



**VALORACIÓN FALABELLA S.A. MEDIANTE EL
MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS AL 30
DE JUNIO DE 2021**

VALORACIÓN PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: YAIR MAGENDZO ROSENBERG

Profesor Guía: CARLOS MAQUIEIRA Y FRANCISCO SÁNCHEZ

Santiago, MARZO 2022

CUADROS, GRÁFICOS, ILUSTRACIONES.....	5
RESUMEN EJECUTIVO.....	9
1. METODOLOGÍA.....	10
1.1. Principales métodos de valoración.....	10
1.1.1. Método de flujos de caja descontados.....	10
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	14
2.1. Descripción de la empresa.....	14
2.1.1. Antecedentes y Reseña Histórica.....	14
2.1.2. Principales accionistas.....	21
2.1.3. Filiales.....	22
2.2. Descripción de la industria.....	23
2.2.1. Estado actual.....	23
2.2.2. Regulación y fiscalización.....	23
2.2.3. Empresas comparables.....	24
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	27
3.1. Deuda financiera.....	27
3.2. Patrimonio económico.....	30
3.3. Valor económico de la empresa.....	32
3.4. Estructura de capital objetivo.....	33
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL.....	35
4.1. Costo de la deuda.....	35
4.2. Beta de la deuda.....	37

4.3.	Estimación del beta patrimonial	38
4.4.	Beta patrimonial sin deuda.....	39
4.5.	Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	39
4.6.	Costo patrimonial.....	40
4.7.	Costo de capital.....	40
5.	ANÁLISIS DEL NEGOCIO	40
5.1.	Análisis de crecimiento de la empresa	40
5.2.	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	46
5.2.1.	Costos Operacionales.....	46
5.2.2.	Gastos de Administración	52
5.3.	Análisis del resultado no operacional de la empresa	54
5.4.	Análisis de márgenes de la empresa.....	57
5.5.	Análisis de los activos de la empresa	59
5.5.1.	Activos operacionales y no operacionales	59
5.5.2.	Capital de trabajo operativo neto (CTON).....	61
5.5.3.	Inversiones.....	63
5.6.	Análisis de crecimiento de la industria.....	66
6.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	76
6.1.	Ingresos operacionales proyectados	76
6.2.	Costos y Gastos operacionales proyectados	79
6.2.1.	Costo de Venta	79
6.2.2.	Gasto de Administración y Venta	83
6.2.3.	Otros Costos y Gastos Operacionales	85
6.2.4.	Depreciación y Amortización	86

6.3.	Resultado no operacional proyectado	87
6.4.	Impuesto corporativo proyectado.....	90
6.5.	Estado de resultados proyectado en miles de UF (o miles de dólares).....	90
6.6.	Estado de resultados proyectado porcentual	92
7.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	95
7.1.	Inversión en Reposición.....	95
7.2.	Nuevas Inversiones en Capital	96
7.3.	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	97
7.4.	Valor Terminal	97
7.5.	Flujo de caja libre proyectados	98
8.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	99
8.1.	Valor Presente de los flujos de caja libre.....	99
8.2.	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	99
8.3.	Activos prescindibles y otros activos	100
8.4.	Valorización económica de la empresa	101
8.5.	Análisis de Sensibilidad.....	103
9.	CONCLUSIONES	107
10.	BIBLIOGRAFÍA	110
11.	ANEXO.....	112

CUADROS, GRÁFICOS, ILUSTRACIONES

Cuadro 2.1: Ingreso y EBITDA por país y rubro al 30 de junio de 2021	17
Cuadro 2.2: Activos, EBITDA e Ingresos Almacenes Éxito S.A.	24
Cuadro 2.3: Activos, EBITDA e Ingresos Ripley Corp. S.A.	25
Cuadro 3.1: Deuda Financiera Falabella S.A.	28
Cuadro 3.2: Patrimonio Económico Falabella S.A.	30
Cuadro 3.3: Valor Económico Falabella S.A.	33
Cuadro 3.4: Estructura de Capital 2016-2021	33
Cuadro 3.5: Estructura de Capital Objetivo	34
Cuadro 4.1: Costo de Capital Falabella S.A.	35
Cuadro 4.2: Bonos Nacionales	36
Cuadro 4.3: Bonos Internacionales	37
Cuadro 4.4: Resumen Regresiones Lineales Beta con deuda histórico	38
Cuadro 5.1: Ingresos Falabella S.A. 2016-2021 en Miles de UF	41
Cuadro 5.2: Ingresos no bancarios vs. Bancarios en Miles de UF	45
Cuadro 5.3: Costos Bancarios vs. No Bancarios en Miles de UF	46
Cuadro 5.4: Otros Ingresos/Costos Operacionales	47
Cuadro 5.5: Desglose de Costos por País y Segmento en Miles de UF	48
Cuadro 5.6: Gastos de Administración	53
Cuadro 5.7: Costos de Distribución Negocio No Bancario	54
Cuadro 5.8: Gasto no Operacional en Miles de UF	55
Cuadro 5.9: Márgenes de Falabella. S.A. en Miles de UF	57
Cuadro 5.10: Márgenes Falabella S.A.	58
Cuadro 5.11: Clasificación de Activos	60
Cuadro 5.12: Capital de Trabajo Operativo Neto	62
Cuadro 5.13: Inversiones	63
Cuadro 5.14: Plan de Inversión Falabella S.A. 2021-2023	64
Cuadro 5.15: Nuevas Tiendas 2021-2023	65

Cuadro 5.16: Crecimiento de los segmentos	66
Cuadro 5.17: Estacionalidad Semestral Falabella S.A.	70
Cuadro 5.18: Colocaciones y Crecimiento Colocaciones Industria Bancaria de Chile	72
Cuadro 5.19: Ingresos de los 3 bancos más grandes de Perú.....	73
Cuadro 5.20:Crecimiento Ingresos de los 3 bancos más grandes de Perú	73
Cuadro 5.21: Ingresos de los 3 bancos más grandes de Colombia	73
Cuadro 5.22: Crecimiento en los Ingresos de los 3 bancos más grandes de Colombia.....	74
Cuadro 5.23: Activos por Segmento del Negocio Bancario de Falabella S.A.	74
Cuadro 6.1: Crecimiento Promedio Retail.....	76
Cuadro 6.2: Crecimiento del Ingreso por Nuevas Tiendas en Falabella S.A.	77
Cuadro 6.3: Proyección Ingresos Falabella S.A.	78
Cuadro 6.4: Proyección Ingresos totales Negocio no Bancario y Bancario	79
Cuadro 6.5: Porcentaje Promedio por Segmento de Costo de Venta sobre Ingreso por Ventas Falabella S.A.....	80
Cuadro 6.6: Porcentaje Promedio de Costo de Venta sobre Ingreso por Venta en el Retail de Falabella S.A.....	81
Cuadro 6.7: Costo por venta total generado por las nuevas tiendas en Falabella S.A.....	81
Cuadro 6.8: Costo de Venta Proyectado por Segmento y País	82
Cuadro 6.9: Costo de Venta Total Proyectado para Falabella S.A.	83
Cuadro 6.10: Porcentaje Promedio Gasto de Administración y Venta sobre Ingresos de Falabella S.A.....	84
Cuadro 6.11: Gastos de Administración y Venta proyectados para Falabella S.A.	85
Cuadro 6.12: Proyección de Otros Costos, Gastos e Ingresos del Negocio Bancario Falabella S.A.....	86
Cuadro 6.13: Proyección de Costos de Distribución del Negocio no Bancario en Falabella S.A.....	86
Cuadro 6.14: Porcentaje Promedio de Depreciación sobre Ingresos Falabella S.A.....	87
Cuadro 6.15: Proyección de Depreciación y Amortización para Falabella S.A.....	87

Cuadro 6.16: Porcentaje Promedio de resultado no operacional sobre ingresos en Falabella S.A.	88
Cuadro 6.17: Proyección Resultado no Operacional de Falabella S.A.	89
Cuadro 6.18: Proyección Impuesto Corporativo de Falabella S.A.	90
Cuadro 6.19: Proyección Estado de Resultados negocio no bancario en Falabella S.A.	91
Cuadro 6.20: Proyección Estado de Resultados negocio bancario en Falabella S.A.	92
Cuadro 6.21: Proyección Estado de Resultados porcentual negocio no bancario en Falabella S.A.	93
Cuadro 6.22: Proyección Estado de Resultados porcentual negocio bancario en Falabella S.A.	94
Cuadro 7.1: Proyección del Flujo de Caja Libre.....	95
Cuadro 7.2: Valor Terminal.....	98
Cuadro 8.1: Valor Presenta de los Flujos de Caja Libre.....	99
Cuadro 8.2: Déficit de Capital de Trabajo Operativo Neto.....	100
Cuadro 8.3: Activos Prescindibles.....	101
Cuadro 8.4: Valor Económico de Falabella S.A.	101
Cuadro 8.5: Análisis de Sensibilidad Ingresos Bancarios vs Costo de Capital.....	104
Cuadro 8.6: Análisis de Sensibilidad Ingresos No Bancarios vs Costo de Capital	104
Cuadro 8.7: Análisis de Sensibilidad del Total de Ingresos vs Costo de Capital	105
Cuadro 8.8: Mínimo, Máximo y Rango Análisis de Sensibilidad	106
Gráfico 2.1: Peso de Ingreso y EBITDA por país (%)	19
Gráfico 2.2: Porcentaje Ingreso y EBITDA por Rubr.....	20
Gráfico 2.3: Margen EBITDA por Rubro.....	21
Gráfico 3.1: Valor IGPA vs precio acción de Falabella S.A.	32
Gráfico 5.1: Porcentaje de los ingresos por país del total de ingresos	42
Gráfico 5.2: Porcentaje de los ingresos por segmento del total de ingresos	44
Gráfico 5.3: % costo de venta por país	49
Gráfico 5.4: % costo por venta por segmento	50

Gráfico 5.5: % Costo sobre Ingresos por País en Falabella S.A.	51
Gráfico 5.6: % Costo sobre Ingresos por Segmento en Falabella S.A.....	52
Gráfico 8.1: Precio de la acción de Falabella S.A. desde junio de 2020 a septiembre de 2021	103
Ilustración 2.1: Estructura Corporativa Falabella S.A.	22

RESUMEN EJECUTIVO

El siguiente informe tiene por objetivo calcular el precio de la acción de Falabella S.A. al 30 de junio de 2021. La metodología utilizada es la de flujos de caja descontados. Para poder desarrollar la valoración primero se hace un análisis de la empresa y la industria. Se encuentra que Falabella S.A. participa de 5 industrias: tiendas por departamento; mejoramiento del hogar y materiales para la construcción; supermercados; bienes inmobiliarios; y negocio bancario. La organización cuenta al día de hoy con más de 500 tiendas y sucursales en todo Latinoamérica.

Luego, se procede a calcular el costo de capital promedio ponderado (WACC). Para esto se utiliza una estructura de capital histórica de B/V 41,32% y P/V 58,68%. En cuanto a la estructura de capital objetivo, esta fue calculada utilizando el promedio de los últimos 5 años. Se llega a un B/V de 33,09% y un P/V de 66,91%. Siguiendo, se estima el costo de la deuda utilizando el costo del bono serie S a la fecha que es de 3,15%. En cuanto a la tasa libre de riesgo, esta es de 1,22% y la prima por riesgo de mercado es de 6,20%. Luego, se regresionan los retornos de Falabella contra el mercado para obtener el beta con deuda histórico de 1,28. Con estos datos se calcula el beta de la deuda (0,17), el beta sin deuda (0,90), el beta con deuda objetivo (1,17) y el costo del patrimonio (8,47%). Finalmente, se obtiene un costo de capital promedio ponderado de 6,43%.

Terminado lo anterior, se procede a analizar el negocio, proyectar el estado de resultados, y proyectar el flujo de caja libre. Con esto se llega a un precio estimado de la acción de 3.139 CLP que es un 2,95% menor a los 3.234 CLP que costaba la acción en el mercado a la fecha de valoración. La principal hipótesis de que el precio estimado sea menor al de mercado tiene tres factores. Primero, las expectativas de inflación a la fecha no eran tan altas. Segundo, no había tanto ruido político. Tercero, las fuertes expectativas de recuperación económicas provocadas por la avanzada vacunación a la fecha.

1. METODOLOGÍA

1.1. 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) el descuento de flujos y, v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2000). 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 sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiples o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

1.1.1. 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 el flujo de caja y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2000; Maqueira y Espinosa, 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 (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *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 (Maquieira y Espinosa, 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 (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maqueira y Espinosa, 2019; Papelu *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) (Maqueira y Espinosa, 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 (Maqueira y Espinosa, 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, 2000).

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

2.1.1. Antecedentes y Reseña Histórica

Falabella S.A. es una compañía chilena fundada en 1889 por Salvatore Falabella. Luego, en 1937, se une a la compañía Alberto Solari transformando la empresa en una reconocida tienda de ropa. Posterior a eso, en 1958, Falabella comienza a vender sus primeros productos para el hogar transformándose en la primera tienda por departamento de Chile. Para 1980, Falabella lanza CMR, su propia tarjeta de crédito y la primera de este tipo en Chile. La década de los 90 fue muy importante para Falabella. En la primera parte abre el primer Mallplaza en La Florida. Además, logra comenzar operaciones en Argentina (1993), Colombia (1993) y Perú (1995). Luego, en 1996, Falabella abre su propiedad a la bolsa. Ya a finales de década, comienza a operar el Banco Falabella y Falabella.com. Estos últimos 20 años han sido un periodo de crecimiento de Falabella en todos sus segmentos y localidades. Es decir, estos 20 años se han caracterizado por las fusiones, adquisiciones y alianzas que le han permitido a Falabella posicionarse como líder en el mercado latinoamericano. Un hito importante fue la inclusión en el índice de sostenibilidad del Dow Jones en 2016. Hoy en día Falabella S.A. cuenta con una única clase de acciones que se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago. Las clasificadoras de riesgo S&P y Fitch califican con un BBB a Falabella, mientras que Feller-Rate le otorga un AA.

El objetivo de Falabella es “simplificar la vida de las personas en América Latina, transformando sus experiencias de compra. Para esto, estamos impulsando una profunda transformación cultural y una nueva manera de trabajar mirando a los próximos años, potenciando capacidades que ya son parte de nuestra propuesta de valor e incorporando otras nuevas. En este contexto, entendemos la necesidad de convertirnos en una organización más ágil y flexible, manteniendo nuestra tradición de tener al cliente y a nuestros colaboradores

siempre al centro de toda nuestra gestión. Esta constante transformación cultural que impulsamos está basada en vivir y promover nuestros valores y principios corporativos, los cuales son claves para el desarrollo de la estrategia de Ecosistema y constituyen el motor de nuestras acciones en el día a día.” (Falabella S.A., 2021).

Los principales segmentos en los que participa son:

1. **Tienda por departamento:** “Es la plataforma de retail más grande de Latinoamérica, con presencia a través de grandes tiendas, tanto físicas como online, donde comercializa productos para uso personal y del hogar, contando con fuertes marcas propias, marcas exclusivas internacionales, además de marcas locales y de segunda generación.” (Falabella S.A., 2021).
2. **Mejoramiento del hogar:** Es la principal compañía comercializadora de materiales de construcción y artículos para el mejoramiento del hogar de Latinoamérica. Ha desarrollado un modelo de negocio con distintos formatos de tiendas, tanto físicas como online, (Sodimac Homecenter, Sodimac Constructor, Imperial, Homy, Dicico, Sodimac Dicico y Maestro) para apoyar a sus clientes empresas, maestros especialistas y familias, en el desarrollo de sus proyectos. (Falabella S.A., 2021).
3. **Supermercados:** “Tottus comienza sus operaciones en Perú en 2002 y dos años después ingresa a Chile. Opera hipermercados, supermercados, Hiperbodega Precio Uno en Perú (formato de precios convenientes) y cuenta con una plataforma de e-commerce.” (Falabella S.A., 2021).
4. **Bienes Inmobiliarios:** “Falabella S.A. opera y administra centros comerciales en Chile, Perú y Colombia, a través de dos compañías:
 - Mallplaza, que opera en Chile, Perú y Colombia, es una de las principales cadenas de centros comerciales en Latinoamérica, gracias a su propuesta de valor integral, que combina compromiso con las comunidades, preocupación por el medio ambiente y un fuerte vínculo con la difusión de la cultura.

- Falabella Inmobiliario, que está presente en Chile (a través de Rentas Falabella) y Perú, opera centros comerciales de menor escala, con una atractiva oferta de tiendas anclas, tiendas menores y entretenimiento.” (Falabella S.A., 2021).
5. **Negocio Bancario:** “Con presencia en Chile, Perú, Colombia, Argentina y recientemente en México, Falabella Financiero es el mayor emisor de tarjetas de crédito de Chile y Perú. Entrega una propuesta integral que incluye crédito, servicios bancarios, seguros y viajes. Creada en 1980 con el objetivo de brindarle acceso al crédito a los clientes de la tienda por departamento ha evolucionado a una propuesta integral que incluye además servicios bancarios, seguros y viajes.” (Falabella S.A., 2021)

Gracias a su participación en estos cinco segmentos cuenta con más de 500 tiendas en todo Latinoamérica. Esto le permite ser la primera en posicionamiento en los segmentos de retail físico y mejoramiento del hogar en Chile, Perú y Colombia. En el cuadro 2.1, se presenta el desglose de los ingresos y una aproximación del EBITDA por rubro y país al 30 de junio de 2021. Se realiza una aproximación del EBITDA debido a que Falabella no entrega suficiente información como para poder obtener el valor exacto.

Cuadro 2.1: Ingreso y EBITDA por país y rubro al 30 de junio de 2021

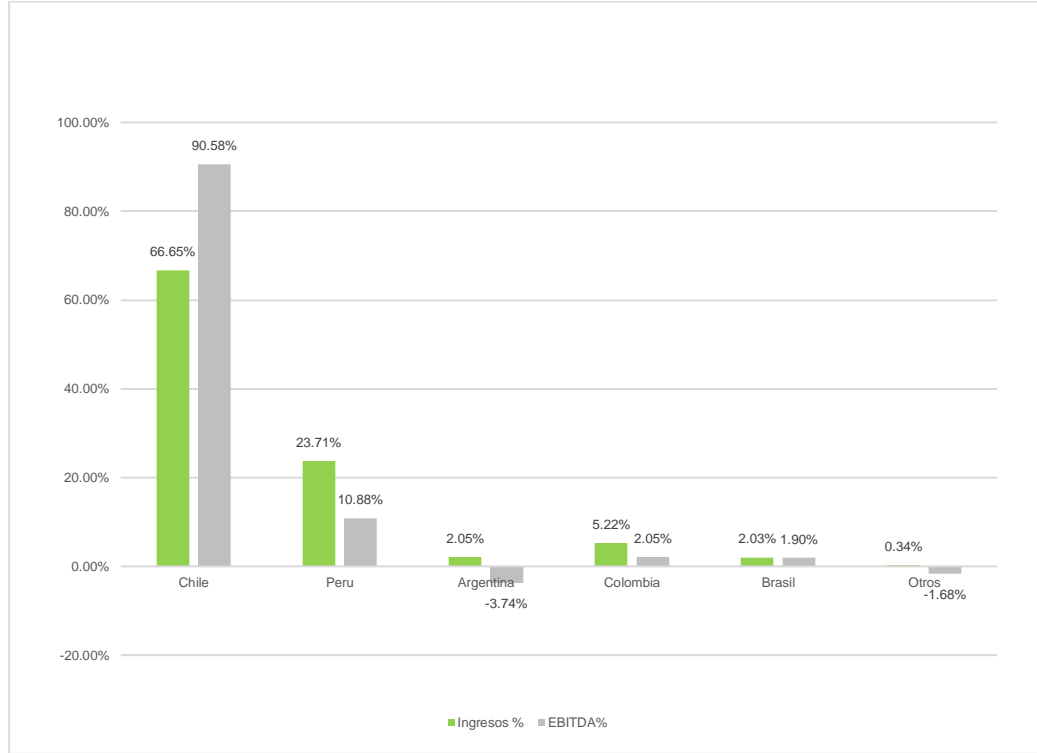
País y rubros donde opera	Ingresos en M UF	Ingresos %	EBITDA M UF	EBITD A%	Margen EBITDA
Chile	\$114.988	66,65%	\$20.417	90,58%	17,76%
Tiendas por Departamento Chile	\$30.431	17,64%	\$2.016	8,95%	6,63%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	\$52.095	30,20%	\$7.772	34,48%	14,92%
Supermercados Chile	\$15.768	9,14%	\$1.218	5,41%	7,73%
Bienes Inmobiliarios Chile	\$5.224	3,03%	\$3.714	16,48%	71,10%
Negocio Bancario	\$11.471	6,65%	\$5.696	25,27%	49,66%
Perú	\$40.899	23,71%	\$2.453	10,88%	6,00%
Tiendas por Departamento Perú	\$9.328	5,41%	\$502	2,23%	5,38%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	\$11.599	6,72%	\$1.049	4,66%	9,05%
Supermercados Perú	\$16.688	9,67%	\$735	3,26%	4,40%
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	\$588	0,34%	\$251	1,11%	42,67%
Negocio Bancario	\$2.695	1,56%	-\$85	-0,37%	-3,14%
Argentina	\$3.531	2,05%	-\$843	-3,74%	-23,89%
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción. Argentina	\$3.163	1,83%	-\$979	-4,34%	-30,95%
CMR Argentina	\$310	0,18%	\$48	0,21%	15,56%
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	\$57	0,03%	\$87	0,39%	152,10%
Colombia	\$9.008	5,22%	\$462	2,05%	5,13%
Tiendas por Departamento Colombia	\$5.346	3,10%	-\$94	-0,42%	-1,77%
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	\$435	0,25%	\$332	1,48%	76,37%
Negocio Bancario	\$3.227	1,87%	\$224	0,99%	6,94%
Brasil	\$3.508	2,03%	\$429	1,90%	12,23%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	\$3.508	2,03%	\$429	1,90%	12,24%
Otros Negocios y Eliminaciones Brasil	\$0	0,00%	\$0	0,00%	0,00%
Otros	\$581	0,34%	-\$378	-1,68%	-65,09%
Total	\$172.516	100,00%	\$22.540	100,00%	13,07%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A

A nivel de países, vemos que Chile es el que más pesa en los ingresos de la organización con un 66,65%. Los segmentos que más peso tienen en el país son los de tiendas por

departamento y mejoramiento del hogar con un 17,64% y 30,20% respectivamente. A nivel de EBITDA, Chile también es el país que más peso tiene. Sin embargo, las tiendas por departamento representan solamente un 8,95% del EBITDA total, mientras que mejoramiento del hogar representa un 34,48% seguido del negocio bancario con un 25,27% y bienes inmobiliarios con un 16,48%. Luego, los países que más peso tienen en el ingreso total son Perú y Colombia con un 23,71% y 5,22%, respectivamente. El rubro más importante en Perú es el de supermercados con un 9,67%, mientras que en Colombia son las tiendas por departamento con un 3,10%. A nivel de EBITDA, Perú representa el 10,88% siendo el mejoramiento del hogar el segmento que más peso tiene con un 4,66%. Por el lado de Colombia, este pesa un 2,05% debido a que las tiendas por departamento contribuyen negativamente al EBITDA total. Además, se observa que Argentina contribuye negativamente en el EBITDA dado el rendimiento negativo o casi cero en todos los segmentos en los que participa. Esto permite respaldar la decisión de salir de Argentina. En el gráfico 2.1 vemos un resumen del peso en los ingresos y en el EBITDA por país.

