



VALORACIÓN SACI FALABELLA Mediante el Método de Múltiplos

***PARA LA TITULACIÓN DE ALUMNOS DE MAGÍSTER EN
FINANZAS***

Alumno: Camilo Ignacio Rodríguez Vallejos

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín

Marzo 2018

Contenido

1. Resumen Ejecutivo.....	3
2. Metodología.....	3
2.1.Principales Métodos de Valoración.....	4
2.1.1.Modelo de descuento de dividendos.....	5
2.1.2.Método de Flujos de Caja Descontados.....	6
2.1.3.Método de múltiplos.....	8
3.Descripción de la Empresa e Industria.....	11
3.1.Descripción de la Compañía.....	11
3.2.Descripción de la industria.....	15
3.3.Identificación de empresas comparables.....	16
4.Descripción del financiamiento de la empresa.....	19
4.1.Bonos Vigentes SACI Falabella S.A.....	19
4.2.Bonos Vigentes Plaza S.A.....	20
4.3.Bonos Vigentes Sodimac S.A.....	20
4.4.Bonos Vigentes Falabella Perú.....	20
4.5.Bonos Vigentes Saga Falabella Perú.....	20
5.Estimación de la estructura de capital de SACI Falabella.....	21
5.1.Deuda Financiera.....	21
5.2.Patrimonio económico.....	21
5.3.Estructura de Capital.....	22
6.Estimación del costo patrimonial y costo de capital de la empresa.....	23
6.1.Estimación del costo patrimonial.....	23
6.2.Estimación costo de capital.....	27
7.Valoración de la empresa por múltiplos.....	29
8.Conclusiones.....	32
9.Bibliografía.....	33
10.Anexos.....	35

Índice de cuadros

Cuadro N° 1: Datos de identificación y propiedad SACI Falabella	11
Cuadro N° 2: Propiedad SACI Falabella (12 mayores accionistas)	12
Cuadro N° 3: Datos de identificación de Cencosud S.A.	16
Cuadro N° 4: Datos de identificación de Ripley Corp S.A.	17
Cuadro N° 5: Datos de identificación de Almacenes Éxito S.A (Colombia)	18
Cuadro N° 6: Deuda Financiera SACI Falabella.	21
Cuadro N° 7: Patrimonio Económico y detalle accionario	22
Cuadro N° 8: Estructura de Capital Falabella.....	22
Cuadro N° 9: Estructura de Capital Objetivo.....	23
Cuadro N° 10: Resumen estadísticos beta de la acción e información adicional	25
Cuadro N° 11: Resumen datos estimados	28
Cuadro N° 13: Indicadores financieros de Cencosud.....	29
Cuadro N° 14: Indicadores financieros Ripley Corp.	30
Cuadro N° 17: Precio de la acción en base a múltiplos de la industria.....	31

Índice de anexos

Anexo N° 1: Detalle de inversiones SACI Falabella próximos 4 años.	35
Anexo N° 2: Superficie promedio por segmento de negocio	35
Anexo N° 3: Detalle y proyección de locales de venta	36
Anexo N° 4: Estructura negocio bancario.	37
Anexo N° 5: Detalle de colocaciones brutas Banco Falabella	37
Anexo N° 6: Indicadores sobre cartera bruta Banco Falabella	37
Anexo N° 7: Costo por metro cuadrado por país y segmento de negocio	38
Anexo N° 8: Indicadores sobre cartera bruta Banco Falabella	38
Anexo N° 9: Composición de gastos financieros.....	38
Anexo N° 10: Composición gasto en riesgo v/s cartera bruta e ingresos financieros ...	39
Anexo N° 11: Estructura de Gastos de Administración y Ventas.....	39
Anexo N° 12: Tasas de impuestos en Chile.....	39

1. Resumen Ejecutivo

La valoración de empresas es un proceso mediante el cual, a través de información contable, financiera y económica es posible obtener un valor determinado para una compañía. Lo anterior permite apoyar procesos de toma de decisiones respecto a inversiones, fusiones y adquisiciones, y enajenaciones de empresa, entre otros.

Si bien existen diferentes métodos de valoración, en este estudio se utilizará el método de flujo de caja descontados y el método de múltiplos o comparables. El primero se enfoca en proyectar los resultados de la empresa bajo determinados supuestos, obteniendo un flujo de caja libre, el cual descontado a una tasa WACC, también determinada a través de este método, permite obtener una estimación del valor de la firma; lo anterior tiene como fundamento teórico lo expuesto por Modigliani y Miller. Por otro lado, el método de múltiplos o comparables, consiste en escoger *value drivers* de una empresa, los cuales se encuentran relacionados con el valor de esta y que permiten establecer una relación entre el valor de la variable y el valor de la firma, determinando de forma simple el valor aproximado de una firma, a través de la comparación entre múltiplos de empresas que participan en el mismo sector industrial. Sin embargo, su mayor simplicidad podría generar menor precisión en la estimación del valor de la compañía.

En particular, el objetivo del presente estudio, es estimar el valor de la acción al 30 de Septiembre del 2017 del retailer chileno SACI Falabella, el cual cuenta con presencia en 6 países de Sudamérica. Lo anterior permite determinar si el valor de la acción se encuentra subvalorado o sobrevalorado por el mercado.

Con lo anterior, se estimó el valor de la compañía y su precio por acción al cierre de sept-17, obteniendo un precio de \$3.887, bajo el método de valorización mediante múltiplos, el cual es un 38% inferior al precio real observado a la misma fecha (\$6.242). Adicionalmente, la valorización mediante el método de flujo de caja descontado arrojó un precio de la acción al cierre de sept-17 de \$6.209, el cual es consistente con el precio de la acción observado a la misma fecha, con una diferencia menor al 1%.

2. Metodología

2.1. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

2.1.1. Modelo de descuento de dividendos

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

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

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

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

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

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

2.1.2. Método de Flujos de Caja Descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un 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, éste 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, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

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

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

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

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

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

2.1.3. Método de múltiplos

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

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los 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, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

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

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

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

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos

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

- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

3. Descripción de la Empresa e Industria

3.1. Descripción de la Compañía

SACI Falabella (RUT: 90.749.00-9), sociedad anónima abierta, que opera en el negocio retail, con presencia en Chile, Colombia, Perú, Argentina, Uruguay, México y Brasil. Sus unidades de negocio son tiendas por departamentos, mejoramiento del Hogar, supermercados, servicios financieros (Banco Falabella) y negocio inmobiliario (renta inmobiliaria).

La compañía exhibe una clasificación nacional de AA Estable por Feller Rate y Fitch Ratings, con un patrimonio bursátil de MMUS\$23.834 a sept-17 y una relación bolsa libro de 3,43 veces, siendo la compañía con la mayor capitalización bursátil de la bolsa chilena, con una presencia del 100% en los periodos entre dic-13 y sept-17.

