios*. <https://inversionistas.hites.com/documents/22464/69047/EH+Fecu+Jun-21+VF.pdf/d2f0c17b-3dde-4453-ab3e-8a880626e594>
- Deloitte, & Tricot. (2021). *Estados financieros consolidados intermedios EMPRESAS TRICOT S.A. Y SUBSIDIARIAS*. [https://serviciostricot.cl/pdf/inversionistas/inf\\_financiera/estados\\_financieros\\_tricot\\_30\\_06\\_2021.pdf](https://serviciostricot.cl/pdf/inversionistas/inf_financiera/estados_financieros_tricot_30_06_2021.pdf)
- El Financiero. (2021, febrero 11). Banxico 'quita el freno' a los recortes a la tasa de interés y la baja a 4%. *Economía*, 1. <https://www.elfinanciero.com.mx/economia/banxico-quita-el-freno-a-los-recortes-a-la-tasa-de-interes-y-la-baja-a-4/>

Euromonitor. (2021a). *Dahsboard Euromonitor - Global recovery tracker*.  
<https://www.portal.euromonitor.com/portal/dashboard/index#>

Euromonitor. (2021b). *Financial Cards and Payments in Chile*. [www.euromonitor.com](http://www.euromonitor.com)

Euromonitor. (2021c). *Financial Cards and Payments in Colombia*.  
[www.euromonitor.com](http://www.euromonitor.com)

Euromonitor. (2021d). *Financial Cards and Payments in Peru*. [www.euromonitor.com](http://www.euromonitor.com)

Euromonitor. (2021e). *Retailing in Argentina*. Country Report Analysis.  
<https://www.portal.euromonitor.com/portal/?qUoKp%2BwdCa4Kfv72jOdQiQ%3D%3D>

Euromonitor. (2021f). *Retailing in Brazil*. Country Report Analysis.  
<https://www.portal.euromonitor.com/portal/?R5WWWw%2BHWX2BUKdH%2BgwU1w%3D%3D>

Euromonitor. (2021g). *Retailing in Chile*. Country Report Analysis.  
<https://www.portal.euromonitor.com/portal/?V%2BVopxBDK3IVeU8nuqipnQ%3D%3D>

Euromonitor. (2021h). *Retailing in Colombia*. Country Report Analysis.  
<https://www.portal.euromonitor.com/portal/?VF5aW5P8vKTOAJM7%2BVX60g%3D%3D>

Euromonitor. (2021i). *Retailing in Peru*. Country Report Analysis.  
<https://www.portal.euromonitor.com/portal/?ZF4zkcfYGtfEY7OvF230sg%3D%3D>

Europa Press. (2021). *Argentina no paga US\$ 2.400M de deuda al Club de París y tiene 60 días antes de entrar en default*. Argentina Economía.  
<https://www.americaeconomia.com/economia-mercados/finanzas/argentina-no-paga-us-2400m-de-deuda-al-club-de-paris-y-tiene-60-dias>

Falabella. (2016a). *PROSPECTO DE EMISIÓN DE BONOS SERIES Q, R, S, T Y R*.  
[https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=590dec8f2d6a7c3721572a52d637fc66VFDwQmVFNXFSWGxOUkVVMVRVUkZOVTEzUFQwPQ==&se](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=590dec8f2d6a7c3721572a52d637fc66VFDwQmVFNXFSWGxOUkVVMVRVUkZOVTEzUFQwPQ==&se)

cuencia=-1&t=1635041371

Falabella. (2016b). *PROSPECTO LÍNEA N°578, SEGUNDA Y ÚLTIMA COLOCACIÓN BONOS SERIE N, O Y P*.  
[https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=c80de20f009cc36878bd4d85d6c1c7fbVFDwQmVFNXFRVEZOUkVFeFQwUkJIRTFQwPQ==&secuencia=-1&t=1635041371](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=c80de20f009cc36878bd4d85d6c1c7fbVFDwQmVFNXFRVEZOUkVFeFQwUkJIRTFQwPQ==&secuencia=-1&t=1635041371)

Falabella. (2019). *Release resultado cuarto trimestre 2018*.  
[https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc\\_financials/quarter\\_spanish/2018/2018.02.26\\_Release-4Q18\\_VF.pdf](https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2018/2018.02.26_Release-4Q18_VF.pdf)

Falabella. (2020a). *Memoria anual 2020 Falabella S.A.*  
[https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc\\_financials/annual\\_spanish/Falabella-Memoria-Anual-2020.pdf](https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/Falabella-Memoria-Anual-2020.pdf)

Falabella. (2020b). *Release resultados cuarto trimestre 2019*.  
[https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc\\_financials/quarter\\_spanish/2019/20202502-Release-4Q19-español.pdf](https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2019/20202502-Release-4Q19-español.pdf)

Falabella. (2021a). *Plan de inversiones Falabella 2021*. News Release.  
<https://investors.falabella.com/Spanish/noticias-y-eventos/comunicaciones/press-release-details/2021/Plan-de-Inversiones-para-2021/default.aspx>

Falabella. (2021b). *Resultados cuarto trimestre 2020*.  
[https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc\\_financials/quarter\\_spanish/2020/Falabella-Earnings-Release-4Q-2020-SPA.pdf](https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2020/Falabella-Earnings-Release-4Q-2020-SPA.pdf)

Falabella. (2021c). *Resultados Segundo Trimestre 2021*.  
[https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc\\_financials/quarter\\_spanish/2021/Falabella-Earnings-Release-2Q-2021-ESP.pdf](https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2021/Falabella-Earnings-Release-2Q-2021-ESP.pdf)

Falabella, & EY Chile. (2018). *Estados Financieros Consolidados 31 de diciembre de 2017*.  
[https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc\\_financials/quarter\\_spanish/2017/Estados\\_financieros\\_\(PDF\)\\_Diciembre2017.pdf](https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2017/Estados_financieros_(PDF)_Diciembre2017.pdf)

Falabella, & EY Chile. (2019). *Estados Financieros Consolidados 31 de diciembre de 2018*.