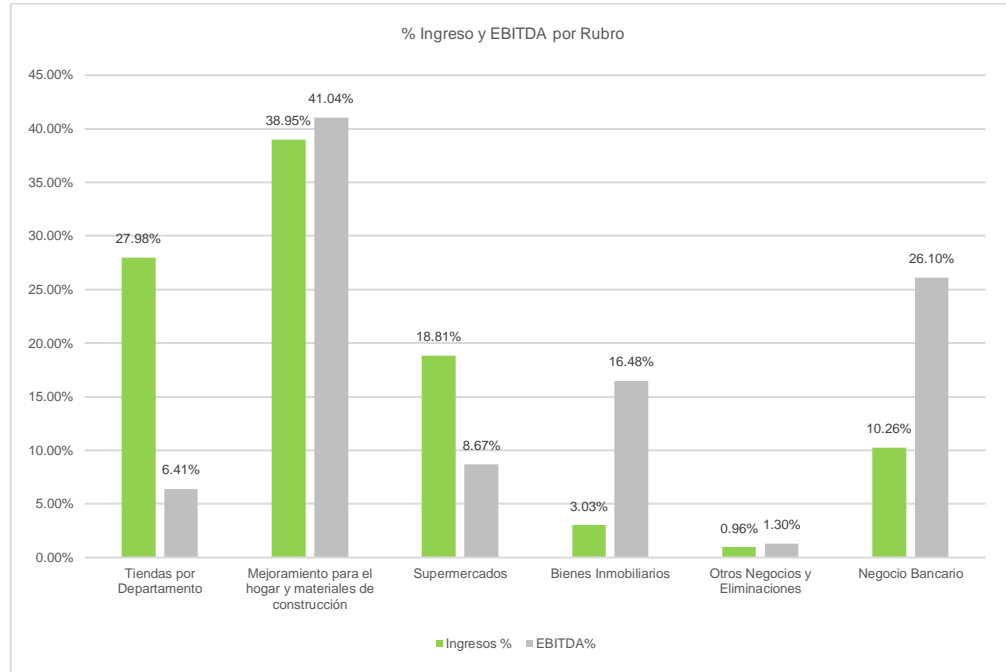
Gráfico 2.1: Peso de Ingreso y EBITDA por país (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

En el gráfico 2.2 vemos el resumen del peso en el ingreso y EBITDA de forma acumulada por rubro.

Gráfico 2.2: Porcentaje Ingreso y EBITDA por Rubro

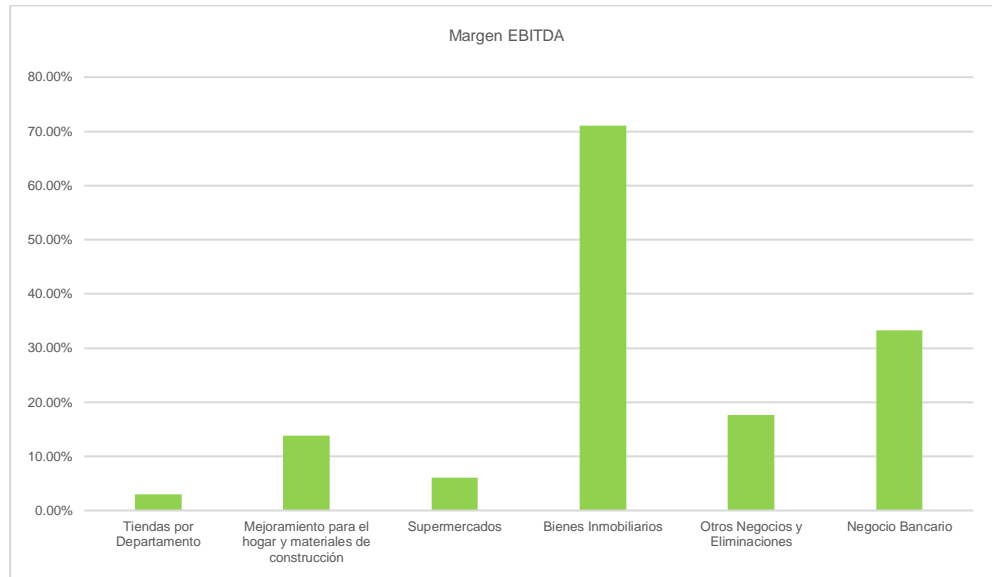


Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Del gráfico 2.1 se desprende que los segmentos que más pesan en los ingresos son mejoramiento del hogar, tiendas por departamento y supermercados. Mientras que a nivel de EBITDA las que más pesan son el Mejoramiento del hogar, negocio bancario y bienes inmobiliarios. Además, es relevante ver que el negocio bancario representa solo un 10,26% de los ingresos, pero un 26,10% del EBITDA total.

Por último, en el gráfico 2.3 se observa el margen EBITDA por segmento. Observamos que los bienes inmobiliarios y el negocio bancario son aquellos con mejores márgenes. Además, las tiendas por departamento tienen un margen EBITDA muy cercano a 0.

Gráfico 2.3: Margen EBITDA por Rubro



Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

2.1.2. Principales accionistas

Los principales accionistas de Falabella S.A. son la Familia Solari con un 54,82% y la Familia del Río Goudie con un 15,21%. Estas familias tienen un pacto por lo que entre ambas familias controlan un 70,03% de las acciones quedando solo un 29,97% a repartir entre accionistas minoritarios. La familia Solari se divide en 6 grupos: Auguri, Bethia, Corso, San Vitto, Liguria y Amalfi. Por el lado de la familia del Río Goudie, esta es solo el grupo Dersa. Finalmente, está el Banco de Chile (12,54%) y el Banco Santander (3,31%) quienes tienen una posición medianamente relevante en la propiedad. El 14,12% restante se divide entre accionistas minoritarios. Lo anterior se puede ver en el anexo 1 que presenta una ilustración de lo descrito anteriormente. El anexo 2 presenta un cuadro con las compañías y sociedades que tienen mayor porcentaje de acciones.

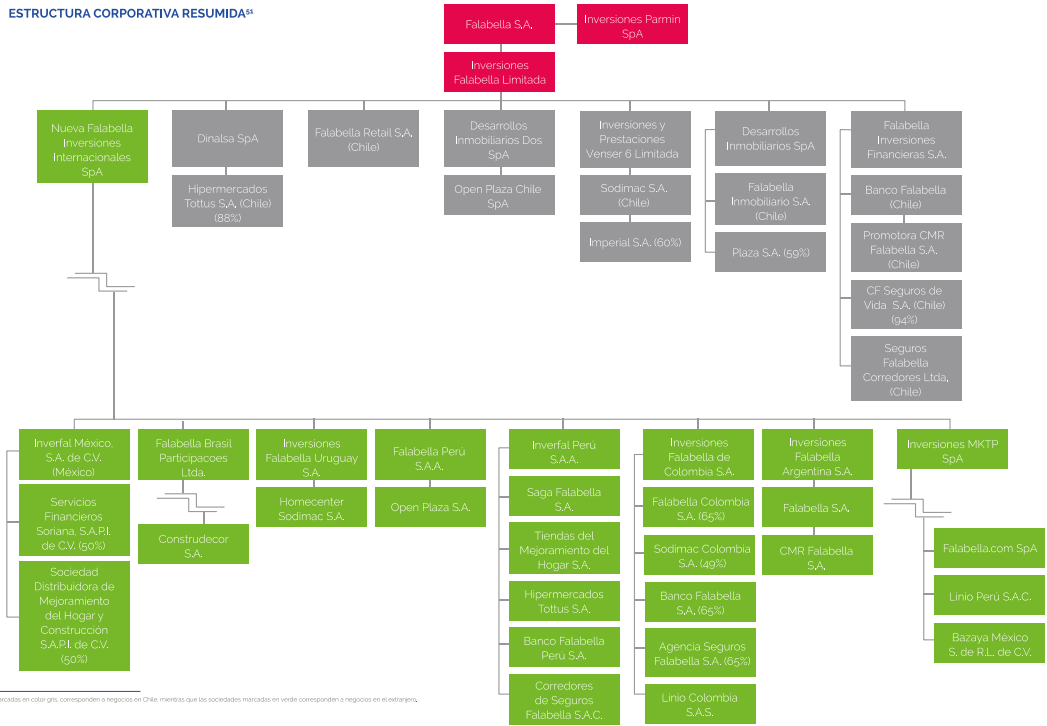
2.1.3. Filiales

En la ilustración 2.1 se muestra la estructura corporativa de Falabella S.A. y todas sus filiales.

Ilustración 2.1: Estructura Corporativa Falabella S.A.

228

ESTRUCTURA CORPORATIVA RESUMIDA¹⁴



Memoria Anual 2020

INNOVACION CORPORATIVA

229

Fuente: Memoria 2020 Falabella S.A.

2.2. Descripción de la industria

2.2.1. Estado actual

Falabella S.A. participa de cinco industrias que ya están consolidadas: Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar y Supermercados, Bienes Inmobiliarios y Negocio Bancario. Para facilitar la descripción del estado actual de estas industrias, las tres primeras se analizarán todas en conjunto como retail. El retail, en el 2020, sufrió una reducción de un 4,1% con respecto al 2019 en sus ventas. Se espera que para los siguientes años exista un crecimiento de entre 6% y 9% por año como consecuencia de la recuperación económica. Además, la industria se está enfrentando a desafíos de innovación y logística muy grandes como consecuencia de la pandemia. Será muy importante el desarrollo del e-commerce, buscar nuevos métodos de pago, entender las nuevas preferencias de consumo de los clientes y desarrollar sistemas logísticos que les permita tener canales omnipresentes.

En cuanto a los bienes inmobiliarios y el negocio bancario, estas industrias también se deberían ver favorecidas por la recuperación económica. Al igual que la industria del retail, existen nuevos desafíos relacionados a las nuevas tecnologías y preferencias de los consumidores. De esta forma, ambas industrias deberán seguir su proceso de modernización y digitalización con el fin de poder ofrecer nuevos y mejores productos, y cumplir con las expectativas y preferencias de los clientes.

2.2.2. Regulación y fiscalización

Falabella participa en una diversidad de industrias y negocios. Dado esto es que existen varias leyes y regulaciones que encuadran las operaciones de Falabella para poder asegurar un desempeño sano y ético. Las principales leyes y regulaciones en Chile son:

- Ley de protección del consumidor
- Ley General de Bancos

- Normativa de la CMF
- Normativa de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras
- Ley N°18.046 sobre Sociedades Anónimas
- Ley N°18.045 sobre Mercado de Valores

Para las filiales fuera de Chile, estas se rigen por las leyes y regulaciones del país de la operación.

2.2.3. Empresas comparables

Dos empresas fueron identificadas como comparables para Falabella S.A. Sin embargo, ninguna de estas logra competir en tamaño de la operación con Falabella. La primera es Almacenes Éxito S.A (IMI). Esta empresa, que transa sus acciones en la Bolsa de Valores de Colombia, es una retailer multimarca con presencia en Colombia, Argentina y Uruguay. Opera en 3 segmentos principales: Supermercados y tiendas por departamento Además, según Fitch la clasificación de riesgo local es de AAA. El cuadro 2.2 presenta la cantidad de activos, EBITDA e ingreso para Almacenes Éxito. Este último es desglosado por país y rubro.

Cuadro 2.2: Activos, EBITDA e Ingresos Almacenes Éxito S.A.

Almacenes Éxito	M UF
Activos	109.495
EBITDA	1.848
Ingreso	23.104
Por país	M UF
Colombia	17.406
Argentina	1.609
Uruguay	4.089
Por rubro	M UF
Supermercados	11.582
Tiendas de Departamento	11.522

Fuente: Elaboración propia a partir Eikon Thomson Reuters

Del cuadro anterior, vemos que la principal fuente de ingresos de Almacenes Éxito proviene de Colombia y Uruguay. Además, los rubros que más le reportan ingresos son los de Tiendas por Departamento y Supermercados. En comparación a Falabella, los ingresos totales, el EBITDA y los activos al 30 de junio de 2021 podemos concluir que la operación de Almacenes Éxito es bastante pequeña en comparación a la de Falabella.

La segunda empresa comparable es Ripley Corp. S.A. (RIPLEY). Esta empresa Chilena que transa sus acciones en la Bolsa de Comercio de Chile, opera principalmente en el segmento de las tiendas por departamento. Además, participa en el negocio bancario y en bienes inmobiliarios. Ripley opera principalmente en Chile y Perú. Moody's clasifica a Ripley como una compañía Ba3, mientras que Feller Rate le otorga una A y Fitch un BB. El cuadro 2.3 presenta la cantidad de activos, EBITDA e ingreso para Ripley. Este último es desglosado en país y rubro.

Cuadro 2.3: Activos, EBITDA e Ingresos Ripley Corp. S.A.

RIPLEY		M UF
Activos		115.150
EBITDA		1.203
Ingreso		15.421
Por país		M UF
Chile		9.219
Perú		3.460
Por rubro		M UF
Retail		12.898
Bienes Inmobiliarios		161
Banco		2.446
otros		-84

Fuente: Elaboración propia a partir Eikon Thomson Reuters

El cuadro 2.3 nos permite concluir que la operación de Ripley es mucho menor que la de Falabella. Además, la principal fuente de ingresos de Ripley proviene del retail. Sin embargo, en comparación a Falabella, el EBITDA de Ripley es muy bajo, solo 1.203 M UF.

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

La siguiente sección busca comprender las fuentes de financiamiento de la empresa, especialmente la deuda financiera y estimar la estructura de capital objetivo. La principal fuente de financiamiento de Falabella son los bonos corporativos. Estos se componen por 8 bonos vigentes emitidos a nivel nacional y 4 bonos emitidos a nivel internacional. El detalle de estos se encuentra en la sección 4.1.

3.1. Deuda financiera

La deuda financiera de Falabella es la suma de aquella proveniente del negocio no bancario y del negocio bancario. La primera se compone de cuatro principales cuentas: Préstamos Bancarios, Obligaciones con el público, Obligaciones por Arrendamientos Financieros y Otros Pasivos Financieros. La segunda, está compuesta por tres cuentas: obligaciones con bancos, instrumentos de deuda emitidos y otras obligaciones financieras. En el cuadro 3.1 vemos la descomposición de la deuda Financiera en Miles de UF:

Cuadro 3.1: Deuda Financiera Falabella S.A.

En Miles de UF	31-dic- 2016	31-dic- 2017	31-dic- 2018	31-dic- 2019	31-dic- 2020	30-jun- 2021
Deuda financiera corriente	40.690	31.146	20.250	18.609	24.441	17.652
Préstamos Bancarios	33.436	27.157	17.199	11.247	9.284	9.511
Obligaciones con el público	5.900	2.890	2.362	3.192	4.999	4.876
Obligaciones por Arrendamientos Financieros	667	485	254	2.928	2.750	2.693
Otros Pasivos Financieros	687	614	435	1.242	7.407	573
Deuda financiera no corriente	102.133	112.178	101.814	131.179	140.473	130.262
Préstamos Bancarios	27.870	30.212	18.130	19.354	29.217	19.127
Obligaciones con el público	67.991	74.114	77.145	76.606	81.777	80.706
Obligaciones por Arrendamientos Financieros	3.406	2.822	1.932	31.804	29.363	28.846
Otros Pasivos Financieros	2.866	5.030	4.608	3.415	115	1.582
Deuda Financiera Exclusiva Negocio Bancario	19.972	16.952	32.098	31.807	21.372	29.535
Obligaciones con Bancos	4.430	3.037	18.522	19.328	11.734	20.263
Instrumentos de Deuda Emitidos	10.019	9.040	9.726	9.321	7.067	6.954
Otras Obligaciones Financieras	5.523	4.875	3.850	3.158	2.571	2.318
Total deuda financiera	162.795	160.277	154.163	181.595	186.286	177.449

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

En cuanto a la deuda financiera corriente del negocio no bancario esta representa en promedio un 15,15% de la deuda financiera total aunque en el último periodo representó solo un 9,95%. La principal cuenta es la de Préstamos Bancarios la cual representa hoy un 53,88% de la deuda financiera de corto plazo. Sin embargo, se observa una fuerte disminución en su valor a través de los años. Pasa de ser casi un 87% de la cuenta en 2016-2018 a ser un 53,88% de esta. Por otro lado, las obligaciones con el público han aumentado llegando a representar el 27,62% de esta cuenta. Además, como consecuencia de la aplicación del NIIF 16 en el año 2019 que exige reconocer pasivos por los arrendamientos financieros, existe un fuerte incremento en Obligaciones por arrendamiento financiero que pasó de representar un 1% en

2016-2018 a un promedio de 14,08% en los periodos siguientes. Para otros pasivos financieros, estos tienen un fuerte incremento en 2020 pasando de ser casi un 2% en 2016-2018 a ser un 30% del total. Al 30 de junio de 2021 estos vuelven a disminuir representando un 3,24%.

En el caso de la deuda financiera no corriente del negocio no bancario, esta representa en promedio un 69,97% del total llegando a un 73,41% en el último periodo. La cuenta más importante es la de Obligaciones con el público la cual representa un 61,96% del total. Por otro lado, las obligaciones por arrendamientos y préstamos bancarios representan un 22,14% y 14,68%, respectivamente. En el caso de los Otros pasivos financieros esta cuenta es bastante pequeña y representa en promedio un 2,62%. En comparación a la deuda financiera corriente, la deuda no corriente ha ido aumentando su valor y su peso en la deuda financiera justificado en el aumento de los arrendamientos financieros y las prioridades por el financiamiento de largo plazo.

Sumado a lo anterior, la deuda financiera del negocio bancario ha crecido con respecto a 2016 a pesar de que el peso en la deuda financiera total se ha mantenido estable. Hoy la cuenta representa un 16,64% mientras que el promedio para 2016-2021 es de 14,88%. La principal cuenta es la de obligaciones con bancos que es un 68,61% para el último periodo. Siguiendo, están los instrumentos de deuda emitidos y otras obligaciones financieras. Estas cuentas que representan un 23,55% y 7,85% del total de la deuda del negocio bancario respectivamente. Ambas cuentas han ido disminuyendo su valor en el paso de los años.

Por último, la deuda financiera total fue aumentando su valor hasta 2020. Sin embargo, en 2021 el valor ha disminuido un poco justificado por la recuperación económica que se ha vivido en 2021. En cuanto a la deuda financiera del negocio no bancario, este valor aumentó para 2020 por el impacto que tuvieron tanto el Estallido Social en Chile y la pandemia del COVID-

19 en las operaciones de la empresa. Esto obligó a aumentar el nivel de endeudamiento aunque, para el último periodo este valor volvió a niveles del periodo 2016-2018.

3.2. Patrimonio económico

Falabella cuenta con una clase de acciones que se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago. El número de acciones fue obtenido directamente de los Estados Financieros de Falabella. El 2 de octubre de 2018 se hizo oficial el aumento de capital de Falabella por \$505.188.141.300 CLP con lo cual se emitieron 83.330.000 nuevas acciones lo que explica el aumento en el número de acciones desde 2017 a 2018. El precio de la acción fue obtenido desde Eikon Thomson Reuters. En el cuadro 3.2 se presenta la evolución del patrimonio económico de Falabella.

Cuadro 3.2: Patrimonio Económico Falabella S.A

En Miles de UF	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Número de acciones	2.434.465.103	2.434.465.103	2.508.844.629	2.508.844.629	2.508.844.629	2.508.844.629
Precio de la acción en CLP	5029	5907	4915	3178	2598	3234
Total patrimonio económico	469.718	542.426	452.181	284.642	226.636	276.042

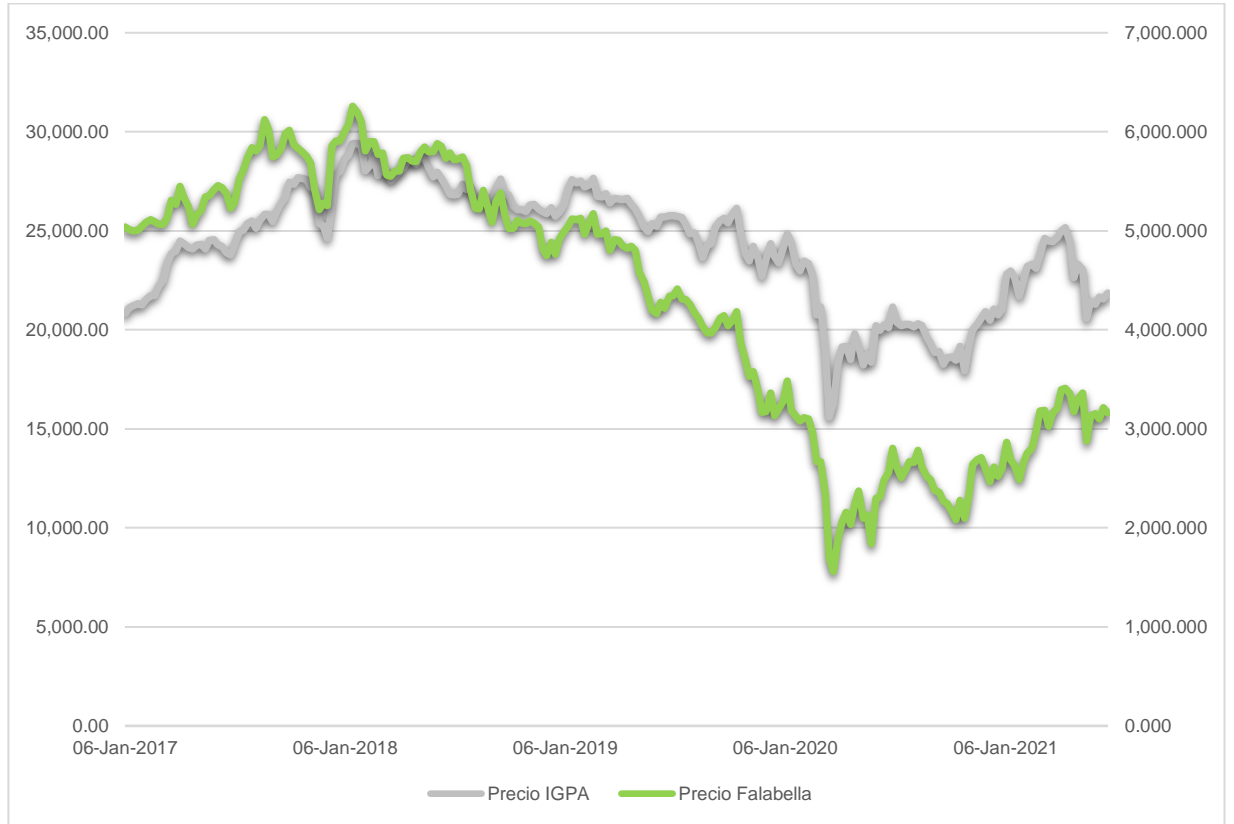
Fuente: Elaboración propia a partir Eikon Thomson Reuters y Estados Financieros de Falabella S.A.

Del cuadro anterior podemos observar que el patrimonio económico de Falabella ha disminuido en casi un 50% desde el 2017 hasta marzo de 2021 pasando de 542.426 M UF a 278.847 M UF. La causa de esto es la disminución del precio de la acción de Falabella. En el gráfico 3.1 podemos observar que el precio de la acción de Falabella se ha visto afectado igual que el mercado. En cuanto a factores macroeconómicos, en 2018 el mercado chileno, al igual que Falabella, se ve afectado por la guerra comercial entre China y Estados Unidos haciendo que el mercado en general se haya visto afectado. Además, a esto se le suma la fuerte disminución en el periodo 2019-2020 a causa del Estallido Social y de los efectos del Covid-

19. Sumado a lo anterior, Falabella ha tenido un rendimiento operativo menor al esperado reflejado en la fuerte disminución de su resultado operacional.