Cuadro N° 1: Datos de identificación y propiedad SACI Falabella

Razón Social	S.A.C.I Falabella
Rut	90.749.000-9
Nemotécnico	Falabella
Industria	Retail
Regulación	- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) - Superintendencia de Bancos e Inst. Financieras (SBIF)

Fuente: Elaboración Propia

Propiedad y Grupo controlador: al 30 de diciembre de 2016, el pacto controlador concentra el 76,59% de las acciones de la compañía, siendo representado por las familias Solari Falabella, Solari Donaggio, Cúneo Solari y Del Río Goudie. A sept-17, los 12 mayores accionistas de Falabella, se presentan en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 2: Propiedad SACI Falabella (12 mayores accionistas)

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
Lucec Tres S A	258.913.368	258.913.368	10,64%
Inversiones San Vito Ltda	243.698.146	243.698.146	10,01%
Inversiones Los Olivos Sa	243.569.988	243.569.988	10,01%
Bethia S A	233.780.710	233.780.710	9,60%
Inversiones Don Alberto Cuatro Spa	151.079.494	151.079.494	6,21%
Banco De Chile Por Cuenta De Terceros No Residentes	142.281.702	142.281.702	5,84%
Dersa Sa	138.024.501	138.024.501	5,67%
Banco Itau-Corpbanca por Cta De Inversionistas Extranjeros	126.515.283	126.515.283	5,20%
Mapcor Cuatro S A	108.247.346	108.247.346	4,45%
Banco Santander Por Cuenta De Inv Extranjeros	70.329.474	70.329.474	2,89%
Inpesca S A	49.343.681	49.343.681	2,03%
Importadora Y Comercializadora Amalfi Spa	45.224.102	45.224.102	1,86%
Total			74,41%

Fuente: Elaboración propia según datos de la Superintendencia de Valores y Seguros.

A sept-17, exhibe ventas en torno a MUF221.670, con un margen Ebitda de 12,8%. Opera 476 Tiendas, 39 centros comerciales y 265 sucursales bancarias, además de e-commerce.

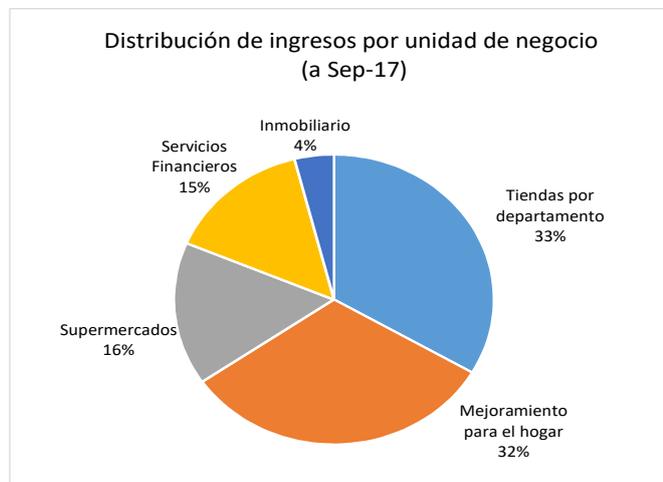
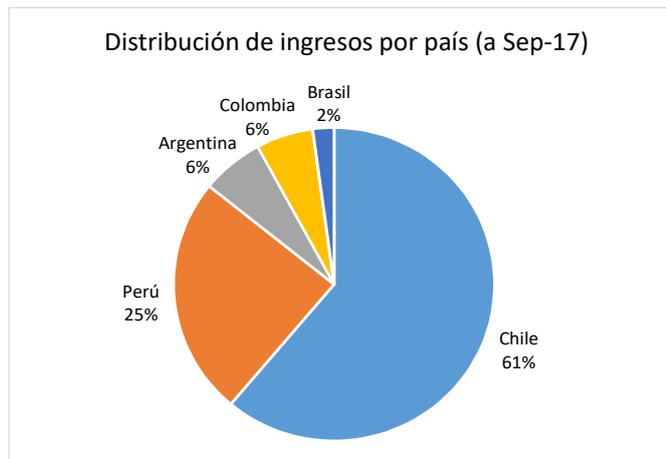
La firma organiza su operación en 5 segmentos de negocio, los cuales se describen a continuación:

- **Tiendas por departamento:** es operada a través de Falabella retail, con presencia en Chile, Perú, Colombia y Argentina, a través de grandes tiendas, comercializando productos de vestuario, calzado de marcas exclusivas, artículos de belleza, artículos electrónicos, muebles y accesorios de decoración entre otros. A dic-16, exhibe 44 tiendas en Chile, 29 en Perú, 25 en Colombia y 11 Argentina, con un total de 702.000 m². Según estudios de mercado expuestos por la compañía en su memoria anual 2016, presentaría una participación de mercado en este segmento de 23% en Chile, 17% en Perú, 6% en Colombia y 2% en Argentina.
- **Mejoramiento del Hogar:** comercializa sus productos a través de las marcas Sodimac, Sodimac Constructor, Imperial, Homy, Maestro (Perú) y Dicico (Brasil), las cuales orientan su operación a la venta de productos y servicios de

equipamiento, renovación, remodelación y decoración para el hogar, con presencia en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil y Uruguay, contando con 246 tiendas y 1.709.000 m² en los diferentes países.

- **Supermercados:** esta línea de negocios es operada por Supermercados e Hipermercados Tottus (Chile) e Hiperbodega Precio Uno (Perú), con un total de 121 supermercados y 426.000 m². Esta área de negocios no presenta mayor presencia de mercado con un 4% en Chile y 6% en Perú.
- **Servicios Financieros:** la compañía mantiene una amplia gama de productos y servicios financieros, mediante el otorgamiento de acceso al crédito. Opera en Chile, Perú, Colombia y Argentina, a través de los siguientes segmentos: 1) CMR Falabella, mayor emisor de tarjetas de crédito del mercado Chileno, manteniendo alianzas con VISA en Perú y Chile y Mastercard en Argentina y Colombia; 2) Banco Falabella, otorgando servicios de cuentas corrientes, créditos hipotecarios y de consumo e instrumentos de inversión; 3) Seguros Falabella y CF Seguros de Vida, con una amplia gama de seguros, tales como automotrices, vida, desgravamen, entre otros; 4) Viajes Falabella: operando principalmente como agencia de viajes y 5) Móvil Falabella, actuando como operador telefónico virtual con productos y servicios similares a los de su competencia.
- **Negocio Inmobiliario:** la firma opera y administra centros comerciales en Chile, Perú y Colombia, a través de dos formatos: 1) Mallplaza, una de las principales cadenas de centros comerciales de Sudamérica, con una amplia preocupación por el medio ambiente y la difusión de la cultura, contando con 18 centros comerciales y 1.398.000 m²; y 2) Open Plaza, con presencia en Chile, a través de Rentas Falabella y Perú, con power centers, los cuales mantienen tiendas anclas de la compañía como Falabella Retail, Sodimac y Tottus, con 21 centros comerciales y 542.000 m².