[https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc\\_financials/quarter\\_spanish/2018/EE.FF.-4Q18.pdf](https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2018/EE.FF.-4Q18.pdf)

Falabella, & EY Chile. (2020). *Estados Financieros Consolidados 31 de diciembre de 2019*.

[https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc\\_financials/quarter\\_spanish/2019/EEFF-2019.pdf](https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2019/EEFF-2019.pdf)

Falabella, & EY Chile. (2021a). *Estados Financieros Consolidados 31 de Diciembre de 2020*.

[https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc\\_financials/quarter\\_spanish/2020/Estados-Financieros-4Q-2020.pdf](https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2020/Estados-Financieros-4Q-2020.pdf)

Falabella, & EY Chile. (2021b). *Estados Financieros Interinos Consolidados 30 de Junio 2021*.

[https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf\\_financiera/ifrs/safec\\_ifrs\\_verarchivo.php?auth=&send=&rut=90749000&mm=06&aa=2021&archivo=pdf\\_90749000\\_202106\\_c\\_20210831171606.pdf&desc\\_archivo=Estados financieros \(PDF\)&tipo\\_archivo=PDF](https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=90749000&mm=06&aa=2021&archivo=pdf_90749000_202106_c_20210831171606.pdf&desc_archivo=Estados%20financieros%20(PDF)&tipo_archivo=PDF)

Feinleib, D. (2017). *Bricks to clicks* (1ª ed.). Apress, Berkeley, CA. <https://link-springer-com.uchile.idm.oclc.org/book/10.1007%2F978-1-4842-2805-0>

Feller Rate. (2019). *METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN CORPORACIONES Y PROYECTOS*. <http://www.feller-rate.com.do/grd/metodologia/rdmetcorpo.pdf>

Feller Rate. (2021). *Informe de clasificación Banco Falabella*. <https://www.feller-rate.com/general2/bancos/bfalabella2106.pdf>

Fernandez, P. (2001). Valorización por múltiplos ¿Cómo valoran los analistas? En *Gestión 2000* (Ed.), *Valorización de empresas* (p. 17).

Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. *Gestión 2000*. *Gestión 2000*.

Fierro, P. (2021). *Consumo, pago de deudas y ahorro: los destinos del IFE y los retiros de los fondos de pensiones, según el Banco Central*. *Diario Financiero*.  
<https://www.df.cl/noticias/economia-y-politica/macro/consumo-pago-de-deudas-y-ahorro-los-destinos-del-ife-y-los-retiros-de/2021-12-15/153537.html>

Fitch Ratings. (2021). *RATING ACTION COMMENTARY*.  
<https://www.fitchratings.com/research/es/corporate-finance/fitch-affirms-falabella-at-aa-cl-rating-outlook-is-negative-19-04-2021#:~:text=Fitch Ratings - New York - 19,la clasificaci3n de las acciones>.

Fondo Monetario Internacional. (2021). *PERSPECTIVAS ECON3MICAS: Las Americas*.  
<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/REO/WHD/2021/Spanish/Text.ashx>

Forus, & EY. (2021). *Estados Financieros Consolidados FORUS S.A. Y AFILIADAS*.  
[http://forus.cl/wp-content/uploads/2021/08/2021\\_EEFF\\_IFRS\\_Consolidado\\_-\\_Forus\\_S\\_A\\_30.06.2021\\_VFF.pdf](http://forus.cl/wp-content/uploads/2021/08/2021_EEFF_IFRS_Consolidado_-_Forus_S_A_30.06.2021_VFF.pdf)

Gobierno de Chile. (2011). *Estados financieros de las cajas de compensaciones de asignaci3n familiar bajo normas IFRS*. [https://www.suseso.cl/612/articles-2706\\_archivo\\_01.pdf](https://www.suseso.cl/612/articles-2706_archivo_01.pdf)

ICR Chile. (2021). *ANÁLISIS DE INDUSTRIA*.  
<https://www.icrchile.cl/index.php/estudios/4801-analisis-sobre-el-comportamiento-del-mercado-de-deuda-local/file>

KPMG, & La Polar. (2021). *Estados financieros consolidados Intermedios (No auditados)*. [https://www.nuevapolar.cl/wp-content/uploads/2021/08/def-2021-ef-empresa-la-polar-sa-audjun21-cons-cliente\\_firmada.pdf](https://www.nuevapolar.cl/wp-content/uploads/2021/08/def-2021-ef-empresa-la-polar-sa-audjun21-cons-cliente_firmada.pdf)

KPMG, & SMU. (2021). *SMU S.A. Y FILIALES ESTADOS FINANCIEROS INTERMEDIOS CONSOLIDADOS AL 30 DE JUNIO DE 2021*.  
[https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1628546246Estados\\_financieros\\_202106.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1628546246Estados_financieros_202106.pdf)

Lintner, J. (1965). The valuation of Risk Assets and selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47, 13–

37.

Maquieiria, C., & Espinoza, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.

Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34, 768–783.

Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.

Pinto, J. E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219–233.

Rubinstein, M. E. (1973). A MEAN-VARIANCE SYNTHESIS OF CORPORATE FINANCIAL THEORY. *Journal of Finance*, 28(1), 167–181.

Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.  
<https://doi.org/10.2307/2977928>

The world bank. (2021). *O Banco Mundial no Brasil*. Asoectis gerais.  
<https://www.worldbank.org/pt/country/brazil>

World Bank. (2021). *Global Economic Prospects*.  
<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/35647/9781464816659.pdf>