A pesar de lo mencionado anteriormente, podemos ver señales de recuperación en este 2021 que permite ver el precio de la acción a niveles de final de 2019. Una de las noticias que impactó positivamente en el mercado fue la salida de Falabella de Argentina dado que la operación en este país viene hace años entregando resultados negativos. Por otro lado, se espera que Falabella aumente su presencia en el e-commerce a nivel regional en los próximos años. Finalmente, la mejora en cuanto a temas sanitarios provocados por la vacunación, también justifican el aumento en el precio de la acción de Falabella en el último periodo.

Gráfico 3.1: Valor IGPA vs precio acción de Falabella S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon Thomson Reuters

3.3. Valor económico de la empresa

El valor económico de la empresa se calcula como la suma de la deuda financiera más el patrimonio económico. En el cuadro 3.5 se presenta el valor económico de la empresa a través del periodo de estudio.

Cuadro 3.3: Valor Económico Falabella S.A

En Miles de UF	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Valor deuda financiera (B)	162.795	160.277	154.163	181.595	186.286	177.449
Patrimonio económico (P)	464.685	536.615	447.336	281.592	224.208	273.085
Valor económico de la empresa (V)	627.480	696.891	601.499	463.187	410.493	450.534

Fuente: Elaboración propia

El valor económico vemos que ha disminuido a través de los años justificado principalmente en la disminución del valor del Patrimonio Económico. Además, este año está volviendo a niveles del 2019. Sin embargo, se encuentra aún muy alejado de los niveles de 2016 hasta 2018.

3.4. Estructura de capital objetivo

Finalmente, se determina la estructura de capital objetivo de Falabella. Los ratios relevantes se presentan en el cuadro 3.4 a continuación.

Cuadro 3.4: Estructura de Capital 2016-2021

Estructura de Capital Falabella S.A	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
B/V	25,94%	23,00%	25,63%	39,21%	45,38%	39,39%
P/V	74,06%	77,00%	74,37%	60,79%	54,62%	60,61%
B/P	35,03%	29,87%	34,46%	64,49%	83,09%	64,98%

Fuente: Elaboración propia

Vemos que desde 2016 hasta 2018 los ratios son estables. Sin embargo, para 2019 la estructura de capital cambia debido a la fuerte disminución del valor del patrimonio económico y al aumento en el valor de la deuda. Por su parte, en 2020 la proporción de deuda aumenta aún más debido a que el valor del patrimonio económico cae con respecto a 2019. A pesar de esto, con la recuperación del precio en el año 2021 la estructura de capital se acerca a la de 2019. El cuadro 3.5 muestra los promedios de 2016 a 2021, el promedio 2016-2019, el

promedio 2019-2021, el promedio de 2020 a 2021 y la estructura de capital propuesta para Falabella S.A.

Cuadro 3.5: Estructura de Capital Objetivo

Estructura de Capital Falabella S.A	E.C. Histórica Promedio 2016- 2021	E.C. Histórica Promedio 2016- 2019	E.C. Histórica Promedio 2019- 2021	E.C. Histórica Promedio 2020- 2021	E.C. Objetivo Promedio 2021+
B/V	33,09%	28,44%	41,32%	42,38%	33,09%
P/V	66,91%	71,56%	58,68%	57,62%	66,91%
B/P	49,46%	39,75%	70,43%	73,56%	49,46%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Falabella S.A.

Si bien la estructura cambió mucho del periodo 2016-2019 (pre-pandemia) al periodo 2020-2021 (pandemia), ninguno de estos dos periodos refleja la estructura de capital objetivo de Falabella. Para el primer periodo, esta estructura queda de cierta forma obsoleta dado el cambio radical que sufrió el mundo debido a la pandemia. Además, los periodos 2016-2018 también están obsoletos dado que en el 2019 empieza a regir el NIIF 16 lo que afectó de gran manera la medición de la deuda financiera de las empresas. Sin embargo, el periodo de pandemia tampoco representa la estructura de capital objetivo debido a que es un periodo que se ha visto muy afectado por razones macroeconómicas que han golpeado al mercado. Dado lo anterior, es que se define un punto intermedio entre ambos periodos. Por lo tanto, la estructura de capital objetivo se define como el promedio entre 2016 a 2021 de manera de capturar este punto intermedio.

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

A continuación, en el cuadro 4.1 se presenta el resumen de los resultados encontrados en esta sección.

Cuadro 4.1: Costo de Capital Falabella S.A.

Costo de Capital	
PRM	6,20%
kb	3,15%
Spread Bono al 30 de junio	1,04%
rf	1,22%
Beta Deuda	0,17
Beta c/d historico	1,28
Impuesto Histórico y Futuro	27%
B/V historico	41,32%
P/V historico	58,68%
B/P historico	70,43%
Beta s/d	0,90
B/V objetivo	33,09%
P/V objetivo	66,91%
B/P objetivo	49,46%
Beta c/d objetivo	1,17
kp	8,47%
k0	6,43%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

4.1. Costo de la deuda

Para determinar el costo de la deuda se buscaron los bonos de Falabella y sus respectivas tasas de mercado al 30 de junio de 2021. Para los bonos que no se transaron en esta fecha lo que se hizo fue buscar el spread con respecto a su benchmark en Eikon Thomson Reuters para su última transacción. Se asumió que el spread se mantuvo constante. Luego, se buscó la tasa del benchmark al 30 de junio de 2021 y se le sumó el spread. Solo fue necesario para bonos nacionales. Lo anterior se presenta en los cuadros 4.2 y 4.3 a continuación.

Cuadro 4.2: Bonos Nacionales

SERIE	J	M	O	P
MONEDA	UF	UF	CLP	UF
Cupón	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Valor par en UF	3.500.000	3.000.000	2.120.510	2.000.000
% Total Bonos	6,14%	5,27%	3,72%	3,51%
FECHA DE COLOCACIÓN	1 de abril de 2009	15 de julio de 2014	15 de abril de 2016	15 de abril de 2016
FECHA DE VENCIMIENTO	1 de abril de 2033	15 de julio de 2037	15 de abril de 2022	15 de abril de 2039
Periodos al Vencimiento	24	33	2	36
TASA CUPÓN	4,00%	3,10%	5,10%	3,00%
Spread Última Transacción	1,32%	1,93%	1,40%	1,38%
Tasa de mercado al 30-jun-21	2,36%	2,99%	2,44%	3,49%

SERIE	Q	S	Z	AC
MONEDA	CLP	UF	UF	UF
Cupón	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Valor par en UF	2.625.394	3.000.000	2.000.000	5.000.000
% Total Bonos	4,61%	5,27%	3,51%	8,78%
FECHA DE COLOCACIÓN	25 de nov. de 2016	25 de nov. de 2016	4 de junio de 2020	4 de junio de 2020
FECHA DE VENCIMIENTO	25 de nov. de 2021	25 de nov. de 2039	15 de abril de 2027	15 de abril de 2030
Periodos al Vencimiento	1	37	12	18
TASA CUPÓN	5,10%	2,80%	1,50%	1,90%
Spread Última Transacción	3,21%	1,04%	-	-
Tasa de mercado al 30-jun-21	4,25%	3,15%	-	-

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A. y Eikon Thomson Reuters

Cuadro 4.3: Bonos Internacionales

SERIE	USD 1	CLP 1	USD 2	USD 3
MONEDA	USD	CLP	USD	USD
Cupón	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Valor par en UF	12.970.623	3.183,7	10.376.498	10.376.498
% Total Bonos	22,77%	0,01%	18,21%	18,21%
FECHA DE COLOCACIÓN	30 de abril de 2013	30 de abril de 2013	27 de octubre de 2014	30 de octubre de 2017
FECHA DE VENCIMIENTO	30 de abril de 2023	30 de abril de 2023	27 de enero de 2025	30 de octubre de 2027
Tiempo al Vencimiento	4	4	9	13
TASA CUPÓN	3,75%	6,50%	4,375%	3,75%
Tasa de mercado al 30-jun-21	1,49%	4,89%	1,87%	2,57%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A. y Eikon Thomson Reuters

Dados los cuadros anteriores, se determina que el bono más representativo es aquel de más largo plazo, el bono serie S que tiene un rating crediticio de AA. Si bien, se podría haber utilizado el serie J dado que el monto es mayor, se prefirió aquel de mayor plazo al vencimiento. En consecuencia, el costo de la deuda que se utilizará para determinar el costo de capital será de 3,15%.

Por otro lado, a este bono le quedan cerca de 18 años (37 cupones) hasta su vencimiento. Por lo tanto, la tasa libre de riesgo que se utilizará es de 1,22% que es la tasa promedio de los últimos 6 meses del bono UF-20 años de Chile. Sumado a lo anterior, se determinó que la prima por riesgo de mercado (PRM) es de 6,2% para Chile correspondiente al promedio de la estimación por Default Spread y CDS de Damodaran ajustando al PRM de USA a 5,5%.

4.2. Beta de la deuda

El beta de la deuda se despejó utilizando un modelo CAPM de la siguiente forma:

$$k_b = rf + \beta_b * PRM$$

Dado que se tiene el spread real del bono al 30 de junio de 2021 (Cuadro 4.2), se utiliza este valor (1,04%) como la diferencia entre la tasa del bono y la libre de riesgo. Reemplazando y despejando llegamos a un β_b de 0,17

$$\beta_b = \frac{0,0104}{0,062} = 0,17$$

4.3. Estimación del beta patrimonial

Para el cálculo del beta patrimonial se realizó una regresión lineal utilizando los datos de retornos semanales de dos años (28 de junio de 2019 hasta el 25 de junio de 2021). La regresión entrega un beta de 1,42. Sin embargo, se le aplica el ajuste de Bloomberg quedando un beta de 1,28. Además, con el fin de probar la estabilidad del beta, se realizó la misma regresión y ajuste para 2020, 2019 y 2018. Los resultados completos de las regresiones antes del ajuste se encuentran en el anexo 4. En el cuadro 4.4 a continuación se muestra el resumen de las regresiones con el beta ajustado y la presencia bursátil de estas.

Cuadro 4.4: Resumen Regresiones Lineales Beta con deuda histórico

	31-dic-18	31-dic-19	31-dic-20	30-jun-21
Beta ajustado	0,91	0,99	1,31	1,28
P-value	0,00	0,00	0,00	0,00
R^2	0,41	0,48	0,71	0,71
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon Thomson Reuters

De lo anterior destaca el progresivo aumento del beta hasta 2020. Esto se debe al aumento de la deuda de Falabella entre los años 2018 hasta 2021 debido al estallido social y la pandemia del Covid-19.

4.4. Beta patrimonial sin deuda

Para obtener el Beta patrimonial sin deuda, lo que se hizo fue desapalancar el beta patrimonial con deuda histórico obtenido en la sección anterior utilizando la siguiente fórmula:

$$\beta_{c/d} = \beta_{s/d} * \left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right) - \beta_b * (1 - t_c) * \frac{B}{P}$$

Se utiliza 27% como tasa de impuesto corporativa (t_c) para la estructura histórica dado que es la tasa vigente para el periodo entre 2019 y 2021 que es cuando se hace la regresión lineal para estimar el beta patrimonial con deuda. Reemplazando y despejando $\beta_{s/d}$ se llega a:

$$\beta_{s/d} = \frac{1,28 + 0,31 * 0,73 * 0,7043}{1 + 0,73 * 0,7043} = 0,90$$

Por lo tanto, el beta patrimonial sin deuda es de 0,90

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

El siguiente paso fue obtener el Beta patrimonial con la estructura de capital objetivo. Para esto se utilizó la siguiente fórmula:

$$\beta_{c/d} = \beta_{s/d} * \left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right) - \beta_b * (1 - t_c) * \frac{B}{P}$$

Se utiliza una tasa de impuestos corporativos (t_c) del 27% dado que al día de hoy se espera que esa tasa siga vigente para los próximos periodos. Reemplazando llegamos a un $\beta_{c/d}$ de 1,28

$$\beta_{c/d} = 1,28 * (1 + 0,73 * 0,4946) - 0,31 * 0,73 * 0,4946 = 1,28$$

4.6. Costo patrimonial

Para obtener el costo patrimonial se utilizó la fórmula del CAPM y el beta patrimonial con deuda de la sección anterior. Reemplazando se obtiene un costo patrimonial de 8,47%.

$$k_p = rf + \beta_{c/d} * PRM = 1,22\% + 1,18 * 6,2\% = 8,47\%$$

4.7. Costo de capital

Por último, se utiliza la metodología del costo de capital promedio ponderado (WACC, por sus siglas en inglés) para obtener el costo de capital de Falabella S.A. al 30 de junio de 2021. Se obtiene un valor de 6,43%.

$$WACC = k_0 = k_p * \frac{P}{V} + k_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V}$$

$$k_0 = 8,56\% * 66,91\% + 3,15\% * (1 - 27\%) * 33,09\% = 6,43$$

5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

En el cuadro 5.1 encontramos los ingresos de Falabella para los periodos 2016 hasta junio de 2021 desglosados en segmento y país. Además, en los anexos 6 hasta el 11 podemos encontrar los cálculos realizados sobre los ingresos que permitieron el análisis de esta sección.

Cuadro 5.1: Ingresos Falabella S.A. 2016-2021 en Miles de UF

Información Segmentos Negocios	31-dic- 2016	31-dic- 2017	31-dic- 2018	31-dic- 2019	31-dic- 2020	30-jun- 2021
Chile	198.449	204.485	207.432	197.459	197.222	114.988
Tiendas por Departamento Chile	55.867	57.277	55.355	52.003	53.463	30.431
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	75.935	76.807	78.703	73.919	78.783	52.095
Supermercados Chile	26.794	27.564	28.156	26.516	29.825	15.768
Promotora CMR	15.741	17.435	0	0	0	0
Bienes Inmobiliarios Chile	12.621	13.361	14.442	13.633	8.716	5.224
Negocio Bancario	11.491	12.041	30.776	31.387	26.435	11.471
Perú	81.270	81.342	82.385	88.646	87.315	40.899
Tiendas por Departamento Perú	22.605	21.675	21.948	22.969	18.922	9.328
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	22.460	22.434	22.343	23.665	20.226	11.599
Supermercados Perú	25.278	26.214	28.059	31.149	39.600	16.688
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	1.421	1.789	1.791	1.881	1.178	588
Negocio Bancario	9.506	9.229	8.245	8.981	7.388	2.695
Argentina	20.419	21.320	16.047	13.659	8.359	3.531
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	17.805	18.285	13.299	11.507	7.224	3.163
CMR Argentina	2.800	3.242	2.927	2.292	1.198	310
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	-185	-207	-179	-141	-63	57
Colombia	19.387	20.080	21.962	23.668	21.807	9.008
Tiendas por Departamento Colombia	13.269	13.318	14.593	15.403	14.140	5.346
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	922	972	924	814	706	435
Negocio Bancario	5.197	5.790	6.445	7.452	6.961	3.227
Brasil	6.357	7.274	6.631	7.387	7.529	3.508
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	6.357	7.274	6.631	7.387	7.529	3.508
Otros Negocios y Eliminaciones Brasil	0	0	0	0	0	0
Otros	79	-1.081	385	1.481	3.415	581
Total	325.962	333.420	334.843	332.299	325.647	172.516

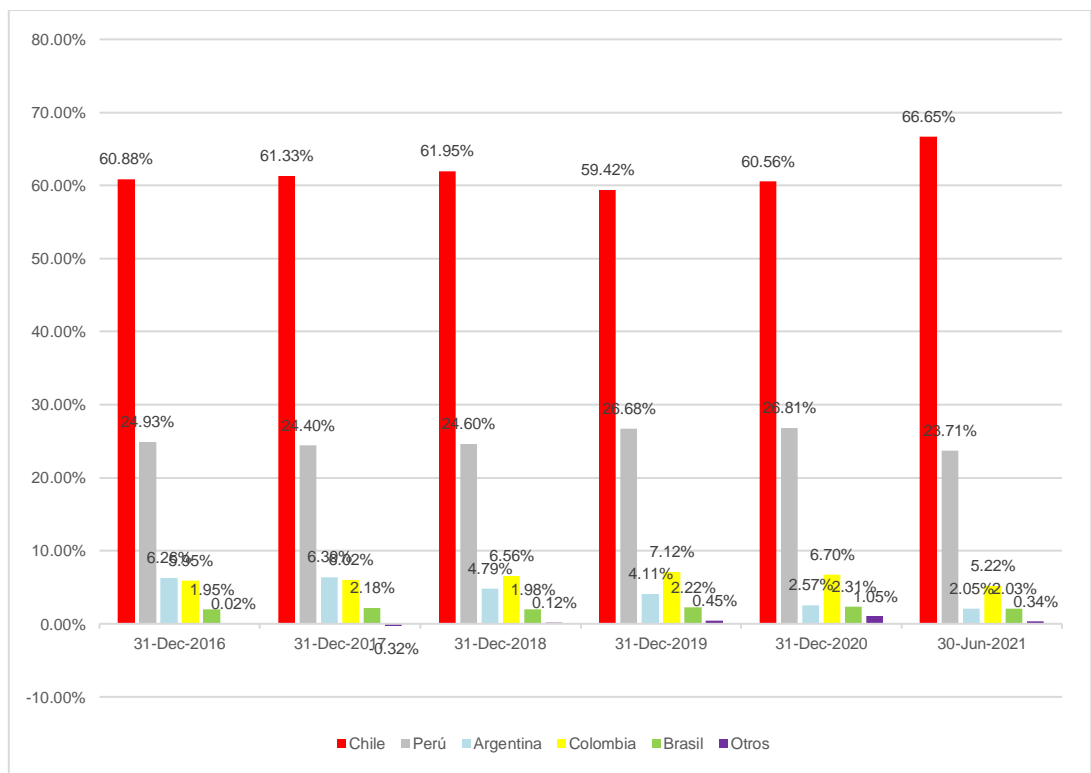
Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

A nivel global, vemos que los ingresos aumentaron levemente hasta 2019, pero en 2020, producto de la pandemia, volvieron a niveles de 2016. Sin embargo, como se demostrará a continuación (cuadro 5.17), los ingresos de Falabella tienen una baja estacionalidad, es decir el primer semestre se obtienen un poco menos del 50% de los ingresos del año. Por lo tanto,

podemos concluir que con los ingresos obtenidos a junio de 2021, los ingresos al final del año superarán los de todos los periodos anteriores.

Con el fin de facilitar el análisis a nivel de países se crea el gráfico 5.1 que muestra el porcentaje de los ingresos que representa cada país sobre el total de los ingresos.

Gráfico 5.1: Porcentaje de los ingresos por país del total de ingresos



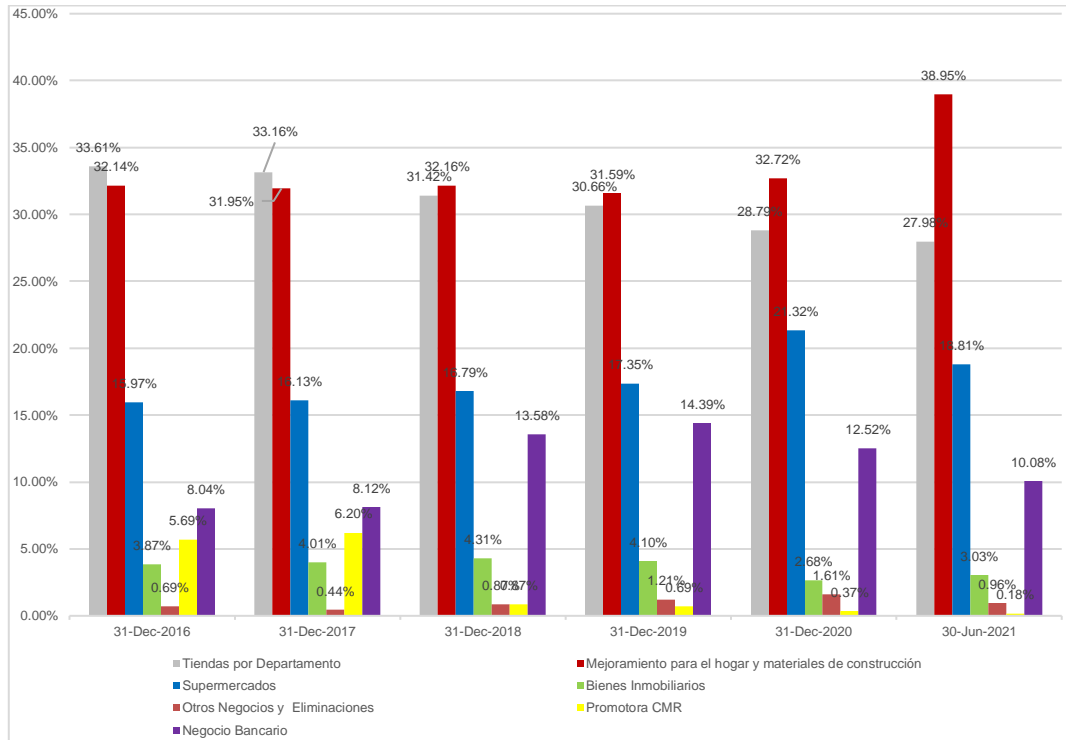
Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Del gráfico anterior se observa que Chile es quien representa la mayor parte de los ingresos siendo un poco más de 60% cada periodo. Dentro de Chile, los segmentos que más ingresos reportan son mejoramiento del hogar y materiales de construcción (45,30% en el último

periodo), tiendas por departamento (26,46%) y supermercados (13,71%). El peso de los ingresos de cada segmento a nivel nacional se ha mantenido estable a través de los años. Después de Chile viene Perú que representa en promedio un 25% del total. Sus segmentos más relevantes son Supermercados (40,8%), Mejoramiento del hogar y materiales de construcción (28,36%) y Tiendas por departamento (22,81%). Siguiendo a Perú viene Colombia que representa en promedio un 6,26% del total. Además, la operación en Argentina disminuyó de un 6,26% a un 2,05%. Deberíamos esperar que en los próximos años esto represente un 0% ya que se cerraron las operaciones en el país este año. Solo se espera que llegue una oferta atractiva para realizar la venta del segmento de mejoramiento del hogar (Arteaga & Troncoso, 2021).

A nivel de segmentos, se crea el gráfico 5.2 que representa el porcentaje de los ingresos que representa el total de cada segmento de Falabella.

Gráfico 5.2: Porcentaje de los ingresos por segmento del total de ingresos



Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Se observa que a nivel global de segmentos, los tres segmentos que más reportan ingresos son: Mejoramiento del hogar y materiales de construcción con un 33,25% promedio, tiendas por departamento con un 30,93% en promedio y supermercados con un 17,73% promedio. Además, vemos que en 2018 el segmento de mejoramiento del hogar supera al de tiendas por departamento. Esta diferencia se amplió durante la pandemia donde mejoramiento del hogar llegó a reportar 38,95% del total de ingresos de Falabella mientras que las tiendas por departamento reportan 27,98%. Por otro lado, el negocio bancario aumentó su aporte en 2019. Sin embargo, desde el inicio de la pandemia este ha ido bajando. A pesar de eso, como se verá más adelante, es uno de los segmentos más relevante debido a los grandes márgenes

que reporta. Sumado a lo anterior, CMR a día de hoy aporta casi un 0% y los bienes inmobiliarios se han mantenido constantes alrededor de un 3% y 4% del total de ingresos.