La importancia relativa en relación a los ingresos tanto de los países en operación como de las unidades de negocios en las que participa SACI Falabella, se muestra en las siguientes gráficas:



3.2. Descripción de la industria

La industria del retail contempla la comercialización de bienes al por menor o comercio detallista, teniendo como características principales ser un sector con una fuerte competencia y altamente concentrado dadas las fuertes barreras de entradas, las cuales provienen del elevado nivel de inversión inicial y recurrentes requerimientos de capital de trabajo para cubrir su ciclo operacional y mantener sus canales de distribución.

Chile, hasta el año 2015 se encontraba en los primeros lugares del “Índice global de desarrollo de la industria del retail” (GRDI, por sus siglas en inglés Global Retail Development Index), incluso siendo N°1 el año 2014. Dicho índice, clasifica los 30 principales países en desarrollo para la inversión minorista, identificando no solo mercados atractivos, sino con potencial futuro, clasificando a dichos países/mercados en 4 etapas: apertura, peak, maduración y cierre.

En particular, Chile pierde competitividad en la industria del retail, debido a la fuerte presencia de empresas minoristas internacionales, un mercado local sofisticado, altos niveles de concentración y el más alto nivel de ventas de área bruta por local de América Latina per cápita; lo anterior, sumado a menores tasas de crecimiento del PIB y reformas fiscales redistributivas que incrementaron el costo de los negocios, permiten el descenso de Chile en esta materia, incluso llegando a no aparecer dentro de los 30 principales países para la industria del retail, según el informe GRDI del año 2017. Lo anterior implica que el crecimiento de la industria, se dé mediante las adquisiciones de otras firmas o la incursión en mercados con mayor potencial de crecimiento, tales como: Perú (9° Lugar Ranking GRDI 2017) y Colombia (10°), países en los cuales participa SACI Falabella.

3.3. Identificación de empresas comparables

El mercado local del retail se encuentra liderado por 3 compañías: SACI Falabella, Ripley y Cencosud, las cuales mantienen operación en segmentos similares (Tiendas por departamento, Financiero e Inmobiliario/Renta), además de contar con operación en Sudamérica, en países como Argentina, Perú, Colombia y Brasil.

Según el informe “Las potencias globales del comercio detallista 2017”, desarrollado por Deloitte (con información financiera a Jun-16), el cual destaca a las 250 empresas del comercio al detalle más grandes del mundo, Cencosud es la empresa de retail chilena con mejor clasificación, en el puesto N°57, seguido por SACI Falabella en el puesto N°88.

A nivel nacional se eligen como comparables Ripley y Cencosud, dado que varios de sus segmentos de operación son similares. En Sudamérica, se encuentra la compañía “Almacenes Éxito S.A”, cuya matriz opera en Colombia, siendo el competidor directo de Falabella en dicho país, participando en los mismos segmentos de negocios. Si bien estas empresas son consideradas comparables por participar en los mismos segmentos, exhiben estructuras de ingresos y Ebitda distintas, debido a que sus unidades de negocios predominantes difieren entre ellas.

Cuadro N° 3: Datos de identificación de Cencosud S.A.

Nombre de la Empresa	Cencosud S.A.
Ticker o Nomenclatura	Cencosud (Bolsa de Comercio de Santiago) CNCO (NYSE)
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada Clase	Acciones comunes con derecho al pago dividendos
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Comercio de Valparaíso y Bolsa Electrónica de Chile. En abril de 2017 Cencosud acordó iniciar un proceso para poner término a su programa de ADR's por lo que dejaría de transar en NYSE (New York Stock Exchange).
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail
Negocios en que se encuentra	- Supermercados - Mejoramiento del Hogar - Tiendas por Departamento - Centros Comerciales

Fuente: Elaboración Propia

Cencosud es un holding de empresas que participa a nivel Latinoamericano en la industria del retail, con presencia en Argentina, Brasil, Colombia, Perú y Chile.

En Chile opera a través de 244 supermercados, 35 tiendas de mejoramiento del hogar, 80 tiendas por departamento, 26 centros comerciales y en Servicios Financieros opera a través de un Joint Venture con Scotiabank. En Argentina mantiene 283 Supermercados, 50 tiendas de mejoramiento del hogar y 22 centros comerciales. A su vez, en Brasil opera 204 supermercados y en Servicios Financieros posee un Joint Venture con Bradesco. En Perú posee 90 Supermercados, 11 tiendas por departamento, 4 centros comerciales y en Colombia posee 101 Supermercados, 10 tiendas por departamento, 2 Centros Comerciales y en servicios financieros posee un Joint venture con Colpatría.

Cuadro N° 4: Datos de identificación de Ripley Corp S.A.

Nombre de la Empresa	Ripley Corp S.A.
Ticker o Nematécnico	Ripley (Bolsa de Comercio de Santiago);
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada Clase	Acciones comunes con derecho al pago dividendos.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Comercio de Valparaíso y Bolsa Electrónica de Chile.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail
Negocios en que se encuentra	-Tiendas por departamento - Financiero - Inmobiliario

Fuente: Elaboración Propia

Ripley Corp. opera en los segmentos retail, financiero e inmobiliario. La firma mantiene presencia en Chile y Perú, en el segmento retail y tiendas por departamento posee 74 tiendas (29 en Perú y 45 en Chile) con una superficie de 479.575 m²; en el segmento financiero opera a través de Banco Ripley y la tarjeta Ripley con un total de 83 sucursales, con una cartera de MMM\$ 1.127 y más de 1.700.000 tarjetas. En el segmento inmobiliario la firma posee 12 malls (2 en Perú y 10 en Chile).

Cuadro N° 5: Datos de identificación de Almacenes Éxito S.A

Nombre de la Empresa	Almacenes Éxito S.A (Colombia)
Ticker o Nemotécnico	Éxito
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada Clase	Acciones comunes con derecho al pago dividendos.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Valores de Colombia
Negocios en que se encuentra	<ul style="list-style-type: none"> - Supermercados - Tiendas por departamento - Mejoramiento para el hogar - Inmobiliario (Renta)

Fuente: Elaboración Propia

Almacenes Éxito es un holding con sede en Colombia, que opera desde 1905 con la apertura del primer almacén “Carulla”. La compañía opera en la industria del retail con presencia en Colombia, Uruguay, Argentina y Brasil, con un total de 1.573 almacenes, siendo sus marcas principales Éxito, Carulla, Libertad, Disco, Extra y Viva (Inmobiliaria). La compañía es controlada por la sociedad Casino Guichard-Perrachon S.A, quien a través de sociedades de inversión cuenta con el 55,3% de la propiedad del grupo.

A sept-17, exhibe ventas por MM\$40.713.177 pesos colombianos, 11% más que a igual periodo del 2016, explicado principalmente por el mayor nivel de ventas en Brasil (su principal mercado), Uruguay y Argentina. En línea con lo anterior, su Ebitda se expande a MM\$2.403.242 pesos colombianos, un 28% más que a sept-16.