En cuanto al crecimiento de los segmentos, destaca el crecimiento del negocio de los supermercados que en el último año creció un 20,39% y el de las tiendas por departamento que ha disminuido en promedio un 3,76%. El resto de los segmentos no tiene una tendencia clara.

El cuadro 5.2 a continuación muestra los ingresos no bancarios contra los bancarios.

Cuadro 5.2: Ingresos no bancarios vs. Bancarios en Miles de UF

En Miles de UF	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Ingresos por ventas	272.299	275.965	275.479	271.235	277.593	151.403
Ingresos por arrendamiento de Propiedades de Inversión	9.564	10.423	11.122	10.999	6.108	3.412
Ingresos por intereses	14.855	16.164	1.488	1.268	547	124
Ingresos por comisiones	3.051	3.806	1.288	976	615	183
Total Ingresos No bancarios	299.769	306.359	289.377	284.479	284.863	155.123
Ingresos por intereses y reajustes	19.989	21.662	37.381	39.165	33.667	14.004
Ingresos por comisiones	6.205	5.399	8.085	8.656	7.118	3.389
Total Ingresos bancarios	26.194	27.061	45.466	47.820	40.785	17.393
Total	325.962	333.420	334.843	332.299	325.647	172.516

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Se observa que a nivel de ingresos los segmentos no bancarios reportan en promedio un 88,88% del total de los ingresos. Estos hasta 2018 representaban un 91,92% en promedio. Sin embargo, en 2019 (en 2018 se ajustan los estados financieros para ser comparables con 2019) cuando la operación de CMR pasa a ser parte del negocio bancario estos disminuyen y provocan un aumento considerable en los ingresos del Banco que representan un 11,12% en

el total de periodos y un 12,64% de 2018 en adelante. A pesar de eso, los ingresos y la composición de estos se ha mantenido estable a través de los años.

5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

5.2.1. Costos Operacionales

En el cuadro 5.3 a continuación se encuentra costos por venta de los negocios bancarios y no bancarios. Además, en los anexos 12-18 están los cálculos que permitieron el análisis de esta sección.

Cuadro 5.3: Costos Bancarios vs. No Bancarios en Miles de UF

En Miles de UF	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Costo de ventas de bienes y servicios	188.963	188.445	184.962	186.890	194.822	105.158
Costo de venta entidades financieras	4.585	6.129	2.271	1.233	290	77
Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento	3.079	3.076	3.429	3.791	4.086	2.055
Costo de operaciones continuas Negocios no Bancarios, Total	196.627	197.650	190.662	191.914	199.197	107.290
Gastos por intereses y reajustes	5.774	4.918	5.777	6.468	4.749	1.619
Gastos por comisiones	1.523	1.527	4.250	4.100	2.985	1.255
Provisión por riesgo de créditos	5.559	6.679	10.581	11.930	13.236	1.436
Costo de operaciones continuas Negocios Bancarios, Total	12.857	13.124	20.608	22.498	20.970	4.311
Costo Total	209.484	210.774	211.270	214.412	220.167	111.601

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Del cuadro anterior, vemos que los costos por venta totales han crecido un 1,26% promedio en los últimos años. Para el 2021 vemos que ya se superó el 50% del costo de venta de los años anteriores lo que permite creer que los costos seguirán en aumento. Sin embargo, la situación es completamente opuesta para el negocio bancario. Este segmento solo ha tenido

un quinto de los costos del año pasado. Por otro lado, el costo por venta del negocio no bancario representa en promedio el 67,09% de los ingresos del negocio. Mientras que para el negocio bancario esto es solamente un 44,36% y llegando a 24,78% en el último periodo. En el cuadro 5.4, a continuación, se muestran otros ingresos y costos operacionales del negocio bancario.

Cuadro 5.4: Otros Ingresos/Costos Operacionales

En Miles de UF	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Utilidad neta de operaciones financieras	676	187	758	607	925	472
(Pérdida) Utilidad de cambio neta	-219	207	(314)	152	(110)	(136)
Otros ingresos operacionales	-3	51	259	120	73	78

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Como podemos ver, estas son cuentas bien pequeñas pero que tienen un impacto en la utilidad final. En cuanto a la Utilidad neta de operaciones financieras, esta se ha mantenido constante y representa en promedio un 1,86% de los ingresos. En el caso de la Utilidad de cambio neta, esta representa un -0,25% promedio de los ingresos del negocio bancario. Finalmente, otros ingresos operacionales, vemos que representa un 0,27% promedio de los ingresos.

El cuadro 5.5 a continuación muestra el costo por venta en miles de UF desglosado por país y segmento.

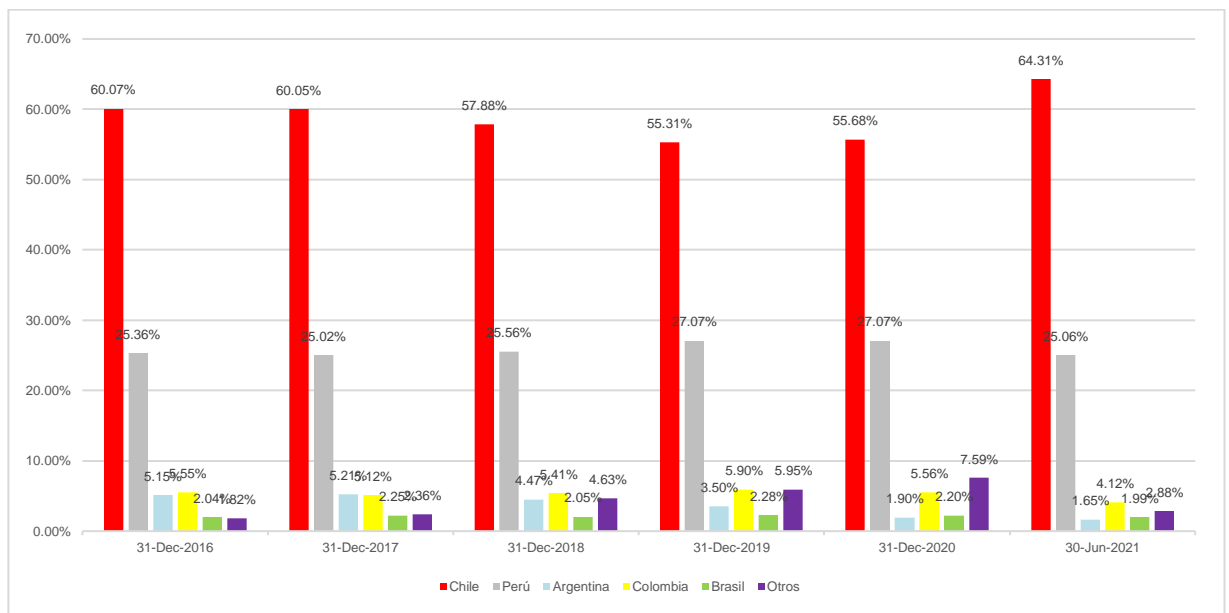
Cuadro 5.5: Desglose de Costos por País y Segmento en Miles de UF

Información Segmentos Negocios no Bancarios	31-dic- 2016	31-dic- 2017	31-dic- 2018	31-dic- 2019	31-dic- 2020	30-jun- 2021
Chile	(125.831)	(126.559)	(122.285)	(118.584)	(122.593)	(71.765)
Tiendas por Departamento Chile	(37.397)	(37.672)	(36.464)	(35.883)	(37.599)	(20.841)
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	(53.241)	(53.267)	(54.139)	(52.036)	(54.216)	(35.488)
Supermercados Chile	(20.145)	(20.610)	(20.855)	(19.842)	(21.936)	(11.480)
Promotora CMR	(8.152)	(8.630)	0	0	0	0
Bienes Inmobiliarios Chile	(3.512)	(3.486)	(3.887)	(3.921)	(4.076)	(2.160)
Negocio Bancario	(3.384)	(2.896)	(6.940)	(6.902)	(4.766)	(1.797)
Perú	(53.124)	(52.745)	(53.996)	(58.049)	(59.596)	(27.965)
Tiendas por Departamento Perú	(15.890)	(15.014)	(15.050)	(16.035)	(13.854)	(6.721)
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	(15.787)	(15.809)	(15.760)	(16.681)	(14.016)	(7.881)
Supermercados Perú	(19.226)	(19.684)	(21.120)	(23.301)	(29.781)	(12.720)
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	150	(159)	(460)	(193)	(734)	(253)
Negocio Bancario	(2.371)	(2.080)	(1.606)	(1.839)	(1.211)	(390)
Argentina	(10.798)	(10.978)	(9.452)	(7.501)	(4.189)	(1.843)
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	(8.914)	(9.353)	(7.184)	(6.271)	(3.902)	(1.767)
CMR	(1.859)	(1.627)	(2.271)	(1.233)	(290)	(77)
Argentina						
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	-25	2	3	3	3	2
Colombia	(11.633)	(10.788)	(11.426)	(12.646)	(12.249)	(4.594)
Tiendas por Departamento Colombia	(10.050)	(9.320)	(9.969)	(10.834)	(10.400)	(3.862)
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	(40)	2	24	16	(94)	(45)
Negocio Bancario	-1.543	-1.469	-1.481	-1.827	-1.756	-687
Brasil	(4.281)	(4.738)	(4.334)	(4.884)	(4.835)	(2.219)
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	(4.281)	(4.738)	(4.334)	(4.884)	(4.835)	(2.219)
Otros Negocios y Eliminaciones Brasil	0	0	0	0	0	0
Provisión por riesgo de créditos	-5.559	-6.679	-10.581	-11.930	-13.236	-1.436
Otros	1.743	1.714	803	-819	-3.469	-1.778
Total	-209.484	-210.774	-211.270	-214.412	-220.167	-111.601

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Para facilitar el análisis, se crea el gráfico 5.3 que muestra el porcentaje de costos por país. De este gráfico podemos ver los costos siguen la misma tendencia que los ingresos. El país que más costo por venta reporta es Chile. Los segmentos en Chile que más costos reportan son Mejoramiento del hogar y Tiendas por departamento. El segmento que menos costos reporta es el negocio bancario. Después de Chile viene Perú y Colombia. Argentina está cada vez más cerca de reportar 0% y es lo que deberíamos esperar para los próximos periodos (Arteaga & Troncoso, 2021).

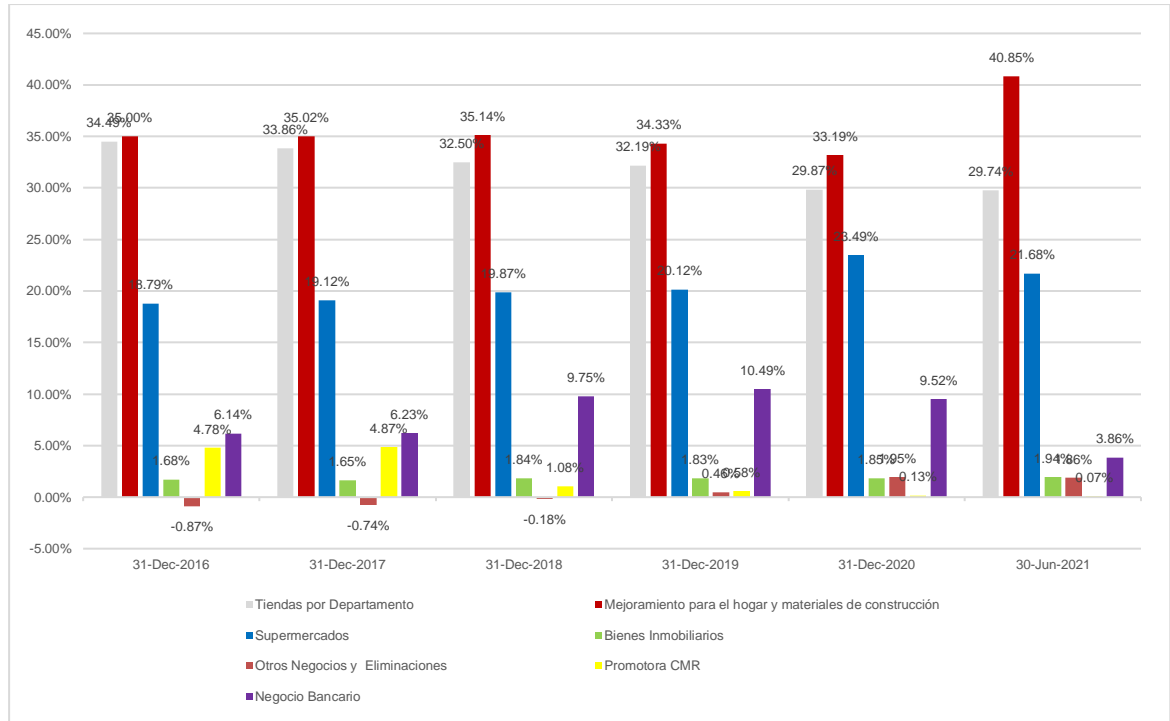
Gráfico 5.3: % costo de venta por país



Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

En el caso de los segmentos, se crea el gráfico 5.4. De este gráfico se desprende que el segmento que más costos genera es el de mejoramiento del hogar seguido de las tiendas por departamento y los supermercados. Esta tendencia es la misma que la de los ingresos. En consecuencia, no se ve un segmento donde se estén ejerciendo economías de escala o algo similar como para poder disminuir los costos de manera global.

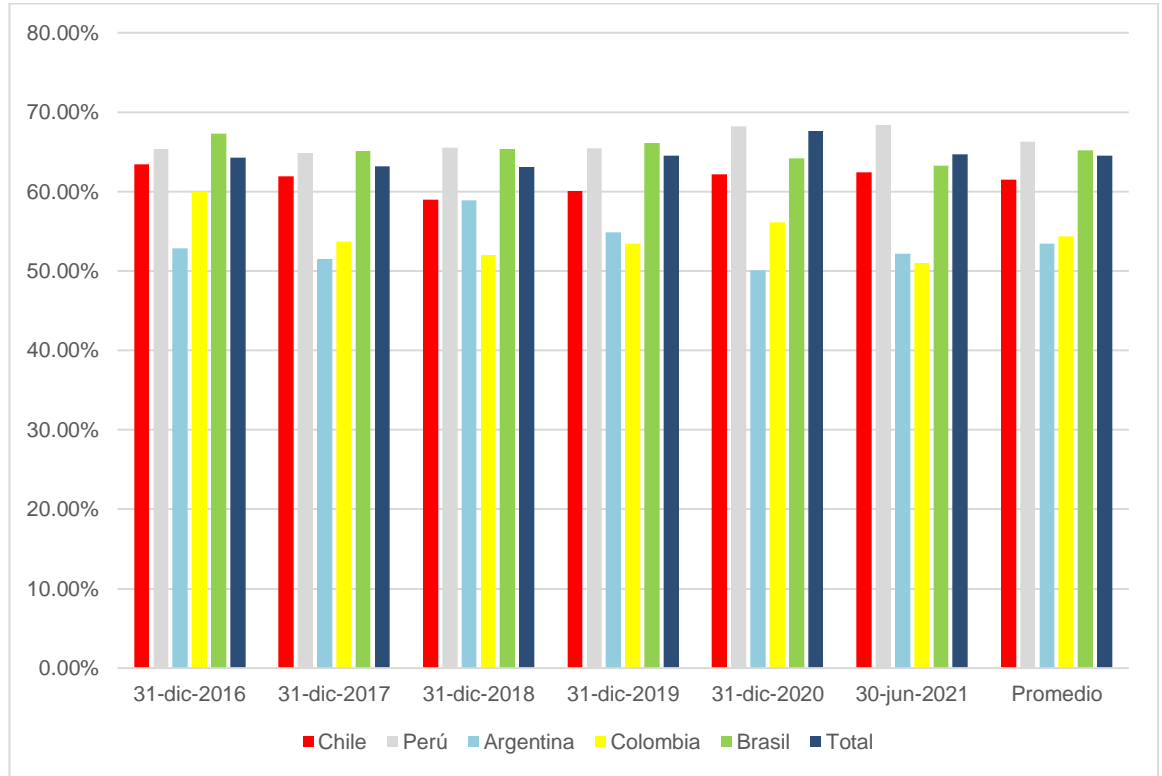
Gráfico 5.4: % costo por venta por segmento



Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

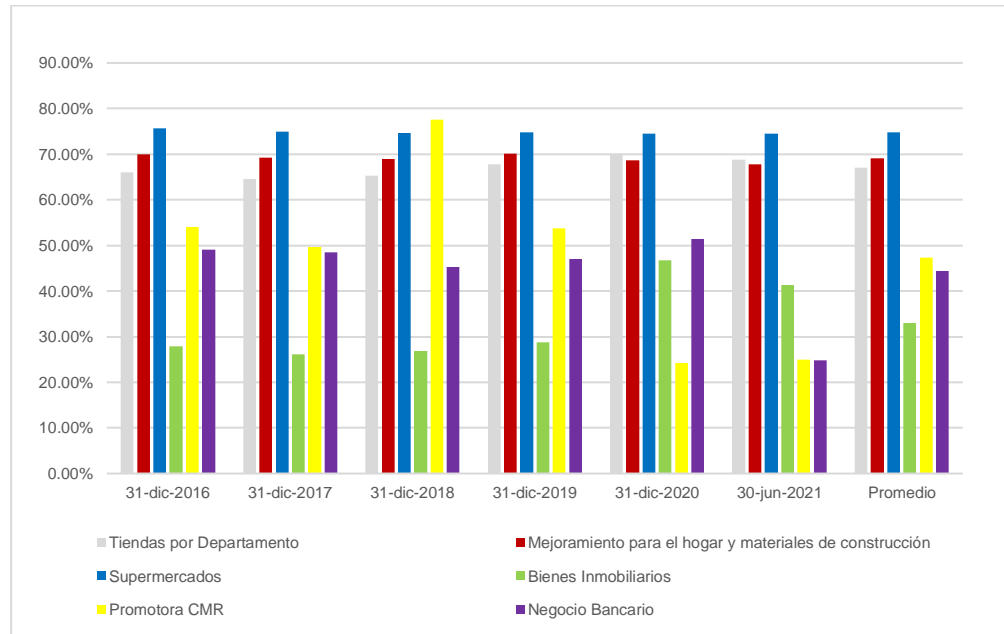
Por último, en los gráfico 5.5 se muestra el costo de cada país como porcentaje de su ingreso y en el gráfico 5.6 se muestran el costo de cada segmento como porcentaje de su ingreso. En el primero de estos dos gráficos, se observa que los costos de todos representan entre un 50% y un 68%. Por su parte, del gráfico 5.6, podemos observar que los segmentos que más costo tienen sobre sus ingresos son los supermercados seguidos de mejoramiento del hogar y tiendas por departamento. Los segmentos de menor costo sobre ingresos son la Promotora CMR, Bienes inmobiliarios y el Banco Falabella. Los cuadros con los números exactos están en los anexos 17 y 18, respectivamente.

Gráfico 5.5: % Costo sobre Ingresos por País en Falabella S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Gráfico 5.6: % Costo sobre Ingresos por Segmento en Falabella S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

5.2.2. Gastos de Administración

El cuadro 5.6 a continuación, muestra el desglose de los gastos de administración del negocio bancario y no bancario. Además, en los anexos 19 al 21 se encuentran los cálculos que permitieron el análisis de esta sección.

Cuadro 5.6: Gastos de Administración

En Miles de UF	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	36.041	38.608	37.695	38.387	37.334	17.616
Arriendos y gastos comunes	5.983	6.640	6.963	2.637	2.117	974
Servicios básicos energía y agua	2.137	2.069	2.004	2.050	1.909	900
Servicios computación	198	228	259	353	663	139
Materiales e insumos	1.624	1.673	1.618	1.524	1.565	602
Viajes, estadía y movilización	740	780	714	793	337	147
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	2.955	3.027	2.733	2.649	2.818	1.289
Honorarios y servicios de terceros	4.882	4.709	4.640	5.069	5.038	2.386
Elementos de seguridad	0	0	0	1.694	1.693	901
Mantenimiento y reparación	1.312	1.321	1.608	225	281	129
Comunicación	155	128	136	219	74	40
Comisiones	1.415	1.449	1.449	1.581	1.659	777
Otros	36	2	113	120	431	-57
Total Negocio no Bancario	57.477	60.636	59.932	57.301	55.919	25.842
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	3.645	3.748	5.182	5.281	4.807	2.145
Gastos de administración	4.763	5.150	6.452	6.988	7.106	4.093
Otros gastos operacionales	446	648	1.670	1.566	1.707	861
Total Negocio Bancario	8.854	9.547	13.303	13.834	13.621	7.099
Total	66.968	70.921	73.236	72.371	70.830	33.574

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Del cuadro anterior, vemos que el negocio no bancario representa en promedio un 82,38% del gasto administrativo total mientras que el negocio bancario representa un 17,62% del total. Por otro lado, se puede ver que los gastos del negocio no bancario han disminuido en el último periodo con respecto a 2016. Además, se intuye que seguirán a la baja dado que a junio de 2021 estos no llegan al 50% del año pasado. En cuanto a los elementos que lo componen, las remuneraciones y gasto de personal representan un 65,20% promedio del total del negocio no bancario. El resto de las cuentas no representan más de un 5% salvo honorarios y servicios de terceros con un 9,23%. Además, los elementos de seguridad que se incorporan al gasto desde el estallido social y que representan casi un 3% de este. Sumado a lo anterior, el gasto administrativo del negocio no bancario representa en promedio un 19,35% de los ingresos

totales del negocio. En cuanto a la permanencia de las cuentas, todos los elementos del gasto administrativo son permanentes.

En el caso del negocio bancario los gastos operacionales se mantienen estables en el último periodo dado que representan un 50% del total del periodo anterior. La cuenta más relevante son los gastos de administración que representan un 57,66% del total del negocio bancario en promedio. Además, el gasto administrativo del negocio bancario representa en promedio un 30,21% del total de los ingresos de este negocio. En términos globales, el GAV total de Falabella S.A. representa un 20,85% de sus ingresos.

Siguiendo, en el cuadro 5.7 podemos ver el costo de distribución de los últimos años. De este cuadro, se obtiene que el costo de distribución representa en promedio un 1,63% de los ingresos totales del negocio no bancario.

Cuadro 5.7: Costos de Distribución Negocio No Bancario

Costos de Distribución No Bancarios	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Costos de distribución	(3.406)	(3.610)	(4.173)	(4.284)	(6.598)	(3.384)

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

El cuadro 5.8 a continuación muestra el resultado no operacional de Falabella S. A. Además, en los anexos 22 y 23 se encuentran los cálculos que permiten el análisis de esta sección.