4. Descripción del financiamiento de la empresa

Una de las fuentes de financiamiento del Holding Falabella, es a través de la emisión de bonos corporativos, tanto en su matriz SACI Falabella, como en sus filiales: Promotora CMR Falabella, Plaza S.A, Sodimac, CMR Falabella, Falabella Perú, Saga Falabella Perú e Hipermercados Tottus Perú. Cabe señalar, que el destino principal de la emisión de estos bonos, es el pago o prepago de otras obligaciones financieras, tanto con el público, como con la banca.

En particular, se destaca bono emitido por la matriz por un monto de MUF 3.000, cuyo vencimiento es en Jul-2037 (23 años plazo), identificado como BFALA-M y con una tasa de emisión de 3,10%. Adicionalmente se presenta un mayor detalle de los bonos públicos emitidos por SACI Falabella y sus filiales:

4.1. Bonos Vigentes SACI Falabella S.A.

Empresa	Pais	Moneda	Monto Colocado	Tipo de Amortización	Serie	Tasa Cupón	Emision	Vencimiento
SACI FALABELLA	Chile	CLP	94.588.500.000	al vencimiento	Bono Privado	6,50	30-04-2013	30-10-2022
SACI FALABELLA	Chile	USD	500.000.000	al vencimiento	Bono Privado	3,75	30-04-2013	30-10-2022
SACI FALABELLA	Chile	USD	400.000.000	al vencimiento	Bono Privado	4,38	27-10-2014	27-04-2024
SACI FALABELLA	Chile	UF	3.500.000	al vencimiento	J	4,00	01-04-2009	01-04-2033
SACI FALABELLA	Chile	UF	3.000.000	al vencimiento	L	5,10	15-07-2017	15-07-2020
SACI FALABELLA	Chile	UF	3.000.000	al vencimiento	M	3,10	15-07-2014	15-07-2037
SACI FALABELLA	Chile	CLP	63.000.000.000	al vencimiento	O	5,10	15-04-2016	15-04-2022
SACI FALABELLA	Chile	UF	2.000.000	al vencimiento	P	3,00	15-04-2016	15-04-2039
SACI FALABELLA	Chile	CLP	78.000.000.000	al vencimiento	Q	5,10	25-11-2016	25-11-2021
SACI FALABELLA	Chile	UF	3.000.000	al vencimiento	S	2,80	25-11-2016	25-11-2039

4.2. Bonos Vigentes Plaza S.A.

Empresa	Pais	Moneda	Monto Colocado	Tipo de Amortización	Serie	Tasa Cupón	Emision	Vencimiento
Plaza S.A.	Chile	UF	3.000.000	Semestral	C	4,50	02-05-2009	02-05-2030
Plaza S.A.	Chile	UF	3.000.000	al vencimiento	D	3,85	25-10-2010	25-01-2031
Plaza S.A.	Chile	UF	2.000.000	al vencimiento	E	3,85	25-10-2010	25-10-2031
Plaza S.A.	Chile	UF	2.500.000	al vencimiento	H	3,50	15-05-2011	15-05-2033
Plaza S.A.	Chile	UF	555.556	Semestral	I	3,50	30-05-2012	30-05-2018
Plaza S.A.	Chile	UF	3.000.000	al vencimiento	K	3,90	30-05-2012	30-05-2034
Plaza S.A.	Chile	UF	3.000.000	Semestral	M	3,50	15-08-2013	15-08-2020
Plaza S.A.	Chile	UF	3.000.000	al vencimiento	N	3,80	15-08-2013	15-08-2035

4.3. Bonos Vigentes Sodimac S.A.

Empresa	Pais	Moneda	Monto Colocado	Tipo de Amortización	Serie	Tasa Cupón	Emision	Vencimiento
Sodimac S.A.	Chile	UF	1.000.000	al vencimiento	H	3,4	03-12-2012	03-12-2017
Sodimac S.A.	Chile	UF	1.500.000	semestral	K	3,7	03-12-2012	03-12-2033

4.4. Bonos Vigentes Falabella Perú

Empresa	Pais	Moneda	Monto Colocado	Tipo de Amortización	Serie	Tasa Cupón	Emision	Vencimiento
Falabella Perú	Perú	Pen	98.000.000	trimestral	FALAB1BC1A	8,06	24-07-2015	24-07-2035
Falabella Perú	Perú	Pen	130.000.000	trimestral	FALAB1BC3A	7,19	25-05-2016	25-05-2032
Falabella Perú	Perú	Pen	72.000.000	trimestral	FALAB1BC3B	6,25	20-07-2016	20-07-2033
Falabella Perú	Perú	Pen	200.000.000	trimestral	FALAB2BC1A	7,03	07-04-2017	07-04-2029

4.5. Bonos Vigentes Saga Falabella Perú

Empresa	Pais	Moneda	Monto Colocado	Tipo de Amortización	Serie	Tasa Cupón	Emision	Vencimiento
Saga Falabella Perú	Perú	Pen	s.i	trimestral	s.i	s.i	s.i	s.i
Saga Falabella Perú	Perú	Pen	50.000.000	trimestral	SAGA2BC2A	7,09	27-07-2011	27-07-2018
Saga Falabella Perú	Perú	Pen	60.000.000	trimestral	SAGA3BC1A	5,81	24-05-2012	24-05-2022
Saga Falabella Perú	Perú	Pen	50.000.000	trimestral	SAGA3BC2A	5,00	17-04-2013	17-04-2023
Saga Falabella Perú	Perú	Pen	50.000.000	trimestral	SAGA2B1C	7,56	26-05-2011	26-05-2018
Saga Falabella Perú	Perú	Pen	40.000.000	trimestral	SAGA3BC1B	5,41	10-08-2012	10-08-2022

5. Estimación de la estructura de capital de SACI Falabella

5.1. Deuda Financiera

Se observa que la empresa presenta un incremento de un 36% en su deuda financiera en los periodos analizados, con una estructura promedio de un 24% de sus pasivos financieros en el corto plazo y un 76% en largo plazo, consistente con la estrategia de la compañía. Cabe señalar, que la deuda se compone principalmente de un mix entre créditos bancarios y bonos corporativos, los que a sept-17 representan un 46% y 48% respectivamente, encontrándose el resto de la deuda en leasing y pasivos de

Cuadro N° 6: Deuda Financiera SACI Falabella.

Deuda Financiera (MUF)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17
Otros pasivos financieros corrientes	27.512	29.907	28.823	40.690	41.099
Otros pasivos financieros no corrientes	84.150	103.910	115.113	112.086	110.759
Deuda Financiera Total (MUF)	111.663	133.818	143.936	152.776	151.857

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros (FECU) y análisis razonado.

cobertura.

5.2. Patrimonio económico

El patrimonio Económico de la empresa, se calculó a partir de la cotización bursátil de la acción de Falabella, al cierre de cada periodo y al número de acciones suscritas y pagadas a la misma fecha. Cabe señalar que el número de acciones se incrementa entre el periodo dic-13 y dic-14 en 11.882 acciones, las que fueron pagadas por los accionistas durante dicho periodo, posteriormente no se han registrado nuevos incrementos en el número de acciones de la compañía. Con lo anterior, se calcula un patrimonio económico para cada periodo, resultando a sept-17 un patrimonio de MM\$ 15.083 aproximadamente, equivalente a MUF 565.829.