Cuadro 5.8: Gasto no Operacional en Miles de UF

En Miles de UF	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Otros gastos, por función	(5.132)	(5.572)	(5.074)	(5.012)	(3.845)	(2.136)
Efectos del temporal Perú	0	(294)	0	0	0	0
Arriendos de Bienes Raíces	81	0	0	0	0	0
Resultado por reestructuración negocios Argentina	0	0	0	0	(2.094)	(611)
Perdida por alteraciones al orden público	0	0	0	(990)	0	0
Reverso de provisiones	242	210	426	207	143	44
Indemnizaciones	44	586	167	1.334	939	259
Ganancia (pérdida) por baja propiedades, planta y equipo	498	(170)	583	(612)	(608)	27
Demandas y litigios	(119)	(201)	(136)	0	0	0
Deterioro de activos disponibles para la venta	0	0	(164)	0	0	0
Efecto escisión Aventura Plaza	5.307	0	0	0	0	0
Efecto término de contrato concesión Puerto Barón	0	(238)	0	0	0	0
Resultado por enajenación de negocios	0	0	0	364	0	0
Recupero de impuestos	0	0	0	394	64	56
Plusvalía negativa por adquisición de Centro Comercial Calima (Nota 41)	0	0	0	0	31	0
Otros	48	230	19	39	(25)	32
Otras (pérdidas) ganancias	6.100	123	894	735	(1.550)	(194)
Ingresos financieros	579	564	1.352	968	2.336	1.466
Gastos por intereses, préstamos bancarios	(2.714)	(2.260)	(1.899)	(1.456)	(1.978)	(609)
Gastos por intereses, obligaciones y otros préstamos	(3.251)	(3.203)	(3.404)	(3.474)	(3.609)	(1.687)
Gasto por intereses de arrendamientos	(218)	(168)	(105)	(1.959)	(1.786)	(831)
Gastos por intereses, swap y forward	(1.125)	(973)	(812)	(937)	(1.274)	(481)
Otros costos financieros	(569)	(687)	(351)	410	(108)	210
Costos financieros	(7.878)	(7.291)	(6.571)	(7.415)	(8.755)	(3.398)
Sodimac Colombia S.A.	646	719	694	683	622	472
Sociedad Distribuidora de Mejoramiento del Hogar y Construcción S.A.P.I. de C.V.	(6)	(82)	(241)	(343)	(262)	(112)
Inmobiliaria Cervantes S.A.	1	1	1	1	1	0
Servicios Financieros Soriana S.A.P.I de C.V.	(4)	(68)	(196)	(329)	(239)	(88)
Inmobiliaria Sodimeg S.A de C.V	0	0	0	0	2	1
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, No Bancario	806	570	257	12	123	273
Diferencias de cambio	138	(17)	(573)	(779)	(1.001)	(917)

Resultado por unidades de reajuste	(990)	(644)	(816)	(775)	(987)	(844)
Gasto no Operacional, no bancario	(6.376)	(12.267)	(10.530)	(12.267)	(13.679)	(5.750)
Unibanca S.A.	19	18	20	29	24	7
Resultado por inversiones en sociedades, Bancario	19	18	20	29	24	7
Gasto no operacional, bancario	19	18	20	29	24	7
Total Resultado No Operacional	(6.357)	(12.250)	(10.510)	(12.238)	(13.654)	(5.742)

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Del cuadro anterior, vemos que en términos absolutos para el negocio no bancario esto representa en promedio un 3,77% de los ingresos del negocio, mientras que para el negocio bancario esto representa solo un 0,06% de sus ingresos. Por otro lado, las cuentas más importantes son otros gastos por función que representa en promedio un 46,80% del total del gasto no operacional y un 1,63% del ingreso no bancario, y los costos financieros con un 71,64% del gasto no operacional y un 2,52% del ingreso no bancario. Por otro lado, los ingresos financieros han aumentado desde 2018 y se espera que la tendencia siga así al igual que las diferencias de cambio. Estos representan de los ingresos un 0,49% y 0,23%, respectivamente. En el caso de los resultados por reajuste, este valor se mantiene similar a través de los años y representa un 0,33% de los ingresos.

Con respecto a las cuentas que detallan sus elementos, para otras (pérdidas) ganancias las únicas cuentas permanentes son reverso de provisiones, indemnizaciones, ganancia (pérdida) por baja propiedades, planta y equipo, recupero de impuestos y otros. El resto de las cuentas son no recurrentes y dependen de la contingencia en cada uno de los países donde opera Falabella. Además, esta cuenta es muy variable. A veces es positiva y a veces negativa y se justifica debido a las cuentas no recurrentes. La cuenta representa en promedio un 0,33% de los ingresos.

En el caso de los costos financieros, esta cuenta representa un 2,52% de los ingresos y se ha mantenido constante en el tiempo con algunos altos y bajos. Todas sus cuentas son

permanentes. La que más relevante es gastos por intereses, obligaciones y otros préstamos (45,79% promedio), seguido de gasto por intereses, préstamos bancarios (25,75%). Además, los gastos por arrendamientos han subido debido al NIIF 16.

Por último, la cuenta participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, No Bancario, ha disminuido en los últimos años aunque para este 2021 pareciera recuperarse con la recuperación de Sodimac Colombia S.A. Además, Unibanca representa toda la cuenta para resultado por inversiones en sociedades, Bancario.

5.4. Análisis de márgenes de la empresa

El cuadro 5.9 y 5.10 a continuación muestran los márgenes en miles de UF y como porcentaje del total de ingresos del negocio, respectivamente.

Cuadro 5.9: Márgenes de Falabella. S.A. en Miles de UF

En Miles de UF	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Negocio no Bancario						
Margen Bruto, no bancario	103.142	108.709	98.714	92.565	85.665	47.832
Margen EBITDA, no bancario	42.259	44.463	34.609	30.980	23.148	18.606
Margen Operacional, no bancario	34.585	36.162	25.470	18.801	10.658	12.809
Margen neto negocio no bancario	22.570	17.927	11.239	4.341	-3.200	5.159
Negocio Bancario						
Margen Bruto, bancario	13.790	14.383	25.560	26.201	20.703	13.496
Margen EBITDA, bancario	4.937	4.836	12.257	12.367	7.083	6.397
Margen operacional, bancario	4.299	4.099	11.489	11.131	5.793	5.764
Margen neto de negocios bancarios	3.164	2.929	8.486	8.241	4.462	4.358
Margen Neto	25.734	20.856	19.725	12.581	1.261	9.517

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Cuadro 5.10: Márgenes Falabella S.A.

En Miles de UF	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Negocio no Bancario						
Margen Bruto, no bancario	34,41%	35,48%	34,11%	32,54%	30,07%	30,84%
Margen EBITDA, no bancario	14,10%	14,51%	11,96%	10,89%	8,13%	11,99%
Margen Operacional, no bancario	11,54%	11,80%	8,80%	6,61%	3,74%	8,26%
Margen neto negocio no bancario	7,53%	5,85%	3,88%	1,53%	-1,12%	3,33%
Negocio Bancario						
Margen Bruto, bancario	52,65%	53,15%	56,22%	54,79%	50,76%	77,59%
Margen EBITDA, bancario	18,85%	17,87%	26,96%	25,86%	17,37%	36,78%
Margen operacional, bancario	16,41%	15,15%	25,27%	23,28%	14,20%	33,14%
Margen neto de negocios bancarios	12,08%	10,82%	18,66%	17,23%	10,94%	25,06%
Margen Neto	7,89%	6,26%	5,89%	3,79%	0,39%	5,52%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

A nivel de ganancia bruta, el negocio no bancario promedia un 32,91% de sus ingresos y se ha visto una disminución de este en los últimos años. Para el negocio bancario este representa un 57,53% de sus ingresos en promedio y ha ido al alza llegando a 77,59% en el último periodo.

En cuanto al EBITDA, este representa en promedio un 11,93% para el negocio no bancario y un 23,95% para el negocio bancario del total de cada uno de sus ingresos. Estos siguen las mismas tendencias que la ganancia bruta, aunque en el último periodo se ve una mejoría en el negocio no bancario.

En el caso del margen operacional, el del negocio no bancario ha disminuido bastante, aunque hubo una recuperación para 2021. En promedio representa un 8,46% de los ingresos mientras que el negocio bancario representa un 21,24% promedio.

Finalmente, el margen neto del negocio no bancario vemos que es mucho menor que el del negocio bancario siendo 3,33% y 25,06% en el último periodo respectivamente. Esto muestra que el negocio bancario en términos generales tiene mejores márgenes que el negocio no bancario. Sin embargo, la operación de este es mucho menor. En consecuencia, el negocio no bancario representó el 54,21% de la utilidad en el último periodo contra el 45,79% del negocio bancario.

5.5. Análisis de los activos de la empresa

5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

En el cuadro 5.11 a continuación se puede ver la clasificación de los activos en operacionales y no operacionales. Además, se observa el monto de los activos al 30 de junio de 2021.

Cuadro 5.11: Clasificación de Activos

En Miles de UF	Clasificación	Al 30 Jun 2021
Activos corrientes Negocio No Bancario		
Efectivo y equivalentes al efectivo	No operacional	27.428
Otros activos financieros corrientes	No Operacional	1.377
Otros activos no financieros corrientes	Operacional	3.615
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	Operacional	11.374
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes	No Operacional	1.054
Inventarios	Operacional	44.393
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	No Operacional	978
Activos no corrientes Negocio No Bancario		
Otros activos financieros no corrientes	No Operacional	9.104
Otros activos no financieros no corrientes	Operacional	2.886
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar no corrientes	Operacional	348
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas no corrientes	No Operacional	922
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	Operacional	6.411
Activos intangibles distintos de la plusvalía	Operacional	11.393
Plusvalía	Operacional	20.187
Propiedades, planta y equipo	Operacional	111.508
Propiedad de inversión	Operacional	110.925
Activos Negocios Bancarios		
Efectivo y depósitos en bancos	Operacional	32.300
Operaciones con liquidación en curso	Operacional	2.480
Instrumentos para negociación	Operacional	1.704
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	Operacional	847
Contratos de derivados financieros	Operacional	11.831
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	Operacional	146.952
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	Operacional	38.975
Inversiones en sociedades	Operacional	108
Intangibles	Operacional	2.493
Activo fijo	Operacional	1.920
Otros activos	Operacional	5.274

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

A nivel del negocio no bancario tanto corriente como no corriente, se identifica como no operacionales: efectivo y equivalentes al efectivo, otros activos financieros, cuentas por cobrar a entidades relacionadas y activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios. El primero, porque, si bien es necesario el efectivo para operar, la gran mayoría del efectivo presentado en los estados financieros no está destinado a la operación. Muchas veces tiene que ver con temas de liquidez de la organización, falta de proyectos atractivos u otras razones distintas a la operación. El segundo, es no operacional dado que ninguno de los activos se utiliza para la operación directamente, sino que involucra activos derivados, fondos con restricción e inversiones en bonos. El tercero, es debido a que las cuentas por cobrar a entidades relacionadas tienen que ver con diferentes préstamos entre empresas pertenecientes a Falabella S.A, pero que no tienen que ver con la operación del negocio directamente. El cuarto, no es operacional dado que no tiene nada que ver con la operación y se relacionan con la venta de activos fijos de los cuáles se recuperará su valor mediante la venta de estos.

El resto de los activos son todos clasificados como operacionales dado que todos son claves para la operación. En el caso del negocio bancario, todos los activos son operacionales dado que todos se utilizan para poder asegurar la operación del Banco Falabella.

5.5.2. Capital de trabajo operativo neto (CTON)

El capital de trabajo operativo neto se calcula de la siguiente forma:

$$CTON = \text{Cuentas por cobrar} + \text{Inventarios} - \text{Cuentas por Pagar}$$

Esta información para Falabella esta resumida en el cuadro 5.12 a continuación. Cabe destacar que solo se calcula el CTON para el negocio no bancario.

Cuadro 5.12: Capital de Trabajo Operativo Neto

En Miles de UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Activos operacionales:						
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	68.253	73.341	18.329	17.794	14.330	11.374
Inventarios	45.820	46.202	51.168	47.081	39.946	44.393
Pasivos operacionales:						
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	39.761	40.505	36.982	39.181	39.391	35.242
CTON	74.312	79.038	32.516	25.694	14.885	20.524
Ingresos operacionales	299.769	306.359	289.377	284.479	284.863	155.123
RCTON (en %)	24,79%	25,80%	11,24%	9,03%	5,23%	13,23%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Del cuadro anterior vemos que todas las cuentas se mantuvieron relativamente estables a través de los años salvo Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes. Esta cuenta sufre una caída del 75,01% en su valor en 2018 dado que para este año el Banco Falabella incorpora a la promotora CMR. En consecuencia, los deudores comerciales relacionados a esta pasan a ser todos parte del negocio bancario, el cual no se incorpora en este análisis. Lo anterior justifica la disminución de CTON. Por otro lado, vemos que este valor es positivo, lo que permite concluir que Falabella tiene suficientes activos operacionales corrientes como para cubrir sus deudas de corto plazo.

A nivel del ratio de capital de trabajo operacional neto (CTON sobre Ingresos Operacionales), se observa que en 2018 hay una disminución debido a la disminución de las cuentas por cobrar. Sin embargo, para los últimos cuatro periodos, el RCTON ha sido en promedio un 9,68% llegando a ser 13,23% en el último periodo.

5.5.3. Inversiones

En el cuadro 5.13 a continuación se registran las inversiones, la depreciación y la amortización de Falabella S.A. desde 2016 hasta junio de 2021.

Cuadro 5.13: Inversiones

En Miles de UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Compras de propiedad, planta y equipos	12.001	14.027	13.154	12.970	9.611	3.667
Compras de activos intangibles y Otros activos	7.983	8.762	6.850	9.872	7.130	2.137
Total inversiones	19.984	22.789	20.003	22.842	16.741	5.804
Ingresos operacionales	325.962	333.420	334.985	332.299	325.647	172.516
% inversiones sobre los ingresos	6,13%	6,83%	5,97%	6,87%	5,14%	3,36%
Depreciación y amortización	8.311	9.039	9.907	13.415	13.780	6.429
% dep. y amor. sobre inversiones	41,59%	39,66%	49,53%	58,73%	82,31%	110,77%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Del cuadro anterior, vemos que Falabella no gasta mucho de sus ingresos en la compra de PPE o de activos intangibles. En promedio ha gastado 5,72% de sus ingresos en inversiones al año. Además, vemos que este valor disminuyó en 2019 y 2020 justificado por el estallido social y la pandemia. Por otro lado, vemos que desde el 2019 el valor de la depreciación se asemeja mucho al de las inversiones, llegando a que la depreciación represente más del 100% de la inversión en el último periodo. Esto permite concluir que gran parte de las inversiones de los últimos periodos son en mantenimiento del PPE que ya se tiene.

En el cuadro 5.14 encontramos el plan de inversión de Falabella resumido para el periodo 2021-2023.

Cuadro 5.14: Plan de Inversión Falabella S.A. 2021-2023

Plan de inversión	2021	2022	2023
Planes de inversión en Miles de UF	19.700	17.869	14.280
CAPEX (73%)	14.381	13.044	10.424
OPEX (27%)	5.319	4.825	3.856
Nuevas Tiendas	19	23	16
Centros Comerciales	1	0	0

Fuente: Elaboración propia a partir del Plan de Inversión 2020-2023 y Plan de Inversión 2021

El plan de inversión de Falabella comenzó en 2020 con un plan para el periodo 2020-2023. Ya habiendo terminado el 2020 este es el plan de inversión restante que contempla la apertura de 58 tiendas y un centro comercial más que ya está abierto en Cali, Colombia. Además, dicen que destinarán el 31% a remodelación y ampliación de tiendas y malls existentes; otro 31% a nuevas tiendas y malls; y el 38% restante a TI, logística y otros. Sumado a lo anterior, en el plan de 2021 se dice que se destinará el 73% a CAPEX y el 27% a OPEX. Cabe destacar que el plan original contemplaba la apertura de 22 tiendas en el 2021. Sin embargo, en el plan de inversión de este año se dice que solo se abrirán 19 tiendas nuevas. Dado esto, se asume que las tres tiendas de diferencia con el plan original se abrirán en 2022.

El plan propuesto es ambicioso y busca mantener a Falabella como un líder regional en términos de retail. Además, el esfuerzo que se está haciendo a niveles de e-commerce con el fin de concentrar todo el negocio online en una sola plataforma (Falabella.com) necesita de una fuerte inversión en TI y logística que este plan de inversión contempla. Esto permitirá tener un mayor alcance y satisfacer de mejor forma a los clientes.

Por último, en el cuadro 5.15 encontramos el detalle del número de tiendas a Junio de 2021 y la apertura por segmento para 2021 (2022 y 2023 aún no existe el detalle).

Cuadro 5.15: Nuevas Tiendas 2021-2023

Nuevas Tiendas	Tiendas a Dic 2020	2021	2022	2023
Chile				
Tiendas por Departamento Chile	47	0	0	0
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	89	0	0	0
Supermercados Chile	68	4	0	0
Perú				
Tiendas por Departamento Perú	29	1	0	0
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	54	0	0	0
Supermercados Perú	73	7	0	0
Argentina				
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	19	0	0	0
Colombia				
Tiendas por Departamento Colombia	25	0	0	0
Mejoramiento del hogar Colombia (Participación menor a 50%)	40	0	0	0
Brasil				
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	53	0	0	0
Total	497	12	23	16

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros, Plan de Inversión 2020-2023 y Plan de Inversión 2021 de Falabella S.A.

Como se observa en el cuadro 5.15, se especifica el crecimiento por tiendas nuevas por segmento para el año 2021. Sin embargo, se especifican solo 12 tiendas y no 19 como se había especificado. Esto es debido a que los otros 7 se abrieron en México y en el resto de la región. Por lo tanto, no se especificaron en el crecimiento de los ingresos por tiendas nuevas. Además, para los periodos 2024-2026 no se asume apertura de tiendas dado que aún no se tiene información sobre esto. Lo anterior, será importante al momento de calcular el aumento en el ingreso por la apertura de nuevas tiendas.

5.6. Análisis de crecimiento de la industria

En el cuadro 5.16 a continuación, podemos ver el crecimiento proyectado para cada uno de los segmentos de Falabella S.A.

Cuadro 5.16: Crecimiento de los segmentos

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Chile	4,45%	3,96%	4,11%	3,30%	3,03%	3,03%
Tiendas por Departamento Chile	6,99%	5,92%	4,56%	3,11%	2,82%	2,82%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	9,13%	6,70%	6,02%	4,56%	3,69%	3,69%
Supermercados Chile	-0,10%	0,97%	3,79%	2,62%	2,43%	2,43%
Bienes Inmobiliarios Chile	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%
Negocio Bancario	3,42%	3,42%	3,42%	3,42%	3,42%	3,42%
Perú	8,72%	7,57%	6,04%	4,37%	3,16%	3,16%
Tiendas por Departamento Perú	21,75%	19,03%	14,27%	8,35%	4,85%	4,85%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	15,92%	13,30%	10,78%	8,64%	6,31%	6,31%
Supermercados Perú	1,17%	0,78%	0,39%	0,10%	-	-
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,10%	0,10%
Negocio Bancario	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%
Argentina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
CMR Argentina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Colombia	8,58%	5,51%	2,66%	2,56%	2,50%	2,50%
Tiendas por Departamento Colombia	18,83%	9,61%	1,07%	0,78%	0,58%	0,58%
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Negocio Bancario	6,91%	6,91%	6,91%	6,91%	6,91%	6,91%
Brasil	0,63%	1,30%	1,78%	2,07%	2,65%	2,65%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	0,63%	1,30%	1,78%	2,07%	2,65%	2,65%
Otros Negocios y Eliminaciones Brasil	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Total	7,87%	6,33%	5,26%	3,91%	3,19%	3,19%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A., Euromonitor y Banco Central de Chile

Para el negocio no bancario y relacionado al retail se utilizaron las proyecciones hechas por Euromonitor para cada uno de los segmentos y países. Estos ofrecen una proyección año a año que considera factores macroeconómicos y factores de crecimiento interno de la industria de cada país incluyendo el crecimiento del e-commerce en cada segmento y país.

Con respecto al e-commerce, este ha crecido mucho desde el inicio de la pandemia. Falabella para 2020 tuvo un crecimiento de 123% en sus ingresos (GMV) provenientes de la venta online (Falabella S.A., 2020). Sin embargo, este valor no refleja del todo la realidad debido a que el 2020 estuvo marcado por la casi obligación de comprar a través de internet por las cuarentenas. A pesar de esto, si podemos notar un fuerte aumento en la preferencia de compra online por sobre la compra física. Sumado a lo anterior, la industria deberá analizar el efecto que tendrá el aumento de la venta online sobre la venta física la cual será reemplazada en alguna medida por la primera.

Por otro lado, la teoría dice que los márgenes debiesen mejorar. Sin embargo, como se ve en el segmento 5.4 esto no se ha visto reflejado en Falabella. Por lo tanto, como la incorporación del e-commerce es relativamente nueva en la organización no se proyectará ningún efecto en los márgenes por el e-commerce. La forma de incorporar el crecimiento de este será respetando las expectativas de crecimiento de cada segmento y país generados por Euromonito las cuales tienen considerado esto en sus proyecciones.

Sumado a esto, debido a que las proyecciones están en términos nominales, se hizo un ajuste por inflación utilizando la ecuación de Fisher,

$$(1 + i) = (1 + r)(1 + \pi)$$

Donde, i es la tasa nominal, r la tasa real y π la inflación esperada. Chile, Perú y Colombia tienen meta inflacionaria del 3%, mientras que Brasil para el 2021 fijó una meta inflacionaria

de 3,75% (El Economista, 2021). Si bien, con la pandemia estas metas inflacionarias son poco probables que se cumplan, se determinó que se utilizarán estos valores para determinar la tasa real asumiendo que en el largo plazo si se cumplirán los objetivos. Además, estas proyecciones incluyen el crecimiento generado por la recuperación económica de la pandemia, por lo que vemos crecimientos muy grandes para 2021 y 2022. Para los siguientes periodos el crecimiento ya vuelve a niveles pre-pandemia.

Para Argentina, el crecimiento es igual a 0 dado que Falabella cerró sus operaciones en el país vecino y está a la espera de una mejor oferta por Sodimac para poder retirarse totalmente (Diario Financiero, 2021). De esta forma, se toma la decisión de asumir la salida completa de Falabella S.A. de Argentina y utilizar el supuesto de que los ingresos serán igual a 0 para los próximos periodos. Algo parecido se hace para los segmentos “otros negocios y eliminaciones” de cada país. Dado que estos en conjunto representan menos de un 1% del total de ingresos se decidió solo proyectar el segundo semestre de 2021, pero asumir que son igual a 0 desde 2022 en adelante. No tiene un efecto muy grande en la proyección y no tiene sentido considerarlo un ingreso relevante y que valga la pena proyectar si en conjunto vale menos de un 1% de los ingresos.

Además, se contempla el crecimiento en los ingresos de la industria del retail por motivos del plan de inversión presentado en el cuadro 5.14 y 5.15. Para todas las fórmulas que se presenten a continuación veremos como base el promedio de los ingresos por tienda del 2020 multiplicado por el número de nuevas tiendas. Al ser la base el 2020, siempre se debe considerar el crecimiento hasta el año en que se esté calculando el aumento en ingresos por tiendas nuevas. La fórmula para el ingreso por las nuevas tiendas varía dependiendo del año y la información que tenemos disponible. Para el segundo semestre de 2021, se contempla que la apertura de todas las tiendas se produce en el segundo semestre. Si bien, el supermercado Tottus en Antofagasta ya está funcionando, esta abrió en mayo de 2021, por lo que veremos el verdadero impacto en los ingresos del segundo semestre. Esto es similar para

varias tiendas ya abiertas. Además, dado que tenemos la especificación por segmento y país, podemos incorporar este valor en el crecimiento del ingreso por segmento y país para todos los años siguientes. Por lo tanto no será necesario incorporar el 2021 en las fórmulas de los años siguientes. Es así, que se utiliza la siguiente fórmula para el 2021:

$$\begin{aligned} & \text{Ingreso nuevas tiendas}_{s,p,2021} \\ &= \frac{\text{Ingresos Retail}_{s,p,2020}}{\text{Total Tiendas}_{s,p,2020}} * \text{Nuevs Tiendas}_{s,p,2021} * (1 + r_{s,p,2021}) \end{aligned}$$

Donde, $r_{s,p,2021}$ es el crecimiento del segmento s , del país p para el año 2021. Lo que vemos en esta ecuación es que el aumento en los ingresos por tiendas nuevas para el año 2021 es el ingreso promedio de cada tienda por segmento y país multiplicado por las nuevas tiendas para el 2021. Como este valor es en base a 2020, se multiplica por el crecimiento del segmento y país del 2021.