Cuadro N° 7: Patrimonio Económico y detalle accionario

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17
N° de acciones (Miles)	2.422.583	2.434.465	2.434.465	2.434.465	2.434.465
Precio de la acción en \$	4.582	3.976	4.410	5.241	6.196
Patrimonio Económico M\$	11.099.085.852	9.680.090.007	10.737.163.165	12.758.589.406	15.083.176.687
Patrimonio Económico MUF	476.160	393.067	418.944	484.234	565.829

Fuente: Elaboración propia en base a información entregada por la Bolsa de Comercio de Santiago.

5.3. Estructura de Capital

Con la información anterior, y bajo el supuesto de que la deuda financiera contable de la empresa es equivalente a la deuda a valor de mercado, podemos determinar el valor de la empresa para cada periodo analizado. Luego, se puede calcular la estructura de capital de Falabella durante cada periodo, con el fin de establecer parámetros que nos permitan identificar la estructura de capital objetivo de la misma, con la cual podremos establecer una proyección de la firma y así determinar el valor de ella, a través del método de flujo de caja descontado.

Cuadro N° 8: Estructura de Capital Falabella

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17
Deuda Financiera/ Valor Empresa (B/V)	19%	25%	26%	24%	21%
Patrimonio/Valor Empresa (P/V)	81%	75%	74%	76%	79%
Deuda/ Patrimonio (B/P)	23%	34%	34%	32%	27%

Fuente: Elaboración propia.

6. Estimación del costo patrimonial y costo de capital de la empresa

6.1. Estimación del costo patrimonial

Preliminarmente, para la determinación de la tasa de costo de capital, es necesario realizar una serie de pasos previos, entre los que se incluyen, la determinación de la estructura de capital de Falabella, la cual fue obtenida en el punto 5) anterior (Cuadro N°8), utilizando información financiera bajo norma IFRS disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), desde diciembre 2013 hasta septiembre 2017.

Para la determinación de la estructura de capital objetivo, se utiliza estadística descriptiva, considerando para ello el promedio de los periodos en estudio.

Cuadro N° 9: Estructura de Capital Objetivo

Estadísticos	B/V	P/V	B/P
Mínimo	19%	74%	23%
Máximo	26%	81%	34%
Mediana	24%	76%	32%
Desviación estándar	0,029	0,029	0,048
Promedio	23%	77%	30%

Fuente: Elaboración propia.

Costo de la Deuda (k_b)

El costo de la deuda o K_b corresponde a la tasa a la cual Falabella levanta financiamiento externo, tanto bancario como público (bonos), para la implementación de nuevos proyectos y/o refinanciamientos de deuda. En particular, el Holding Falabella exhibe varios bonos emitidos a largo plazo; por lo anterior, se utilizará como proxy del K_b , el bono con vencimiento en el mayor plazo y con mayor liquidez, correspondiente al bono BFALA-M, emitido en jul-14, con vencimiento en jul-37, con

una tasa de emisión de 3,1% en UF; sin embargo, su última transacción anterior a sept-17, presenta una yield to maturity de 2,7%, por lo que se utilizará dicha tasa como el mejor proxy del K_b . Cabe destacar que SACI Falabella, presenta un bono emitido a mayor plazo, con vencimiento en nov-39, y una tasa de emisión de 2,8%, sin embargo, su última transacción fue en may-17, con una yield to maturity de 2,64%, no siendo utilizado para el presente análisis por su baja liquidez.

Beta de la deuda (β_b)

Para la obtención del beta de la deuda, se utilizará el costo de la deuda obtenido anteriormente y el modelo CAPM, para lo cual se considera una tasa libre de riesgo de 1,99% (BCU-30 al 29 de Septiembre de 2017) y un premio por riesgo país de 6,06% para Chile (Premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Julio de 2017), con lo cual se obtiene lo siguiente:

$$K_b = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_d$$

Formula que alternativamente se expresa como;

$$K_b = r_f + [PRM] * \beta_d$$

Despejando el beta de la deuda, se tiene;

$$\beta_d = (K_b - r_f) / [PRM]$$

Reemplazando los valores, se obtiene el siguiente valor del beta de la deuda;

$$\beta_d = \frac{2,7\% - 1,99\%}{6,06\%} \quad \longrightarrow \quad \begin{array}{l} \beta_d = 0,1172 \\ \beta_d = 11,72\% \end{array}$$

Beta de la acción ($\beta_p^{C/D}$)

Para la obtención del beta de la acción de SACI Falabella, se obtuvieron los precios semanales de la acción de Falabella y el Índice general de precios de las acciones (IGPA), en los periodos comprendidos entre el 1 octubre de 2011 y el 30 septiembre de 2017.

Con lo anterior, se calculan los retornos semanales tanto de la acción de Falabella como del IGPA, con el fin de estimar el beta patrimonial mediante el modelo de valorización de activos CAPM y su formulación:

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

A continuación, se presenta un cuadro resumen con el cálculo del beta de la acción para los periodos en análisis, su significancia, presencia bursátil y tasa de impuestos corporativos.

Cuadro N° 10: Resumen estadísticos beta de la acción e información adicional

Estadísticos e información	2013	2014	2015	2016	2017
Beta de la acción ⁽¹⁾	1,263351	0,876041004	0,952574713	0,953451764	0,778373364
P-Value (significancia)	3,32901E-14	4,84772E-07	4,05936E-08	8,33041E-10	2,68300E-09
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%
Tasa de impuestos corporativos ⁽²⁾	20%	21%	22,50%	24%	25,5%

(1) Calculados a Septiembre de cada año.

(2) http://www.sii.cl/aprenda_sobre_impuestos/impuestos/imp_directos.htm, desde 2018 en adelante la tasa aumenta a 27%.

Destaca el alto nivel de significancia obtenido en las regresiones, por lo cual se utilizará el beta de la acción para el periodo 2017, dado que es el periodo más vigente y con mayor representatividad, correspondiente a 0,7784.

Beta Patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Para la obtención del beta patrimonial sin deuda, el cual representa el riesgo intrínseco del negocio, es necesario desapalancar el beta patrimonial con deuda de Falabella calculado anteriormente, a través de la metodología basada en Rubinstein (1973), el

cual expande el modelo desarrollado por Hamada (1969) para empresas con deuda riesgosa. Para lo cual, utilizaremos la estructura de capital promedio de los últimos 3 años de Falabella calculada anteriormente (30,91%), con un periodo similar al determinado para estimar el beta de la acción y una tasa impositiva promedio desde Dic-15 a Sep-17 (24%). Por lo anterior, se tiene:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - T_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - T_c) * \beta_a * \frac{B}{P}$$

Reemplazando, se tiene;

$$0,7784 = \beta_p^{S/D} [1 + (1 - 24\%) * 30,91\%] - (1 - 24\%) * 0,1172 * 30,91\%$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,6507$$

Beta Patrimonial con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Con el beta patrimonial obtenido anteriormente se apalanca el beta de la empresa, con base en la estructura de capital objetivo, la cual está determinada por la estructura de capital promedio en los periodos analizados (B/P=30%) y la tasa impositiva de largo plazo, que rige desde el año 2018 (27%), lo que nos permitirá medir el riesgo sistemático que enfrentan los accionistas de la compañía. Para lo anterior, se utiliza la metodología de Rubinstein (1973), pero con la estructura de capital objetivo.