Para el 2022, la fórmula es la misma, sin embargo, para este periodo no tenemos el detalle por segmento de manera que se hará de manera global para el retail. Además, no se incorpora el año 2021 dado que este crecimiento quedará incorporado en el crecimiento de los ingresos que se calcula para cada segmento y cada país. Con esto, la ecuación es:

$$\begin{aligned} & \text{Ingreso nuevas tiendas}_{2022} \\ &= \frac{\text{Ingresos Retail}_{2020}}{\text{Total Tiendas}_{2020}} * \text{Nuevas Tiendas}_{2022} * (1 + r_{2021})(1 + r_{2022}) \end{aligned}$$

Donde r es el crecimiento promedio del retail para los periodos especificados. Siguiendo, la fórmula para 2023 es la misma que para 2022, pero incorporamos el crecimiento de 2022 multiplicado por el crecimiento promedio del retail de 2023. La ecuación es la siguiente:

*Ingreso nuevas tiendas*₂₀₂₃

$$= \frac{\text{Ingresos Retail}_{2020}}{\text{Total Tiendas}_{2020}} * \text{Nuevas Tiendas}_{2023} * (1 + r_{2021})(1 + r_{2022})(1 + r_{2023})$$

$$+ \text{Ingreso nuevas tiendas}_{2022} * (1 + r_{2023})$$

Luego, para los periodos 2024 hasta 2026, no tenemos información de apertura de tiendas nuevas. Por lo tanto, se utiliza la siguiente ecuación que hace crecer los ingresos por tiendas nuevas del periodo anterior a la tasa de crecimiento promedio del retail al periodo actual. La ecuación para el 2024 hasta 2026 es:

$$\text{Ingreso nuevas tiendas}_t = \text{ingreso nuevas tiendas}_{t-1} * (1 + r_t)$$

Donde, t va desde 2024 hasta 2026. Teniendo la ecuación de ingreso por nuevas tiendas para cada periodo, se tiene la siguiente fórmula para el cálculo del ingreso total:

$$\text{Ingreso Total}_t = \sum \text{Ingreso}_{p,s,t-1} * (1 + r_{p,s,t}) + \text{ingreso nuevas tiendas}_t$$

Donde $\text{Ingreso}_{p,s,t-1}$ es el ingreso del segmento s en el país p para el periodo $t - 1$, $\text{ingreso nuevas tiendas}_t$ y $r_{p,s,t}$ es la tasa de crecimiento proyectada para el segmento s en el país p para el periodo t . Sin embargo, esta fórmula se utiliza para los periodos 2022 hasta 2026. En el caso del 2021, solo se debe proyectar el segundo semestre. Para esto, lo que se hizo fue ver si existía estacionalidad en los ingresos totales de Falabella. En el cuadro 5.17 se encuentra la información semestral de los ingresos.

Cuadro 5.17: Estacionalidad Semestral Falabella S.A.

En Miles de UF	S1 16	S2 16	S1 17	S2 17	S1 18	S2 18	S1 19	S2 19	S1 20	S2 20
Retail	145.680	154.088	147.686	158.673	140.310	149.067	138.502	145.977	115.102	169.760

Retail % Semestral	48,60%	51,40%	48,21%	51,79%	48,49%	51,51%	48,69%	51,31%	40,41%	59,59%
Bancario	12.720	13.473	13.694	13.367	22.128	23.338	23.456	24.365	22.341	18.443
Bancario % Semestral	48,56%	51,44%	50,60%	49,40%	48,67%	51,33%	49,05%	50,95%	54,78%	45,22%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A

Lo que encontramos es que en promedio en el negocio no bancario, para el periodo 2016-2019, el segundo semestre representa un 51,51% de los ingresos mientras que el primer semestre representa un 48,49%. En el caso del negocio bancario, el segundo semestre representa un 50,78% mientras que el primer semestre representa un 49,22%. Si bien, en ambos casos la estacionalidad es baja, si se encuentran patrones constantes de un mejor resultado en los segundos semestres comparando contra el primero. No se consideró el 2020 en este análisis dado que el primer semestre de ese año está completamente sesgado el análisis. Dado lo anterior, para el 2021 la ecuación que se utiliza es:

$$\begin{aligned}
 & \text{Ingreso Total}_{2021} \\
 &= \frac{\text{Ingreso } S1_{s,p,2021}}{\% \text{promedio Ingreso total } S1_b} * \% \text{promedio Ingreso total } S2_b \\
 &+ \text{Ingreso Nuevas Tiendas}_{s,p,2021}
 \end{aligned}$$

Donde, $\text{Ingreso } S1_{s,p,2021}$ es el ingreso del primer semestre del segmento s , del país p en el 2021. $\% \text{promedio Ingreso total } S1_b$ es el porcentaje promedio de los ingresos dependiendo si el negocio es bancario (49,22%) o no bancario (48,49%) en el primer semestre y $\% \text{promedio Ingreso total } S2_b$ es el porcentaje promedio de los ingresos dependiendo si el negocio es bancario (50,78%) o no bancario (51,51%) en el segundo semestre. A eso se le suma el ingreso en nuevas tiendas para el 2021 a los segmentos donde habrá tiendas nuevas.

En cuanto al negocio inmobiliario, se utilizó el crecimiento promedio de los ingresos entre 2016 y 2019. No se incorporó el 2020 dado que la pandemia golpeó muy fuerte los ingresos de este segmento. Sin embargo, la vuelta a la normalidad debiese tender a un crecimiento de estos.

Si se incorpora el 2020 el crecimiento promedio quedaba negativo lo cual es poco probable. Por otro lado, Falabella no tiene planificado en este momento la apertura de nuevos centros comerciales en Chile. El centro comercial que se quería abrir en 2021 se abrió en Colombia. Sin embargo, el negocio inmobiliario de Colombia no consolida en los estados de resultado de Falabella S.A. En consecuencia, se asume que los ingresos crecerán de forma orgánica y siguiendo el promedio de 2016-2019 de 2,78%.

Para el negocio bancario, en el caso chileno, se estimó la tasa de crecimiento de colocaciones para Chile en UF durante el periodo 2016-2021. En el cuadro 5.18 encontramos esta información resumida.

Cuadro 5.18: Colocaciones y Crecimiento Colocaciones Industria Bancaria de Chile

Colocaciones en moneda nacional	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021	
Colocaciones Bancarias Chile en miles de UF	5.549.105	5.712.789	6.114.404	6.515.763	6.498.706	6.552.590	Promedio
Crecimiento Colocaciones	0,00%	2,95%	7,03%	6,56%	-0,26%	0,83%	3,42%

Fuente: Elaboración propia a partir de Banco Central de Chile

Del cuadro anterior se obtiene un crecimiento de 3,42% en promedio en el periodo de estudio. Se utilizó el crecimiento de las colocaciones en Chile dado que es un buen proxy de cuanto podemos esperar que crezcan las colocaciones de Falabella y por ende sus ingresos.

Para el caso peruano y colombiano, no se encontró información acerca del crecimiento en las colocaciones a nivel nacional. Dado esto, lo que se decide hacer es determinar el aumento promedio en los ingresos de 3 de los bancos más importantes de cada país. Para determinar el tamaño del banco se buscó los 3 bancos con mayores ingresos y activos. La información de los ingresos de estos bancos fue descargada de Eikon Thomson Reuters en CLP y fue transformada a UF para eliminar sesgos inflacionarios. Para Perú, los 3 bancos más grandes son BBVA Perú, Banco de Crédito del Perú e InterBank. Todos estos tienen en promedio un

crecimiento de 4,7% en el periodo 2016-2019. Este será el dato de crecimiento para los ingresos del negocio bancario de Falabella. Todo lo anterior lo podemos ver resumido en los cuadros 5.19 y 5.20 a continuación.

Cuadro 5.19: Ingresos de los 3 bancos más grandes de Perú

Ingresos Bancos Peruanos en miles de UF	2016	2017	2018	2019	2020
BBVA Perú	46.434	45.193	44.202	50.089	47.732
BCP	97.977	99.016	99.107	112.143	107.948
InterBank	35.085	35.120	35.546	42.181	40.221

Fuente: Elaboración Propia a partir de Eikon Thomson Reuters

Cuadro 5.20: Crecimiento Ingresos de los 3 bancos más grandes de Perú

Ingresos sobre Colocaciones	2016	2017	2018	2019	2020	
BBVA Perú	0,0%	-2,7%	-2,2%	13,3%	-4,7%	
BCP	0,0%	1,1%	0,1%	13,2%	-3,7%	Promedio
InterBank	0,0%	0,1%	1,2%	18,7%	-4,6%	4,7%

Fuente: Elaboración Propia a partir de Eikon Thomson Reuters

Por su parte, en Colombia los 3 bancos más grandes son Bancolombia, Banco de Bogotá y Banco Davivienda. En promedio estos crecen un 1% al año. Lo anterior lo podemos ver en los cuadros 5.21 y 5.22 a continuación:

Cuadro 5.21: Ingresos de los 3 bancos más grandes de Colombia

Ingresos Bancos Colombianos en miles de UF	2016	2017	2018	2019	2020
Bancolombia	174.412	182.104	173.588	181.204	172.108
Banco de Bogotá	153.957	136.347	138.615	144.472	152.692
Banco Davivienda	86.861	90.588	89.845	96.407	100.998

Fuente: Elaboración Propia a partir de Eikon Thomson Reuters

Cuadro 5.22: Crecimiento en los Ingresos de los 3 bancos más grandes de Colombia

Crecimiento Ingresos Bancos Colombianos en miles de UF	2016	2017	2018	2019	2020	
Bancolombia	0,0%	4,4%	-4,7%	4,4%	-5,0%	
Banco de Bogotá	0,0%	-11,4%	1,7%	4,2%	5,7%	Promedio
Banco Davivienda	0,0%	4,3%	-0,8%	7,3%	4,8%	1,0%

Fuente: Elaboración Propia a partir de Eikon Thomson Reuters

Sin embargo, a diferencia del negocio bancario de Chile y Perú, este ha tenido un crecimiento orgánico muy grande teniendo en promedio un crecimiento de 12,78% para el periodo 2016-2019. De hecho, a nivel de activos podemos ver que este ha crecido mucho desde 2016. En el cuadro 5.23 podemos ver el crecimiento en los activos para los 3 segmentos del banco.

Cuadro 5.23: Activos por Segmento del Negocio Bancario de Falabella S.A.

Activos por segmento Negocio bancario en Miles de UF	2016	2017	2018	2019	2020	30-jun-2021
Chile	87.521	89.656	168.852	188.333	197.080	193.684
Perú	37.091	31.285	28.757	33.071	32.847	22.753
Colombia	18.974	18.805	26.142	34.350	33.141	31.250

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Del cuadro anterior, vemos que el negocio bancario en Colombia ha aumentado en casi el doble. Para Chile no es el mismo análisis porque el crecimiento tiene relación con la incorporación de la promotora CMR al banco. Dado esto, es imposible no pensar que el negocio en Colombia seguirá creciendo aunque no al mismo nivel que en los últimos años. En consecuencia, para incorporar el crecimiento orgánico se decide sacar un promedio entre el

crecimiento de los 3 bancos más grandes de Colombia y el crecimiento que ha presentado el Banco Falabella en Colombia. Es así como queda un crecimiento de 6,91% al año.

De forma global, se hizo un promedio ponderado con el porcentaje promedio de los ingresos que representa cada segmento y se multiplicó año a año por su tasa de crecimiento esperada. Lo interesante es ver que para el 2021 y 2022 el crecimiento es alto llegando a 7,87% en promedio. Sin embargo, a medida que pasen los años y que el mercado se recupere de los efectos de la pandemia, el crecimiento irá disminuyendo.

6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

6.1. Ingresos operacionales proyectados

Para proyectar el ingreso operacional, primero debemos proyectar el ingreso producto de la apertura de nuevas tiendas. Dado que esta apertura solo se produce en el retail, generamos un resumen de esta información en la 6.1 a continuación. Además, acá encontraremos el crecimiento promedio solo de la operación de retail en Falabella S.A.

Cuadro 6.1: Crecimiento Promedio Retail

	% Promedio del Total	% Promedio del retail	Crecimie nto 2021	Crecimie nto 2022	Crecimie nto 2023	Crecimie nto 2024	Crecimie nto 2025	Crecimie nto 2026
Tiendas por Departamento Chile	18,03%	21,44%	6,99%	5,92%	4,56%	3,11%	2,82%	2,82%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	26,26%	31,23%	9,13%	6,70%	6,02%	6,02%	3,69%	3,69%
Supermercados Chile	9,17%	10,91%	-0,10%	0,97%	3,79%	3,79%	2,43%	2,43%
Tiendas por Departamento Perú	6,83%	8,13%	21,75%	19,03%	14,27%	14,27%	4,85%	4,85%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	7,23%	8,60%	15,92%	13,30%	10,78%	10,78%	6,31%	6,31%
Supermercados Perú	9,90%	11,77%	1,17%	0,78%	0,39%	0,39%	-0,10%	-0,10%
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tiendas por Departamento Colombia	4,39%	5,22%	18,83%	9,61%	1,07%	1,07%	0,58%	0,58%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	2,27%	2,70%	0,63%	1,30%	1,78%	1,78%	2,65%	2,65%
Total	84,09%	100%	8,61%	6,79%	5,51%	5,20%	3,05%	3,05%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A. y Euromonitor

Con esta información procedemos a calcular los ingresos producto de la apertura de tiendas nuevas utilizando las fórmulas de la sección 5.6. En el cuadro 6.2, encontramos los resultados de estos cálculos.

Cuadro 6.2: Crecimiento del Ingreso por Nuevas Tiendas en Falabella S.A.

Miles de UF	S2 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Chile						
Tiendas por Departamento Chile	0	0	0	0	0	0
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	0	0	0	0	0	0
Supermercados Chile	1.753	0	0	0	0	0
Perú						
Tiendas por Departamento Perú	794	0	0	0	0	0
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	0	0	0	0	0	0
Supermercados Perú	3.842	0	0	0	0	0
Argentina						
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	0	0	0	0	0	0
Colombia						
Tiendas por Departamento Colombia	0	0	0	0	0	0
Mejoramiento del hogar Colombia (Participación menor a 50%)	0	0	0	0	0	0
Brasil						
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	0	0	0	0	0	0
Total	6.389	14.477	25.899	27.245	28.076	28.931

Fuente: Elaboración propia a partir del Plan de Inversión 2020-2023, Plan de Inversión 2021 y Estados Financieros de Falabella S.A.

Del cuadro anterior, podemos ver que se hace la especificación por segmento y país para el año 2021. Sin embargo, desde el año 2022 en adelante solo podemos hacer un análisis global. Teniendo esto, procedemos a hacer la proyección del ingreso para todos los años. En el cuadro, 6.3 encontramos los resultados y en el cuadro 6.4 encontramos el ingreso total del negocio no bancario y bancario.

Cuadro 6.3: Proyección Ingresos Falabella S.A.

En Miles de UF	Ene-Jun 2021	Jul-Dic 2021	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Chile	114.988	123.532	238.520	250.863	263.239	273.054	281.862	290.960
Tiendas por Departamento Chile	30.431	32.321	62.752	66.468	69.501	71.660	73.678	75.752
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	52.095	55.329	107.424	114.620	121.520	127.065	131.753	136.614
Supermercados Chile	15.768	18.499	34.267	34.600	35.910	36.851	37.746	38.662
Bienes Inmobiliarios Chile	5.224	5.548	10.772	11.072	11.380	11.697	12.022	12.357
Negocio Bancario	11.471	11.834	23.305	24.103	24.928	25.781	26.663	27.575
Perú	40.899	47.993	88.892	95.228	101.973	107.165	110.917	114.883
Tiendas por Departamento Perú	9.328	10.702	20.030	23.841	27.244	29.519	30.951	32.454
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	11.599	12.319	23.919	27.100	30.020	32.614	34.673	36.861
Supermercados Perú	16.688	21.566	38.254	38.551	38.701	38.738	38.701	38.663
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	588	625	1.214	0	0	0	0	0
Negocio Bancario	2.695	2.781	5.476	5.736	6.008	6.294	6.592	6.905
Argentina	3.531	3.750	7.281	0	0	0	0	0
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	3.163	3.360	6.523	0	0	0	0	0
CMR Argentina	310	329	640	0	0	0	0	0
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	57	61	118	0	0	0	0	0
Colombia	9.008	9.469	18.476	19.091	19.705	20.317	20.943	21.607
Tiendas por Departamento Colombia	5.346	5.678	11.023	12.083	12.212	12.307	12.378	12.450
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	435	462	898	0	0	0	0	0
Negocio Bancario	3.227	3.329	6.555	7.008	7.493	8.011	8.564	9.156
Brasil	3.508	3.726	7.235	7.329	7.460	7.614	7.816	8.023
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	3.508	3.726	7.235	7.329	7.460	7.614	7.816	8.023
Total	172.516	188.469	360.404	386.988	418.276	435.396	449.613	464.405

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Cuadro 6.4: Proyección Ingresos totales Negocio no Bancario y Bancario

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos por Venta No Bancarios	170.526	350.141	379.847	395.311	407.794	420.768
Ingresos por Venta Bancarios	17.943	36.847	38.429	40.085	41.820	43.637
Total	188.469	386.988	418.276	435.396	449.613	464.405

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

6.2. Costos y Gastos operacionales proyectados

En ninguna de las cuentas a continuación se encuentran patrones de crecimiento. Sin embargo, si encontramos un patrón en estos como porcentaje del ingreso. Por lo tanto, todas las cuentas a continuación son estimados como la multiplicación del ingreso por el porcentaje promedio que cada cuenta representan sobre el ingreso.

6.2.1. Costo de Venta

A continuación, en el cuadro 6.5, encontramos el promedio de la relación costo de venta sobre ingresos de cada segmento y país.

Cuadro 6.5: Porcentaje Promedio por Segmento de Costo de Venta sobre Ingreso por Ventas Falabella S.A.

	PROMEDIO
Chile	61,48%
Tiendas por Departamento Chile	67,73%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	69,26%
Supermercados Chile	74,20%
Promotora CMR	16,88%
Bienes Inmobiliarios Chile	32,95%
Negocio Bancario	21,95%
Perú	66,31%
Tiendas por Departamento Perú	70,54%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	69,84%
Supermercados Perú	75,44%
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	26,76%
Negocio Bancario	19,72%
Argentina	53,42%
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	53,27%
CMR Argentina	49,52%
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	-3,43%
Colombia	54,39%
Tiendas por Departamento Colombia	71,70%
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	5,45%
Negocio Bancario	24,85%
Brasil	65,24%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	65,24%
Otros Negocios y Eliminaciones Brasil	0,00%
Provisión por riesgo de créditos	22,47%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Siguiendo, al haber un aumento en los ingresos por la apertura de nuevas tiendas, también habrá un aumento en los costos generado por estos. Desde el 2022, como no tenemos especificación de donde se abrirán las nuevas tiendas, este aumento en el costo por la apertura de nuevas tiendas no estará incorporado en el costo total. Esto porque el costo se

proyecta como porcentaje de los ingresos. Es por esto, que se determinó el costo promedio del retail y se multiplicó por el aumento en los ingresos por las nuevas tiendas desde 2022 hasta 2026. El promedio se calcula como un promedio ponderado del porcentaje del costo de cada segmento del retail sobre el total de costo del retail multiplicado por el porcentaje promedio del costo de cada segmento sobre el total de ingresos de su segmento. Esta información la encontramos resumida en el cuadro 6.6 a continuación y en el cuadro 6.7 encontraremos el costo por venta generado por la apertura de nuevas tiendas. Se observa que el porcentaje de costo sobre ingreso promedio para el retail es de 69,88%.

Cuadro 6.6: Porcentaje Promedio de Costo de Venta sobre Ingreso por Venta en el Retail de Falabella S.A.

Información Segmentos Negocios	% Promedio del Total	% Promedio del retail	%Costo sobre Ingreso
Tiendas por Departamento Chile	17,58%	19,93%	67,73%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	26,17%	29,67%	69,26%
Supermercados Chile	9,79%	11,10%	74,20%
Tiendas por Departamento Perú	6,94%	7,87%	70,54%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	7,28%	8,26%	69,84%
Supermercados Perú	10,72%	12,15%	75,44%
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	3,06%	3,47%	53,27%
Tiendas por Departamento Colombia	4,53%	5,13%	71,70%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	2,13%	2,42%	65,24%
Total	88,21%	100%	69,88%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Cuadro 6.7: Costo por venta total generado por las nuevas tiendas en Falabella S.A.

Miles de UF	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Costo por venta de tiendas nuevas	4.759	10.116	18.098	19.038	19.618	20.217

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Con todas las consideraciones anteriores, en el cuadro 6.8 se encuentran los resultados de la proyección del costo por venta incluido lo generado por la apertura de nuevas tiendas. Finalmente, en el cuadro 6.9, encontramos el monto total del costo de venta para el negocio no bancario y bancario

Cuadro 6.8: Costo de Venta Proyectado por Segmento y País

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Chile	78.369	159.897	168.026	174.362	179.985	185.794
Tiendas por Departamento Chile	21.892	45.021	47.075	48.537	49.904	51.309
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	38.324	79.392	84.171	88.011	91.258	94.625
Supermercados Chile	13.727	25.673	26.646	27.344	28.008	28.688
Bienes Inmobiliarios Chile	1.828	1.869	1.921	1.975	2.030	2.086
Negocio Bancario	2.598	7.942	8.213	8.495	8.785	9.086
Perú	33.137	63.382	67.876	71.317	73.772	76.370
Tiendas por Departamento Perú	7.548	15.809	18.066	19.574	20.524	21.521
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	8.604	19.115	21.175	23.005	24.456	26.000
Supermercados Perú	16.270	26.923	27.028	27.054	27.028	27.002
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	167	0	0	0	0	0
Negocio Bancario	548	1.535	1.608	1.684	1.764	1.848
Argentina	1.951	0	0	0	0	0
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	1.790	0	0	0	0	0
CMR Argentina	163	0	0	0	0	0
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	-2	0	0	0	0	0
Colombia	4.923	6.954	7.050	7.130	7.199	7.271
Tiendas por Departamento Colombia	4.071	6.572	6.642	6.694	6.733	6.772
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	25	0	0	0	0	0
Negocio Bancario	827	382	408	436	466	499
Brasil	2.431	4.781	4.866	4.967	5.099	5.234
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	2.431	4.781	4.866	4.967	5.099	5.234
Provisión por riesgo de créditos	4.032	8.281	8.636	9.008	9.398	9.807
Total	124.843	253.410	274.552	285.823	295.072	304.691

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Cuadro 6.9: Costo de Venta Total Proyectado para Falabella S.A.

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Costos por Venta No Bancarios	116.837	235.272	255.687	266.199	274.658	283.452
Costos por Venta Bancarios	8.006	18.139	18.865	19.623	20.414	21.239
Total	124.843	253.410	274.552	285.823	295.072	304.691

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

6.2.2. Gasto de Administración y Venta

A continuación, en el cuadro 6.10, encontramos el promedio de cada cuenta del gasto de administración y venta sobre el ingreso. El ingreso se diferencia para las cuentas pertenecientes al negocio bancario del no bancario. Posteriormente, en el cuadro 6.11 Encontramos la proyección de cada cuenta del gasto de administración y venta, y el monto total para el negocio bancario y no bancario.