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} * \left[1 + (1 - T_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - T_c) * \beta_a * \frac{B}{P}$$

Reemplazando, se tiene;

$$\beta_p^{C/D} = 0,6507 * [1 + (1 - 27\%) * 30\%] - (1 - 27\%) * 0,1172 * 30\%$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,7676$$

Costo patrimonial (k_p)

Para la determinación del costo patrimonial, se utiliza el modelo CAPM, con el beta patrimonial con deuda, ajustado por la estructura de capital objetivo (riesgo). Con lo anterior, se tiene:

$$K_p = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_p^{C/D}$$

Formula que se puede expresar de la siguiente forma;

$$K_p = r_f + PRM * \beta_p^{C/D}$$

Reemplazando los datos obtenidos anteriormente;

$$K_p = 1,99\% + 6,06\% * 0,7676$$

$$K_p = 0,0664 \quad \longrightarrow \quad K_p = 6,64\%$$

6.2. Estimación costo de capital

Costo de capital (k_0)

Con la obtención del costo patrimonial más los datos obtenidos a lo largo del apartado, es posible calcular el WACC o costo capital promedio ponderado, según la siguiente fórmula:

$$WACC = K_0 = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - T_c) * \frac{B}{V}$$

Reemplazando, se tiene,

$$WACC = K_0 = 6,64\% * 78,84\% + 2,7\% * (1 - 27\%) * 21,16\%$$

$$WACC = K_0 = 5,65\%$$

Por lo tanto, el costo de capital promedio ponderado para SACI Falabella es de 5,65%. Dicha tasa nos permitirá valorizar la compañía mediante el método de flujo de caja descontado.

A continuación, se muestra un resumen de los indicadores obtenidos:

Cuadro N° 11: Resumen datos estimados

Costo de la deuda	2,70%
Beta de la Deuda	0,1172
Beta de la acción	0,7784
Beta Patrimonial sin Deuda	0,6507
Beta Patrimonial con Deuda	0,7676
Costo Patrimonial	6,64%
Costo de Capital	5,65%

7. Valoración de la empresa por múltiplos

Para realizar la valorización por múltiplos, es necesario determinar las empresas comparables, las cuales fueron identificadas y comentadas en el apartado 3.3. Con lo anterior, se obtiene la información económica-financiera de cada una de las empresas seleccionadas, así como también de SACI Falabella, con el fin de calcular los múltiplos.

A continuación, se presenta un resumen de los indicadores de las empresas en estudio:

Cuadro N°12: Indicadores financieros de SACI Falabella

Falabella	Sep-16	Sep-17
N° de Acciones	2.434.465.103	2.434.465.103
Precio de la acción (\$)	4.822	6.242
Valor bursátil (\$)	11.738.503.833.645	15.195.687.726.416
Ingresos (M\$)	6.218.071.819	6.454.173.922
Patrimonio Contable (M\$)	4.434.805.088	4.008.555.223
Patrimonio no Controladores (M\$)	901.930.083	769.456.990
Deuda Financiera (M\$)	3.778.083.256	4.048.022.017
Efectivo (M\$)	159.692.177	208.937.655
Ebit (M\$)	595.491.333	621.579.030
Ebitda (M\$)	760.101.037	830.298.739
Utilidad Neta (M\$)	362.647.894	486.093.177

Cuadro N° 12: Indicadores financieros de Cencosud

Cencosud	Sep-16	Sep-17
N° de Acciones	2.842.520.872	2.862.608.197
Precio de la acción (\$)	1.975	1.957
Valor bursátil (\$)	5.615.115.730.549	5.600.979.198.250
Ingresos (M\$)	7.482.045.418	7.607.136.401
Patrimonio Contable (M\$)	3.954.431.334	3.951.612.869
Patrimonio no Controladores (M\$)	102.582	578.052
Deuda Financiera (M\$)	3.334.335.659	3.390.410.758
Efectivo (M\$)	196.541.377	145.653.012
Ebit (M\$)	489.425.769	372.013.411
Ebitda (M\$)	505.733.238	552.501.536
Utilidad Neta (M\$)	230.345.100	120.580.809

Cuadro N° 13: Indicadores financieros Ripley Corp.

Ripley	Sep-16	Sep-17
N° de Acciones	1.936.052.298	1.936.052.298
Precio de la acción (\$)	408	605
Valor bursátil (\$)	789.909.337.584	1.171.331.000.813
Ingresos (M\$)	1.114.505.866	1.174.034.725
Patrimonio Contable (M\$)	823.907.789	908.420.816
Patrimonio no Controladores (M\$)	269.801	288.371
Deuda Financiera (M\$)	1.260.735.818	1.371.536.252
Efectivo (M\$)	92.436.255	92.436.255
Ebit (M\$)	25.434.179	37.088.622
Ebitda (M\$)	54.629.617	66.331.298
Utilidad Neta (M\$)	55.435.885	31.070.716

Cuadro N°15: Indicadores financieros Almacenes Éxito

Almacenes Éxito (Colombia) *	Sep-16	Sep-17
N° de Acciones	447.604.316	447.604.316
Precio de la acción (\$)	3.381	3.401
Valor bursátil (\$)	1.513.350.192.396	1.522.391.799.579
Ingresos (M\$)	8.433.831.360	8.956.898.940
Patrimonio Contable (M\$)	4.278.062.790	4.342.170.360
Patrimonio no Controladores (M\$)	2.574.749.030	2.636.853.780
Deuda Financiera (M\$)	3.185.773.240	2.084.356.120
Efectivo (M\$)	847.494.340	452.982.200
Ebit (M\$)	306.412.900	214.223.460
Ebitda (M\$)	552.745.660	356.850.120
Utilidad Neta (M\$)	-34.035.630	6.674.580
* Expresado en pesos chilenos.		

Con lo anterior, es posible calcular los múltiplos de las empresas comparables para los periodos analizados, correspondientes a sept-16 y sept-17, los cuales fueron obtenidos a través de promedios simples.

Cuadro N°16: Resumen de múltiplos de empresas comparables.

Tipo de Múltiplos		2016	2017	Promedio
Múltiplos de ganancias	Price earning ratio (Precio Utilidad, PE)	19,31	42,07	30,69
	Enterprise value to ebitda (EV/EBITDA)	20,04	20,60	20,32
	Enterprise value to ebit (EV/EBIT)	35,82	34,86	35,34
Múltiplos de valor libro	Price to book Equity (PBV)	0,91	1,02	0,96
	Value to book ratio	0,95	0,97	0,96
Múltiplos de ingresos	Price to sales ratio (PS)	0,55	0,63	0,59
	Enterprise value to sales ratio (VS)	1,13	1,20	1,16

Para determinar el precio objetivo de la acción de SACI Falabella, se calcula un promedio simple de los precios objetivos obtenidos a través de la metodología de valorización por múltiplo, los cuales se presentan a continuación:

Cuadro N° 1714: Precio de la acción en base a múltiplos de la industria

Múltiplos	Valor de empresa	Patrimonio	Precio
Price earning ratio (Precio Utilidad, PE)			6.129
Enterprise value to ebitda (EV/EBITDA)	16.870.447.243.317	12.822.425.226.317	5.267
Enterprise value to ebit (EV/EBIT)	21.963.993.337.278	17.915.971.320.278	7.359
Price to book Equity (PBV)		3.868.154.519.342	1.589
Value to book ratio	13.488.211.536.291	9.440.189.519.291	3.878
Price to sales ratio (PS)		3.810.775.538.656	1.565
Enterprise value to sales ratio (VS)	7.514.461.689.300	3.466.439.672.300	1.424
Precio de la acción de SACI Falabella mediante valoración por múltiplos a Sep-17			3.887
Precio de la acción de SACI Falabella a Sep-17			6.242

Con lo anterior, se determinó un precio objetivo de la acción de Falabella de \$3.887 por acción a sept-17, inferior en un 38% al precio real observado para la compañía a igual fecha. Uno de los factores que explicaría esta diferencia en el precio obtenido, es la determinación de empresas comparables, ya que si bien pertenecen al mismo sector industrial, las unidades generadoras de flujo principales difieren respecto al segmento de negocio. En el caso de Cencosud, el principal negocio corresponde al segmento de supermercados, y en el caso de Ripley Corp. al segmento financiero (bancario).

Al realizar el ejercicio de utilizar sólo los múltiplos que generalmente se emplean para valorar empresas de retail, según lo expuesto por el académico Pablo Fernández, es decir, los múltiplos de PER y EV/Ebitda, el precio calculado a través de estos dos múltiplos sería de \$ 5.698 por acción, es decir solo un 8,7% bajo el precio real a sept-17. No obstante, es esperable un sesgo en la valorización a través de este método, debido a la menor precisión derivada de la dificultad de encontrar empresas comparables que presenten estructuras similares a la firma valorada.

8. Conclusiones

En el presente trabajo, se realizó una estimación del valor de la compañía SACI Falabella, uno de los retailers más importantes en Chile y Sudamérica, a través de dos métodos de valoración utilizados comúnmente, estableciendo lo siguiente.

El precio de la acción de SACI Falabella calculado a través del método de comparables, difiere significativamente al valor real observado al cierre de sept-17 (-38%). Lo anterior, obedece a la dificultad para encontrar empresas comparables que mantengan estructuras de negocios similares, tanto en su operación, segmento de negocio y países en que participa.

El precio de la acción obtenido a través del método de flujo de caja descontado, correspondiente a \$6.209 difiere marginalmente del precio real observado al cierre de sept-17 (-1%). Lo anterior permite establecer que el mercado valora correctamente la acción de SACI Falabella, debido principalmente al amplio acceso de información que da la compañía, y el conocimiento que el mercado tiene de esta, así como también por el respaldo de su trayectoria y sus accionistas. Es necesario mencionar que el resultado obtenido se basa en los supuestos planteados y en la determinación de la tasa WACC.

9. Bibliografía

- Maquieira V. Carlos, “Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica”, 2008.
- Presentación de Resultados 3Q 2017, s.f., recuperado de <https://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Presentaciones>
- PPT Corporativa Agosto 2017, s.f., recuperado de <https://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Presentaciones>
- Estados Financieros Septiembre 2017, recuperado de <https://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Informacion-Financiera>
- Memoria Anual, s.f., recuperado de <http://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90749000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABY8AAG&vig=VI&control=svs&pestanía=49>
- S.A.C.I Falabella Informe de Clasificación, Agosto 2017, recuperado de <http://www.feller-rate.cl/general2/corporaciones/falabella1708.pdf>
- S.A.C.I Falabella, Corporates, Retailing / Chile, recuperado de <https://www.fitchratings.com/site/re/899203>
- Global Retail Development Index, The Age of Focus, recuperado de <https://www.atkearney.com/global-retail-development-index/rankings>

- Las Potencias Globales del Comercio Detallista 2017, El Arte y Ciencia de los Clientes, s.f., recuperado de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/mx/Documents/consumer-business/Global-Powers-of-Retailing-2017-Espa.pdf>
- Cencosud, Presentación Corporativa 3Q17, s.f. recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/eventos-y-presentaciones/presentaciones/default.aspx>
- Cencosud, Reportes Trimestrales, Estados Financieros, s.f. recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>
- Ripley, Presentaciones Especiales, Credicorp Capital XV Andean Conference Presentation – Lima (Inglés), s.f., recuperado de <http://www.ripleychile.com/inversionistas/informacion-inversionistas/presentaciones-especiales/2017pe>
- Ripley, resultados Trimestrales, 4Q 2017, s.f., recuperado de <http://www.ripleychile.com/inversionistas/informacion-inversionistas/resultados-trimestrales/2017rt>
- Grupo Exito, informe de resultados 3T2017, s.f., recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/informacion-financiera>

10. Anexos

Anexo N° 1: Detalle de inversiones SACI Falabella próximos 4 años.

	2018	2019	2020	2021
Centros Comerciales	3	2	2	1
Tiendas	23	28	29	28
Total de inversión (MMUS\$)	984	996	975	989
Total de Inversiones en MUF Sep-2018	23.508	23.795	23.293	23.628

Fuente: Elaboración propia en base a presentación de inversiones próximos 4 años de Falabella.

Anexo N° 2: Superficie promedio por segmento de negocio

Negocio no Bancario	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Promedio
	m ²					
Chile						
Tiendas por departamento	6.544	6.821	6.826	6.961	7.064	6.843
Mejoramiento para el hogar	8.207	8.250	8.289	8.375	8.393	8.303
Supermercados	3.670	3.518	3.435	3.395	3.329	3.469
Bienes Inmobiliarios	58.435	56.440	57.240	57.720	59.885	57.944
Perú						
Tiendas por departamento	6.317	6.209	6.060	6.102	6.102	6.158
Mejoramiento para el hogar	7.491	6.519	6.551	6.638	6.638	6.767
Supermercados	4.008	3.710	3.654	3.654	3.697	3.745
Argentina						
Tiendas por departamento	7.364	7.452	7.550	7.555	7.568	7.498
Colombia						
Tiendas por departamento	8.841	8.567	8.447	8.377	8.471	8.540
Brasil						
Mejoramiento para el hogar	2.109	2.122	2.460	2.650	2.825	2.433
Total de m² Superficie de venta	112.985	109.607	110.511	111.425	113.972	111.700