Cuadro 6.10: Porcentaje Promedio Gasto de Administración y Venta sobre Ingresos de Falabella S.A.

	Promedio
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	12,60%
Arriendos y gastos comunes	1,48%
Servicios básicos energía y agua	0,68%
Servicios computación	0,11%
Materiales e insumos	0,52%
Viajes, estadía y movilización	0,21%
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	0,94%
Honorarios y servicios de terceros	1,64%
Elementos de seguridad	0,30%
Mantenimiento y reparación	0,28%
Comunicación	0,04%
Comisiones	0,51%
Otros	0,03%
Total Negocio no Bancario	19,35%
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	12,39%
Gastos de administración	17,83%
Otros gastos operacionales	3,36%
Total Negocio Bancario	33,58%
Total	20,85%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Cuadro 6.11: Gastos de Administración y Venta proyectados para Falabella S.A.

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	21.488	44.122	47.865	49.814	51.387	53.022
Arrendos y gastos comunes	2.520	5.175	5.614	5.842	6.027	6.219
Servicios básicos energía y agua	1.152	2.365	2.565	2.670	2.754	2.841
Servicios computación	192	395	428	445	460	474
Materiales e insumos	887	1.821	1.975	2.056	2.121	2.188
Viajes, estadía y movilización	352	723	785	817	843	869
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	1.611	3.309	3.589	3.736	3.853	3.976
Honorarios y servicios de terceros	2.802	5.753	6.241	6.495	6.700	6.913
Elementos de seguridad	503	1.033	1.121	1.167	1.204	1.242
Mantenimiento y reparación	479	984	1.067	1.111	1.146	1.182
Comunicación	77	157	171	178	183	189
Comisiones	877	1.800	1.953	2.032	2.097	2.163
Otros	59	122	132	137	142	146
Total Negocio no Bancario	32.999	67.757	73.506	76.498	78.914	81.425
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	2.223	4.564	4.760	4.966	5.180	5.406
Gastos de administración	3.199	6.569	6.851	7.147	7.456	7.780
Otros gastos operacionales	603	1.239	1.292	1.348	1.407	1.468
Total Negocio Bancario	6.025	12.373	12.904	13.461	14.043	14.653
Total	39.025	80.131	86.410	89.959	92.957	96.078

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

6.2.3. Otros Costos y Gastos Operacionales

A continuación, en el cuadro 6.12 se presenta la proyección de otros costos, ingresos y gastos operacionales del sector bancarios. Se utilizan los promedios expuestos en la sección 5.2 que son 1,86%, -0,25% y 0,27% de los ingresos, respectivamente.

Cuadro 6.12: Proyección de Otros Costos, Gastos e Ingresos del Negocio Bancario Falabella S.A.

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad neta de operaciones financieras	335	687	717	748	780	814
(Pérdida) Utilidad de cambio neta	(45)	(92)	(96)	(100)	(104)	(109)
Otros ingresos operacionales	49	100	104	109	113	118

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Siguiendo, en el cuadro 6.13, se encuentra la proyección del costo de distribución. Como se presentó en el cuadro 5.7 de la sección 5.2, el costo de distribución representa un 1,63% de los ingresos. En base a ese dato se realizó la proyección.

Cuadro 6.13: Proyección de Costos de Distribución del Negocio no Bancario en Falabella S.A.

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Costos de Distribución	(2.774)	(5.696)	(6.179)	(6.431)	(6.634)	(6.845)

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

6.2.4. Depreciación y Amortización

Como se observa en la sección 5.5.3, no se puede encontrar un patrón de cuánto es la depreciación sobre la inversión realizada. Por lo tanto, se decidió ver si existe un patrón en base a los ingresos y encontramos uno. Como se puede ver en el cuadro 6.14, en promedio la depreciación y amortización del negocio no bancario es un 3,47% de los ingresos no bancarios. En el caso del negocio bancario, estos representan un 2,71% de los ingresos.

Cuadro 6.14: Porcentaje Promedio de Depreciación sobre Ingresos Falabella S.A.

% Dep y Amor. sobre ingresos	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21	Promedio
Dep y Amor. Negocio No Bancario	-2,56%	-2,71%	-3,16%	-4,28%	-4,38%	-3,74%	-3,47%
Dep y Amor. Negocio Bancario	-2,44%	-2,73%	-1,69%	-2,59%	-3,16%	-3,64%	-2,71%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

En el cuadro 6.15 encontramos la proyección de la depreciación y amortización. Esto se hizo multiplicando el ingreso proyectado de cada negocio por el promedio presentado en el cuadro 6.12.

Cuadro 6.15: Proyección de Depreciación y Amortización para Falabella S.A.

Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Depreciación y Amortización No Bancario	(5.920)	(12.156)	(13.187)	(13.724)	(14.157)	(14.608)
Depreciación y Amortización Bancario	(486)	(997)	(1.040)	(1.085)	(1.132)	(1.181)

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

6.3. Resultado no operacional proyectado

A continuación, en el cuadro 6.16, se presentan los promedios del % cada una de las cuentas que han compuesto el resultado no operacional sobre el ingreso. Luego, en el cuadro 6.17, encontramos los resultados de la proyección. Es importante recordar que las únicas cuentas recurrentes en otras (pérdidas) ganancias son: reverso de provisiones, indemnizaciones, ganancias (pérdidas) por baja de propiedades, plantas y equipos, recupero de impuestos y otros. Dado esto, es que solo estas cuentas fueron proyectadas. Las otras se asumen 0. Además, en el caso del costo financiero, este se proyectó utilizando el promedio del costo financiero de los años 2019-2020 que es de 8.085 MUF . Esto se hace debido a que el modelo asume que la deuda financiera y la estructura de capital se mantienen constantes. Dado lo

anterior, es que el costo financiero también se debiese mantener constante en el tiempo de forma que un promedio de los últimos dos periodos es una buena aproximación de este.

Cuadro 6.16: Porcentaje Promedio de resultado no operacional sobre ingresos en Falabella S.A.

	Promedio
Otros gastos, por función	-1,63%
Efectos del temporal Perú	-0,02%
Arriendos de Bienes Raíces	0,00%
Resultado por reestructuración negocios Argentina	-0,19%
Perdida por alteraciones al orden público	-0,06%
Reverso de provisiones	0,07%
Indemnizaciones	0,20%
Ganancia (pérdida) por baja propiedades, planta y equipo	-0,02%
Demandas y litigios	-0,03%
Deterioro de activos disponibles para la venta	-0,01%
Efecto escisión Aventura Plaza	0,30%
Efecto término de contrato concesión Puerto Barón	-0,01%
Resultado por enajenación de negocios	0,02%
Recupero de impuestos	0,03%
Plusvalía negativa por adquisición de Centro Comercial Calima (Nota 41)	0,00%
Otros	0,02%
Otras (pérdidas) ganancias	0,33%
Ingresos financieros	0,49%
Sodimac Colombia S.A.	0,24%
Sociedad Distribuidora de Mejoramiento del Hogar y Construcción S.A.P.I. de C.V.	-0,07%
Inmobiliaria Cervantes S.A.	0,00%
Servicios Financieros Soriana S.A.P.I de C.V.	-0,06%
Inmobiliaria Sodimeg S.A de C.V	0,00%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, No Bancario	0,13%
Diferencias de cambio	-0,23%
Resultado por unidades de reajuste	-0,33%
Gasto no Operacional, no bancario	-3,77%

Unibanca S.A.	0,06%
Resultado por inversiones en sociedades, Bancario	0,06%
Gasto no operacional, bancario	0,06%
Total Resultado No Operacional	-3,33%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Cuadro 6.17: Proyección Resultado no Operacional de Falabella S.A.

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Otros gastos, por función	(2.778)	(5.703)	(6.187)	(6.439)	(6.642)	(6.854)
Reverso de provisiones	127	261	283	295	304	314
Indemnizaciones	349	717	778	810	835	862
Ganancia (pérdida) por baja propiedades, planta y equipo	(28)	(58)	(63)	(65)	(68)	(70)
Recupero de impuestos	56	115	125	130	134	138
Otros	35	72	78	81	83	86
Otras (pérdidas) ganancias	539	1.107	1.201	1.250	1.289	1.330
Ingresos financieros	838	1.722	1.868	1.944	2.005	2.069
Costos financieros	(4.687)	(8.085)	(8.085)	(8.085)	(8.085)	(8.085)
Sodimac Colombia S.A.	413	848	920	957	987	1.019
Sociedad Distribuidora de Mejoramiento del Hogar y Construcción S.A.P.I. de C.V.	(113)	(231)	(251)	(261)	(270)	(278)
Inmobiliaria Cervantes S.A.	0	1	1	1	1	1
Servicios Financieros Soriana S.A.P.I de C.V.	(99)	(203)	(220)	(229)	(236)	(244)
	0	0	0	0	0	0
Inmobiliaria Sodimeg S.A de C.V	0	1	1	1	1	1
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, No Bancario	218	448	486	506	522	538
Diferencias de cambio	(391)	(802)	(870)	(905)	(934)	(964)
Resultado por unidades de reajuste	(564)	(1.159)	(1.257)	(1.308)	(1.350)	(1.392)
Gasto no Operacional, no bancario	(6.824)	(12.472)	(12.845)	(13.038)	(13.195)	(13.357)
Unibanca S.A.	10	21	22	23	24	25
Resultado por inversiones en sociedades, Bancario	10	21	22	23	24	25
Gasto no operacional, bancario	10	21	22	23	24	25
Total Resultado No Operacional	(6.814)	(12.451)	(12.822)	(13.015)	(13.171)	(13.332)

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

6.4. Impuesto corporativo proyectado

Para proyectar el impuesto se asumió una tasa de impuestos corporativa del 27%. Como se menciona en la sección 4, se espera que esta tasa siga vigente para los próximos periodos. Los resultados de la proyección se encuentran en el cuadro 6.18, a continuación. Este cuadro muestra la suma de la utilidad antes de impuestos UAI del negocio bancario y no bancario. Por lo tanto, el impuesto corporativo presentado es el total para los negocios de Falabella S.A.

Cuadro 6.18: Proyección Impuesto Corporativo de Falabella S.A.

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
UAI	8.947	22.842	24.809	26.115	27.279	28.493
Impuestos (27%)	(2.416)	(6.167)	(6.698)	(7.051)	(7.365)	(7.693)

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF (o miles de dólares)

A continuación, en los cuadros 6.19 y 6.20 se presentan los estados de resultados proyectados en miles de UF para el negocio no bancario y bancario, respectivamente.

Cuadro 6.19: Proyección Estado de Resultados negocio no bancario en Falabella S.A.

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos por Venta	170.526	350.141	379.847	395.311	407.794	420.768
Costo por Venta	(116.837)	(235.272)	(255.687)	(266.199)	(274.658)	(283.452)
Margen Bruto	53.689	114.869	124.160	129.111	133.135	137.315
Costos de Distribución	(2.774)	(5.696)	(6.179)	(6.431)	(6.634)	(6.845)
GAV	(32.999)	(67.757)	(73.506)	(76.498)	(78.914)	(81.425)
EBITDA	17.916	41.416	44.475	46.182	47.587	49.046
Depreciación y Amortización	(5.920)	(12.156)	(13.187)	(13.724)	(14.157)	(14.608)
EBIT	11.996	29.260	31.287	32.458	33.430	34.438
Otros Gastos, por función	(2.778)	(5.703)	(6.187)	(6.439)	(6.642)	(6.854)
Otras (pérdidas) ganancias	539	1.107	1.201	1.250	1.289	1.330
Ingresos Financieros	838	1.722	1.868	1.944	2.005	2.069
Costos financieros	(4.687)	(8.085)	(8.085)	(8.085)	(8.085)	(8.085)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, No Bancario	218	448	486	506	522	538
Diferencias de cambio	(391)	(802)	(870)	(905)	(934)	(964)
Resultado por unidades de reajuste	(564)	(1.159)	(1.257)	(1.308)	(1.350)	(1.392)
UAI	5.172	16.788	18.443	19.420	20.235	21.081
Impuesto (27%)	(1.396)	(4.533)	(4.980)	(5.243)	(5.464)	(5.692)
Utilidad	3.775	12.255	13.463	14.176	14.772	15.389

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Cuadro 6.20: Proyección Estado de Resultados negocio bancario en Falabella S.A.

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingreso por Venta	17.943	36.847	38.429	40.085	41.820	43.637
Costo por Venta	(8.006)	(18.139)	(18.865)	(19.623)	(20.414)	(21.239)
Margen Bruto	9.937	18.708	19.563	20.462	21.406	22.398
Utilidad neta de operaciones financieras	335	687	717	748	780	814
(Pérdida) Utilidad de cambio neta	(45)	(92)	(96)	(100)	(104)	(109)
Otros ingresos operacionales	49	100	104	109	113	118
GAV	(6.025)	(12.373)	(12.904)	(13.461)	(14.043)	(14.653)
EBITDA	4.251	7.030	7.384	7.757	8.152	8.568
Depreciación y Amortización	(486)	(997)	(1.040)	(1.085)	(1.132)	(1.181)
EBIT	3.765	6.033	6.344	6.673	7.020	7.387
Resultado por inversiones en sociedades, Bancario	10	21	22	23	24	25
UAI	3.775	6.054	6.366	6.696	7.044	7.412
Impuestos (27%)	(1.019)	(1.635)	(1.719)	(1.808)	(1.902)	(2.001)
Utilidad	2.756	4.420	4.647	4.888	5.142	5.411

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

6.6. Estado de resultados proyectado porcentual

A continuación, en los cuadros 6.21 y 6.22 se presentan los estados de resultados proyectados como porcentaje del ingreso proyectado para el negocio no bancario y bancario, respectivamente. Es importante destacar que los márgenes proyectados son similares a los de los periodos anteriores. Esto refleja que la proyección sigue la tendencia que venía mostrando Falabella S.A.

Cuadro 6.21: Proyección Estado de Resultados porcentual negocio no bancario en Falabella S.A.

	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos por Venta	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo por Venta	-68,52%	-67,19%	-67,31%	-67,34%	-67,35%	-67,37%
Margen Bruto	31,48%	32,81%	32,69%	32,66%	32,65%	32,63%
Costos de Distribución	-1,63%	-1,63%	-1,63%	-1,63%	-1,63%	-1,63%
GAV	-19,35%	-19,35%	-19,35%	-19,35%	-19,35%	-19,35%
EBITDA	10,51%	11,83%	11,71%	11,68%	11,67%	11,66%
Depreciación y Amortización	-3,47%	-3,47%	-3,47%	-3,47%	-3,47%	-3,47%
EBIT	7,03%	8,36%	8,24%	8,21%	8,20%	8,18%
Otros Gastos, por función	-1,63%	-1,63%	-1,63%	-1,63%	-1,63%	-1,63%
Otras (pérdidas) ganancias	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%
Ingresos Financieros	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%
Costos financieros	-2,75%	-2,31%	-2,13%	-2,05%	-1,98%	-1,92%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, No Bancario	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Diferencias de cambio	-0,23%	-0,23%	-0,23%	-0,23%	-0,23%	-0,23%
Resultado por unidades de reajuste	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
UAI	3,03%	4,79%	4,86%	4,91%	4,96%	5,01%
Impuesto (27%)	-0,82%	-1,29%	-1,31%	-1,33%	-1,34%	-1,35%
Utilidad	2,21%	3,50%	3,54%	3,59%	3,62%	3,66%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Cuadro 6.22: Proyección Estado de Resultados porcentual negocio bancario en Falabella S.A.

	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingreso por Venta	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo por Venta	-44,62%	-49,23%	-49,09%	-48,95%	-48,81%	-48,67%
Margen Bruto	55,38%	50,77%	50,91%	51,05%	51,19%	51,33%
Utilidad neta de operaciones financieras	1,86%	1,86%	1,86%	1,86%	1,86%	1,86%
(Pérdida) Utilidad de cambio neta	-0,25%	-0,25%	-0,25%	-0,25%	-0,25%	-0,25%
Otros ingresos operacionales	0,27%	0,27%	0,27%	0,27%	0,27%	0,27%
GAV	-33,58%	-33,58%	-33,58%	-33,58%	-33,58%	-33,58%
EBITDA	23,69%	19,08%	19,21%	19,35%	19,49%	19,63%
Depreciación y Amortización	-2,71%	-2,71%	-2,71%	-2,71%	-2,71%	-2,71%
EBIT	20,98%	16,37%	16,51%	16,65%	16,79%	16,93%
Resultado por inversiones en sociedades, Bancario	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%
UAI	21,04%	16,43%	16,57%	16,70%	16,84%	16,99%
Impuestos (27%)	-5,68%	-4,44%	-4,47%	-4,51%	-4,55%	-4,59%
Utilidad	15,36%	11,99%	12,09%	12,19%	12,30%	12,40%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

Cuadro 7.1: Proyección del Flujo de Caja Libre

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad Total	6.531	16.675	18.110	19.064	19.914	20.800
(+) Depreciación y Amortización	6.406	13.153	14.227	14.809	15.289	15.789
(+) Otros Gastos, por función (después de impuestos)	2.028	4.163	4.517	4.700	4.849	5.003
(-) Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)	(394)	(808)	(877)	(912)	(941)	(971)
(-) Ingresos Financieros (después de impuestos)	(612)	(1.257)	(1.363)	(1.419)	(1.464)	(1.510)
(+) Costos Financieros (después de impuestos)	3.422	5.902	5.902	5.902	5.902	5.902
(-) Participación en las ganancias de asociadas (después de impuestos)	(167)	(342)	(371)	(386)	(398)	(411)
(+) Diferencias de Cambio	391	802	870	905	934	964
(+) Resultado por Unidades de reajuste	564	1.159	1.257	1.308	1.350	1.392
Flujo de Caja Bruto	18.169	39.446	42.272	43.972	45.434	46.957
Inversión en Reposición	(6.406)	(13.153)	(14.227)	(14.809)	(15.289)	(15.789)
CAPEX	(8.577)	(13.044)	(10.424)	(10.095)	(10.428)	0
Aumentos (disminuciones) de CTON	(2.574)	(3.029)	(1.657)	(1.376)	(1.432)	0
Valor Terminal						484.904
Flujo de Caja Libre	613	10.220	15.963	17.691	18.285	516.072
Valor Presente Flujo de Caja Libre	594	9.308	13.661	14.226	13.815	366.360

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

7.1. Inversión en Reposición

La inversión en reposición se calculó bajo el supuesto de que esta es igual a la depreciación y amortización proyectada. Es decir, se invierte en activos para reponer los activos depreciados y amortizados en la misma cantidad en que estos activos se depreciaron y amortizaron en el periodo. Además, se supone que el OPEX presentado por Falabella se encuentra dentro del valor calculado de la inversión en reposición. La proyección se puede observar en el cuadro 7.1 presentada anteriormente.

7.2. Nuevas Inversiones en Capital

En el caso de las nuevas inversiones en capital para el periodo 2021-2023 se utilizó el plan de inversión propuesto por Falabella. De esta forma, se utiliza el CAPEX propuesto del cuadro 5.14. Cabe destacar que el plan de inversión de Falabella propone que un 73% del plan de inversión será para CAPEX mientras que el 27% restante será para OPEX. Esto se tomó en consideración al momento de proyectar el CAPEX. En el caso del segundo semestre de 2021, se realizó lo mismo, pero se restó del CAPEX total el monto de la inversión realizada en el primer semestre, quedando así el CAPEX pendiente para este segundo semestre.

Para las nuevas inversiones en capital en el periodo 2024-2026 se proyectaron bajo una serie de supuestos. Primero, al utilizar el promedio de inversiones sobre ingresos operacionales de 5,72% (Cuadro 5.13) ocurría que el valor del CAPEX promediaba los 25.813 MUF al año. Este valor es muy superior a lo que se invirtió entre los años 2016-2021. Si a este valor le sumáramos la inversión en reposición llegaríamos a niveles de 41.161 MUF promedio en inversión en activos fijos. Falabella, nunca ha gastado eso en activos fijos. Además, es muy superior al monto total de las inversiones presentadas en el plan de inversión de Falabella 2020-2023. Dado lo anterior, es que se propone el segundo supuesto. Este consiste en que dentro de esos 25.813 MUF también se encuentra la inversión en reposición. Como vemos en el cuadro 5.13, hasta el 2020 el promedio de depreciación y amortización sobre inversiones es de 54,37%. Esto nos podría decir que más del 50% de las inversiones son reinversión en reposición. Con todo lo anterior, es que se decide utilizar la siguiente fórmula para calcular el CAPEX de los periodos 2024-2026.

$$CAPEX = Ingresos_t * 5,72\% - Inversión\ en\ Reposición_t$$

Donde el 5,72% es el promedio de inversiones sobre ingresos para el periodo 2016-2021. Con esto, podemos ver los resultados de la proyección del CAPEX en el cuadro 7.1.

7.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

La inversión en capital de trabajo operativo neto fue calculada como la diferencia entre las ventas del periodo siguiente con las del periodo multiplicado por 9,68% que corresponde al ratio de capital de trabajo operativo neto promedio de Falabella entre los periodos 2018-2021. Como se observa en el cuadro 5.12, este valor cambia del periodo 2017 al 2018. Recordemos que en 2019 la operación de CMR en Chile pasa a ser del Banco Falabella. Dado esto es que desde los estados financieros presentados el año 2019 (incluyendo el 2018 presentado en el estado financiero de 2019) vemos una fuerte disminución de las cuentas por cobrar. Si bien, se podría haber utilizado el promedio de 2016-2017, el ratio es calculado utilizando solo la operación del negocio no bancario. Por lo tanto, no tenía sentido considerar las cuentas por cobrar de CMR que pertenecen al negocio bancario. Los resultados de la proyección se pueden ver en el cuadro 7.1 presentada anteriormente.

7.4. Valor Terminal

El cálculo del valor terminal se presenta en el cuadro 7.2 a continuación. Se debe recordar que el costo de capital utilizado es de 6,43% y se asume que no hay crecimiento al futuro. Esto implica que el flujo de caja bruto es el mismo que para el año 2026. Además, se supone que no hay nuevas inversiones en CAPEX o en capital de trabajo.

Cuadro 7.2: Valor Terminal

En Miles de UF	2026
Utilidad Total al 31-12-2026	20.800
(+) Depreciación y Amortización	15.789
(+) Otros Gastos, por función	5.003
(-) Otras ganancias (pérdidas)	(971)
(-) Ingresos Financieros	(1.510)
(+) Costos Financieros	5.902
(-) Participación en las ganancias de asociadas	(411)
(+) Diferencias de Cambio	964
(+) Resultado por Unidades de reajuste	1.392
Flujo de Caja Bruto	46.957
Inversión en Reposición	(15.789)
Flujo de Caja Libre	31.168
Valor Terminal	480.904

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

7.5. Flujo de caja libre proyectados

Los flujos de caja libre proyectados, después de hacer todos los ajustes presentados anteriormente, se encuentra en el cuadro 7.1 presentada al comienzo de la sección.