Fuente: Elaboración Propia

Anexo N° 3: Detalle y proyección de locales de venta

N° de locales Negocio no Bancario	sept-17		2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chile								
Tiendas por departamento	45	9%	45	47	50	53	55	58
Mejoramiento para el hogar	87	18%	87	91	96	102	107	112
Supermercados	63	13%	63	66	70	74	77	81
Perú								
Tiendas por departamento	29	6%	29	30	32	34	36	37
Mejoramiento para el hogar	56	12%	56	59	62	65	69	72
Supermercados	61	13%	61	64	67	71	75	78
Argentina								
Tiendas por departamento	11	2%	11	12	12	13	13	14
Otros negocios y eliminaciones	8	2%	8	8	9	9	10	10
Colombia								
Tiendas por departamento	26	5%	26	27	29	30	32	33
Otros negocios y eliminaciones	38	8%	38	40	42	44	47	49
Brasil								
Mejoramiento para el hogar	56	12%	56	59	62	65	69	72
Numero de locales totales	480	100%	480	503	531	560	588	616
Apertura de nuevos locales según plan de inversión de la compañía				23	28	29	28	28

N° de locales Negocio Inmobiliario	sept-17		2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chile								
Mall Plaza	16	39%	16	17	18	19	19	20
Open Plaza	10	24%	10	11	11	12	12	12
Perú								
Mall Plaza	3	7%	3	3	3	4	4	4
Open Plaza	11	27%	11	12	12	13	13	13
Colombia								
Mall Plaza	1	2%	1	1	1	1	1	1
Numero de locales totales	41	100%	41	44	46	48	49	50
Apertura de nuevos mall según plan de inversión de la compañía				3	2	2	1	1

Fuente: Elaboración propia.

Anexo N° 4: Estructura negocio bancario.

Negocio Bancario	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Promedio
	%	%	%	%	%	%
Ingreso Financiero Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Ingresos por intereses y reajustes	80%	81%	78%	76%	77%	77%
Ingresos por Comisiones	20%	19%	22%	24%	23%	23%
Chile	48%	48%	45%	44%	44%	44%
Ingresos por intereses y reajustes	89%	91%	88%	89%	89%	89%
Ingresos por Comisiones	11%	9%	12%	11%	11%	11%
Perú	32%	31%	37%	36%	35%	36%
Ingresos por intereses y reajustes	74%	74%	74%	76%	76%	75%
Ingresos por Comisiones	26%	26%	26%	24%	24%	25%
Colombia	20%	21%	19%	20%	22%	20%
Ingresos por intereses y reajustes	66%	68%	63%	50%	55%	56%
Ingresos por Comisiones	34%	32%	37%	50%	45%	44%

Fuente: Elaboración Propia

Anexo N° 5: Detalle de colocaciones brutas Banco Falabella

Colocaciones (MUF)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Promedio últimos años
Cartera Bruta	51.528	53.249	55.258	58.710	60.043	4%
Provisión	2.023	2.383	2.474	2.858	2.977	
Cartera Neta	49.505	50.867	52.785	55.852	57.066	
Crecimiento cartera Bruta	-	3%	4%	6%	2%	

Fuente: Elaboración Propia con información de análisis razonado

Anexo N° 6: Indicadores sobre cartera bruta Banco Falabella

Índices sobre cartera Bruta	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Promedio últimos años
Ingresos por intereses y reajustes / Cartera Bruta	16,2%	18,3%	17,3%	17,4%	17,6%	17%
Ingresos por Comisiones / Cartera Bruta	2,0%	1,9%	2,4%	2,2%	2,3%	2%

Fuente: Elaboración Propia con información de análisis razonado

Anexo N° 7: Costo por metro cuadrado por país y segmento de negocio

Negocio no Bancario	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Promedio
	MUF/m ²					
Chile						
Tiendas por departamento	-0,130	-0,120	-0,117	-0,122	-0,085	-0,120
Mejoramiento para el hogar	-0,078	-0,077	-0,076	-0,075	-0,054	-0,075
Supermercados	-0,101	-0,103	-0,100	-0,097	-0,072	-0,100
Bienes Inmobiliarios	-0,002	-0,002	-0,002	-0,002	-0,001	-0,002
Perú						
Tiendas por departamento	-0,101	-0,107	-0,099	-0,090	-0,063	-0,096
Mejoramiento para el hogar	-0,049	-0,034	-0,048	-0,042	-0,032	-0,043
Supermercados	-0,096	-0,102	-0,101	-0,088	-0,064	-0,095
Argentina						
Tiendas por departamento	-0,087	-0,076	-0,088	-0,062	-0,047	-0,075
Colombia						
Tiendas por departamento	-0,024	-0,025	-0,020	-0,019	-0,0119	-0,0208
Brasil						
Mejoramiento para el hogar	-0,025	-0,046	-0,031	-0,029	-0,022	-0,032

Fuente: Elaboración Propia

Anexo N° 8: Indicadores sobre cartera bruta Banco Falabella

Indicadores sobre cartera Bruta	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Promedio últimos años
Costos por intereses y reajustes / Cartera Bruta	-5,9%	-5,9%	-4,9%	-4,7%	-3,8%	-5%
Costos por Comisiones / Cartera Bruta	-0,8%	-0,9%	-1,0%	-1,1%	-1,1%	-1%

Fuente: Elaboración Propia con información de análisis razonado

Anexo N° 9: Composición de gastos financieros

Cifras en MUF	2017	2018	2019	2020	2021	2022+
Amortizaciones próximos años	25.183	19.847	12.444	10.105	6.631	65.940
Plan de Inversiones	-	23.508	23.795	23.293	23.628	23.628

Tasa de Costos Financieros (%)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Tasa Promedio
Costo Financiero / Deuda Financiera	-4%	-4%	-5%	-5%	-4%	-4%

Fuente: Elaboración propia.

Anexo N° 10: Composición gasto en riesgo v/s cartera bruta e ingresos financieros

Tasa de gasto en riesgo (%)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Tasa Promedio
Gasto en riesgo / Cartera Bruta	-7%	-7%	-8%	-9%	-8%	-8%
Gasto en riesgo / Ingresos financieros	-19%	-16%	-18%	-21%	-25%	-20%

Fuente: Elaboración propia.

Anexo N° 11: Estructura de Gastos de Administración y Ventas

Estructura de GAV's (%)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Tasa Promedio
Remuneraciones y gastos del personal	-15%	-15%	-15%	-14%	-14%	-15%
Gastos de Administración	-18%	-18%	-18%	-18%	-19%	-18%
Depreciaciones y amortizaciones	-3%	-3%	-3%	-2%	-3%	-3%
Otros gastos operacionales	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%

Fuente: Elaboración propia.

Anexo N° 12: Tasas de impuestos en Chile

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Tasa de Impuestos de Chile	25%	27%	27%	27%	27%	27%

Fuente: Elaboración propia con datos del Servicio de Impuestos Internos.