8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

8.1. Valor Presente de los flujos de caja libre

Luego, de tener los flujos de caja libre y el valor terminal, estos valores se traen a valor presente a fecha del 30 de junio de 2021 utilizando un costo de capital promedio ponderado de 6,43%. Los resultados se presentan en el cuadro 8.1

Cuadro 8.1: Valor Presenta de los Flujos de Caja Libre

En Miles de UF	Jul-Dic 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Flujo de Caja Libre	613	10.220	15.963	17.691	18.285	516.072
Valor Presente Flujo de Caja Libre	594	9.308	13.661	14.226	13.815	366.360

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

El déficit en capital de trabajo operativo neto se calcula como la diferencia entre el capital de trabajo existente en el primer semestre de 2021 menos el capital de trabajo que debiese haber en el periodo siguiente. El valor del capital de trabajo en el periodo siguiente se calcula como los ingresos de segundo semestre de 2021 por 9,68% correspondiente al promedio del ratio de capital de trabajo operativo neto del periodo 2018-2021. Dado esto, los resultados se presentan en el cuadro 8.2, a continuación.

Cuadro 8.2: Déficit de Capital de Trabajo Operativo Neto

Déficit (Exceso) en CTON	En Miles de UF
CTON al 30 de Junio de 2021	20.524
CTON Estimado al 30 de Junio de 2021	34.891
Total	-14.367

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

8.3. Activos prescindibles y otros activos

Los activos prescindibles identificados para Falabella son: Otros activos financieros corrientes; Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios; y otros activos financieros no corrientes. Los resultados se presentan en el cuadro 8.3 a continuación.

Cuadro 8.3: Activos Prescindibles

Activos Prescindibles	En Miles de UF
Otros activos financieros corrientes	1.377
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	978
Otros activos financieros no corrientes	9.104
Total	11.459

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

8.4. Valorización económica de la empresa

Con todo lo expuesto en la secciones anteriores, se procede a calcular el valor económico de la empresa. Esto se presenta en el cuadro 8.4 a continuación.

Cuadro 8.4: Valor Económico de Falabella S.A.

Valor Económico de Falabella S.A. en Miles de UF	30 de Junio de 2021
Valor Activos Operacionales	417.965
Caja	27.428
Activos Prescindibles	11.459
Déficit (Exceso) en CTON	(14.367)
Valor Total Activos	442.484
Deuda Financiera	177.449
Interés Minoritario	0
Valor Económico del Patrimonio	265.035
Número de Acciones	2.508.844.629
Precio Estimado Acción en CLP	3.139
Precio de Mercado al 30 de Junio en CLP	3.234
Diferencia de Precio	-2,95%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Como se puede ver del cuadro 8.4 anterior, el precio estimado de la acción es un 2,95% menor al precio de mercado. Esto se puede deber a múltiples factores posiblemente relacionados a la realidad política y pandémica que vivía el país hasta ese minuto. Hasta esa fecha aún no había expectativas de inflación tan altas como hoy sumado a los estímulos económicos como el IFE y el tercer retiro de fondos de las AFP. Además, a esta fecha se comenzaron a levantar las restricciones sanitarias impuestas por el gobierno debido al COVID-19. Esto generó fuertes expectativas en el mercado sobre la recuperación económica que posiblemente aún no se ajustaban correctamente. Otro factor puede ser que aún no había tanto ruido político lo que permitió al mercado tener una tendencia al alza. Todos estos factores y otros más son posibles explicaciones a que el precio de la acción en el mercado esté por sobre el valor estimado en este informe.

Por otro lado, si vemos la evolución del precio en el último año y los tres meses siguientes a la valorización (junio de 2020 a septiembre de 2021) encontraremos una tendencia a la baja. Esta es consecuencia del ruido político que comienza a haber en el país y que tiene a los mercados muy alerta. Incluso, vemos que al 30 de septiembre de 2021 el precio de la acción de Falabella es de 2.840 pesos, 394 pesos menos que el valor al 30 de junio de 2021. Lo anterior lo podemos ver en el gráfico 8.1 a continuación.

Gráfico 8.1: Precio de la acción de Falabella S.A. desde junio de 2020 a septiembre de 2021



Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon Thomson Reuters

8.5. Análisis de Sensibilidad

Para hacer el análisis de sensibilidad se consideraron 2 factores críticos. El primero es el crecimiento de los ingresos. Este es un factor crítico dado que las expectativas en los ingresos siempre pueden variar dependiendo de la realidad que se viva en el país. Evaluaremos este factor interviniéndolo de tres formas: cambiando el ingreso solo del negocio bancario, luego solo el del negocio no bancario y finalmente cambiando todos los ingresos de Falabella. El segundo factor crítico será el costo de capital utilizado para descontar los flujos futuros de Falabella. Este factor siempre estará sujeto a cambios dependiendo del nivel de endeudamiento, el costo de la deuda, tasa de impuestos, entre otros. Dado esto, es fundamental evaluar que sucede con el precio de la empresa si cambiamos este factor. A

continuación, en los cuadros 8.5, 8.6 y 8.7, se presentan los tres análisis de sensibilidad hechos.

Cuadro 8.5: Análisis de Sensibilidad Ingresos Bancarios vs Costo de Capital

Ingresos/WACC	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
-3%	4.049	3.497	3.033	2.636	2.294
-2%	4.091	3.535	3.067	2.667	2.322
-1%	4.134	3.574	3.102	2.699	2.352
0%	4.179	3.614	3.139	2.733	2.382
1%	4.226	3.656	3.177	2.767	2.414
2%	4.274	3.700	3.216	2.803	2.447
3%	4.324	3.745	3.257	2.840	2.481

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Cuadro 8.6: Análisis de Sensibilidad Ingresos No Bancarios vs Costo de Capital

Ingresos/WACC	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
-3%	3.591	3.088	2.665	2.303	1.990
-2%	3.780	3.257	2.817	2.441	2.116
-1%	3.976	3.432	2.975	2.584	2.247
0%	4.179	3.614	3.139	2.733	2.382
1%	4.390	3.803	3.308	2.887	2.523
2%	4.608	3.998	3.485	3.046	2.668
3%	4.835	4.201	3.667	3.212	2.819

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Cuadro 8.7: Análisis de Sensibilidad del Total de Ingresos vs Costo de Capital

Ingresos/WACC	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
-3%	3.462	2.972	2.559	2.206	1.902
-2%	3.692	3.178	2.745	2.375	2.056
-1%	3.931	3.392	2.938	2.551	2.216
0%	4.179	3.614	3.139	2.733	2.382
1%	4.436	3.845	3.346	2.921	2.554
2%	4.703	4.084	3.562	3.117	2.733
3%	4.980	4.331	3.785	3.319	2.917

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Del análisis de sensibilidad se pueden concluir varias cosas. Primero, es que es muy difícil que el precio de la acción llegue a niveles del 2016 al 2018. De hecho, el precio máximo dentro de los 3 análisis es de 4.980 y se logra en un caso extremo de un aumento de 3% en las expectativas de los ingresos de todos los segmentos cada año sumado a una reducción de un 1% del costo de capital. Segundo, es que el precio de la acción es más sensible a cambios en los ingresos del negocio no bancario que del bancario. Esto hace sentido debido a que la mayor parte de los ingresos son producidos en el negocio no bancario por lo que la utilidad y los flujos de caja serán más sensibles a este. Tercero, según el análisis realizado es igual de probable que el precio de la acción suba o baje. Sin embargo, dado que se vienen elecciones, seguimos expectantes de la recuperación económica y es probable que el ruido político aumente con la convención constitucional, a esa fecha hubiese sido un buen momento de ir corto a la acción de Falabella. Por último, en el cuadro 8.8 podemos ver los mínimos y máximos de cada análisis de sensibilidad y la diferencia de estos con el precio de mercado de la acción. Además, se presenta el rango.

Cuadro 8.8: Mínimo, Máximo y Rango Análisis de Sensibilidad

	Solo Bancario	Solo No bancario	Totales
MIN	2294	1990	1902
% dif Min	-26,92%	-36,58%	-39,40%
MAX	4324	4835	4980
% dif Max	37,77%	54,05%	58,66%
Rango	2030	2844	3078

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Del cuadro anterior, podemos comprobar que el precio de la acción es más sensible a los ingresos del negocio no bancario que del bancario. Vemos que llegamos hasta una variación superior de un 54,05% en el mejor de los casos y de un 36,58% inferior en el peor de los casos. Cabe destacar que lo ideal hubiese sido hacer una simulación de Montecarlo para poder generar más de 10.000 situaciones diferentes. Sin embargo, creo que queda una buena intuición de que el precio de la acción debiese tender a la baja tal y como se muestra en el gráfico 8.1 donde vemos que así sucedió.

9. CONCLUSIONES

Este informe tuvo por objetivo la valorización de Falabella S.A. mediante el método de flujos de caja descontado. Para lograr lo anterior, partimos con un análisis profundo de la empresa y la industria. Aprendimos que Falabella ha operado principalmente en Chile, Colombia, Perú, Brasil y Argentina. Sin embargo, las operaciones en este último están llegando a su fin. También, vimos que hay operaciones de menor escala en México y Uruguay. Además, toda la operación de Falabella se divide en cinco segmentos entre los cuales se encuentran las tiendas por departamento, las tiendas de mejoramiento del hogar, los supermercados, los bienes inmobiliarios y el negocio bancario. Las cuatro primeras se agrupan en lo que se llama el negocio no bancario.

Luego, determinamos la estructura de capital objetivo con el fin de poder obtener el costo de capital promedio ponderado para Falabella. La estructura de capital histórica se determinó utilizando un promedio entre la estructura de capital de 2019 hasta 2021. Encontramos que la deuda financiera representó el 41,32% mientras que el patrimonio económico fue del 58,68%. Siguiendo, utilizando el promedio de la estructura de capital para el periodo 2016-2021 se obtuve la estructura de capital objetivo. Llegamos a un 33,09% de deuda financiera y de un 66,91% de patrimonio económico.

Con lo anterior, se buscó el costo de capital promedio ponderado para la organización. Utilizamos una tasa libre de riesgo de 1,22% que representa la tasa promedio de los últimos 6 meses del bono UF-20 años de Chile. Además, utilizamos una prima por riesgo de mercado (PRM) de 6,2% correspondiente al promedio de la estimación por Default Spread y CDS de Damodaran ajustando al PRM de USA a 5,5%. Luego, utilizando el bono nacional serie S (BFALA-S) se determinó un costo de la deuda de 3,15%. Ya teniendo todos estos datos se procedió a calcular el costo de capital promedio ponderado. El valor obtenido fue de 6,43%.

Ya teniendo esto, se procedió a hacer un análisis financiero exhaustivo de Falabella S.A. con el fin de poder hacer predicciones precisas sobre el futuro. Se analizaron los ingresos, costos, gastos operacionales y no operacionales, márgenes y activos de la empresa. Sin embargo, lo más importante de esta sección fue determinar el crecimiento de los ingresos. Para esto tuvimos que considerar el crecimiento de cada segmento por separado. En el caso del negocio no bancario, las predicciones sobre el crecimiento de los ingresos fueron obtenidas de Euromonitor. Además, a esto le tuvimos que sumar el plan de inversión que tiene contemplado Falabella hasta 2023. De esta forma se presentaron diferentes fórmulas en base a la información disponible. En el caso del negocio bancario, esto fue más desafiante debido a la información disponible para cada país. En el caso de Chile se utilizó el crecimiento promedio de las colocaciones a nivel nacional. Para Perú, se utilizó el crecimiento promedio de los 3 bancos más importantes de Perú en base a activos e ingresos. Para Colombia se hizo un promedio entre el crecimiento de los 3 bancos más grandes del país y el crecimiento promedio que ha tenido el segmento en Colombia. La justificación de esto consta en que la operación del Banco Falabella en Colombia ha crecido mucho en los últimos años.

Por último, se hicieron todas las predicciones pertinentes. Lo más importante de estas es que los márgenes de las predicciones son muy similares a los márgenes de los estados de resultados de los años del periodo de evaluación. Mencionado lo anterior, es que concluimos este informe llegando a un precio estimado de la acción de 3.139 pesos el cual es un 2,95% menor a los 3.234 pesos que costaba la acción de Falabella S.A. al 30 de junio de 2021. Esta diferencia en el precio se puede deber al poco ruido político en el minuto, las altas expectativas aún no ajustadas por la situación sanitaria que vivía el país y a las expectativas de inflación no tan altas hasta el minuto. El cambio en estos tres factores justifica que para septiembre de 2021 el precio de la acción bajó hasta 2.840 pesos. Además, el análisis de sensibilidad no arroja una buena predicción de si el precio de la acción subirá o bajará. Sin embargo, por diferentes factores macroeconómicos futuros lo más probable es que tienda a bajar. En conclusión, el precio de la acción de Falabella al 30 de junio de 2021 estaba posiblemente por

sobre su valor fundamental por lo tanto habría sido una buena estrategia ir corto a la acción de la empresa.

10. BIBLIOGRAFÍA

- Arteaga, G. M., & Troncoso, J. (29 de marzo de 2021). Falabella avanza en su salida de Argentina y mantendría a Sodimac a la espera de una mejor oferta. *Diario Financiero*.
- Aswath, D. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. *John Wiley & Sons*.
- Bancel, F., & Mittoo, U. (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 Central de Chile. (2021). Obtenido de <https://si3.bcentral.cl/indicadoressiete/secure/Serie.aspx?gcode=UF¶m=RABmA FYAWQB3AGYAaQBuAEkALQAzADUAbgBNAGgAaAAkADUAVwBQAC4AbQBYAD AARwBOAGUAYwBjACMAQQBaAHAARgBhAGcAUABTAGUAYwBsAEMAMQA0AE 0AawBLAF8AdQBDACQASABzAG0AXwA2AHQAawBvAFcAZwBKAEwAegBzAF8Ab gBMA>
- Banco Central de Chile. (Septiembre de 2021). Obtenido de https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_DYB/MN_ESTAD_MON55/EM_CD EU_BI/E21
- Maquieira C., & Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. *Editorial Lainu*.
- Diario Financiero. (29 de Marzo de 2021). *Diario Financiero*. Obtenido de <https://www.df.cl/noticias/empresas/retail/falabella-avanza-en-su-salida-de-argentina-y-mantendria-a-sodimac-a-la/2021-03-29/104553.html>
- Eikon Thomson Reuters. (2021). Obtenido de <https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp?s=FALABELLA.SN&st=RIC&app=true>
- El Economista. (9 de Abril de 2021). *Inflación en Brasil perfora el techo de la meta oficial y llega a 6.1%*. Obtenido de <https://www.economista.com.mx/economia/Inflacion-en-Brasil-perfora-el-techo-de-la-meta-oficial-y-llega-a-6.1-20210409-0058.html>

Euromonitor. (2021).

Falabella. (08 de Enero de 2020). Obtenido de https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_news/spanish/2020/20200108_Plan-de-inversiones-2020-2023.pdf

Falabella. (06 de Enero de 2021). Obtenido de <https://s22.q4cdn.com/351912490/files/3.1.21-ESP-Anuncio-Plan-de-Inversiones.VF.pdf>

Falabella S.A. (2018). *Estados Financieros Consolidados 31 de diciembre de 2018*.

Falabella S.A. (2020). *Estados Financieros Consolidados 31 de diciembre de 2020*.

Falabella S.A. (2020). *Memoria Anual 2020*.

Falabella S.A. (2021). Obtenido de <https://investors.falabella.com/Spanish/quienes-somos/default.aspx>

Falabella S.A. (2021). *Estados Financieros Consolidados 31 de marzo de 2021*.

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

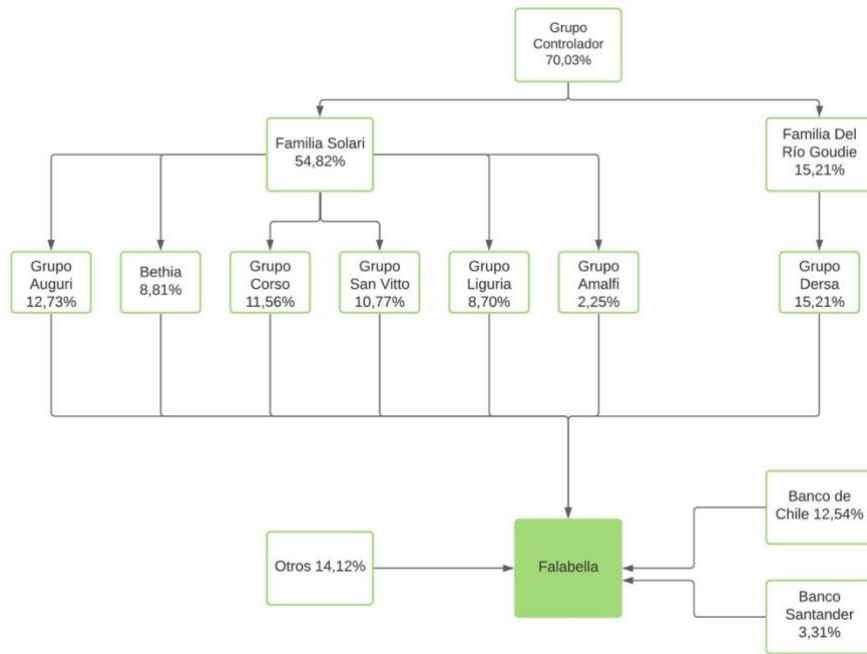
Palepu, K., Healy, P., & Peek, E. (2019). Business analysis and valuation: IFRS edition. *Cengage Learning*.

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

Servicio de Impuestos Interno. (2021). Obtenido de https://www.sii.cl/preguntas_frecuentes/renta/001_002_4708.html

11. ANEXO

Anexo 1: Estructura de Accionistas Falabella S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de Memoria 2020 de Falabella S.A. y CMF.

Anexo 2: Principales Accionistas Falabella S.A.

12 Mayores Accionistas	
Lucec Tres S.A.	10,67%
Inversiones San Vitto Limitada	9,71%
Inversiones Los Olivos	8,70%
Bethia S.A.	8,70%
Banco de Chile por cuenta de State Street	7,57%
Inversiones Don Alberto Cuatro SpA	6,02%
Dersa S.A	5,44%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	4,97%
Banco Santander por cuenta de Inversores Extranjeros	3,31%
Mapcor Cuatro Alfa SpA	2,52%
Inpesca S.A.	1,97%
Importadora y Comercializadora Amalfi SpA	1,80%

Fuente: Elaboración propia a partir de Memoria 2020 de Falabella S.A. y CMF.

Anexo 3: Valor UF

Fecha	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Valor UF	26.348	26.798	27.566	28.310	29.070	29.710

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Chile.

Anexo 4: Estimación Betas 2018-2021

<i>Estadísticas de la regresión para 2018</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,640751115
Coefficiente de determinación R ²	0,410561991
R ² ajustado	0,404725971
Error típico	0,018316711
Observaciones	103

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,023602443	0,023602443	70,34965583	3,11373E-13
Residuos	101	0,033885691	0,000335502		
Total	102	0,057488134			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,001941443	0,001820053	-1,066696085	0,288652267	-0,005551939	0,001669052
Variable X 1	0,858842149	0,102395851	8,387470169	3,11373E-13	0,655716324	1,061967974

<i>Estadísticas de la regresión para 2019</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,691531014
Coefficiente de determinación R ²	0,478215144
R ² ajustado	0,473099606
Error típico	0,018024787
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,030371923	0,030371923	93,4828677	4,40944E-16
Residuos	102	0,03313908	0,000324893		
Total	103	0,063511003			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,003999303	0,001774871	-2,253291627	0,026381088	-0,007519751	-0,000478854
Variable X 1	0,991727737	0,102571439	9,668653872	4,40944E-16	0,788277775	1,195177699

<i>Estadísticas de la regresión para 2020</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,844973725
Coefficiente de determinación R ²	0,713980595
R ² ajustado	0,711176484
Error típico	0,034408442
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,301454033	0,301454033	254,6191606	1,75487E-29
Residuos	102	0,12076197	0,001183941		
Total	103	0,422216003			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,002207451	0,003376717	-0,653727141	0,514758695	-0,008905153	0,00449025
Variable X 1	1,467482726	0,091966034	15,95679042	1,75487E-29	1,285068534	1,649896918

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon Thomson Reuters.

Anexo 5: Impuesto Corporativo

	2017	2018	2019	2020	2021	2021+
Impuesto	25,50%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%

Fuente: Elaboración propia a partir SII.

Anexo 6: % Ingresos por segmento sobre total de ingresos

Información Segmentos Negocios	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021	Promedio
Chile	60,88%	61,33%	61,97%	59,42%	60,56%	66,65%	61,80%
Tiendas por Departamento Chile	17,14%	17,18%	16,52%	15,65%	16,42%	17,64%	16,76%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	23,30%	23,04%	23,49%	22,24%	24,19%	30,20%	24,41%
Supermercados Chile	8,22%	8,27%	8,41%	7,98%	9,16%	9,14%	8,53%
Promotora CMR	4,83%	5,23%	5,49%	0,00%	0,00%	0,00%	2,59%
Bienes Inmobiliarios Chile	3,87%	4,01%	4,31%	4,10%	2,68%	3,03%	3,67%
Negocio Bancario	3,53%	3,61%	3,74%	9,45%	8,12%	6,65%	5,85%
Perú	24,93%	24,40%	24,59%	26,68%	26,81%	23,71%	25,19%
Tiendas por Departamento Perú	6,93%	6,50%	6,55%	6,91%	5,81%	5,41%	6,35%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	6,89%	6,73%	6,67%	7,12%	6,21%	6,72%	6,72%
Supermercados Perú	7,75%	7,86%	8,38%	9,37%	12,16%	9,67%	9,20%
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	0,44%	0,54%	0,53%	0,57%	0,36%	0,34%	0,46%
Negocio Bancario	2,92%	2,77%	2,46%	2,70%	2,27%	1,56%	2,45%
Argentina	6,26%	6,39%	4,79%	4,11%	2,57%	2,05%	4,36%
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	5,46%	5,48%	3,97%	3,46%	2,22%	1,83%	3,74%
CMR Argentina	0,86%	0,97%	0,87%	0,69%	0,37%	0,18%	0,66%
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	-0,06%	-0,06%	-0,05%	-0,04%	-0,02%	0,03%	-0,03%
Colombia	5,95%	6,02%	6,56%	7,12%	6,70%	5,22%	6,26%
Tiendas por Departamento Colombia	4,07%	3,99%	4,36%	4,64%	4,34%	3,10%	4,08%
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	0,28%	0,29%	0,28%	0,24%	0,22%	0,25%	0,26%
Negocio Bancario	1,59%	1,74%	1,92%	2,24%	2,14%	1,87%	1,92%
Brasil	1,95%	2,18%	1,98%	2,22%	2,31%	2,03%	2,11%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	1,95%	2,18%	1,98%	2,22%	2,31%	2,03%	2,11%
Otros Negocios y Eliminaciones Brasil	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros	0,02%	-0,32%	0,11%	0,45%	1,05%	0,34%	0,27%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 7: % Ingresos no Bancarios vs Bancarios sobre total de ingresos

	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021	Promedio
Ingresos por ventas	83,54%	82,77%	82,31%	81,62%	85,24%	87,76%	83,87%
Ingresos por arrendamiento de Propiedades de Inversión	2,93%	3,13%	3,32%	3,31%	1,88%	1,98%	2,76%
Ingresos por intereses	4,56%	4,85%	5,14%	0,38%	0,17%	0,07%	2,53%
Ingresos por comisiones	0,94%	1,14%	1,10%	0,29%	0,19%	0,11%	0,63%
Total Ingresos No bancarios	91,96%	91,88%	91,87%	85,61%	87,48%	89,92%	89,79%
Ingresos por intereses y reajustes	6,13%	6,50%	6,49%	11,79%	10,34%	8,12%	8,23%
Ingresos por comisiones	1,90%	1,62%	1,64%	2,60%	2,19%	1,96%	1,99%
Total Ingresos bancarios	8,04%	8,12%	8,13%	14,39%	12,52%	10,08%	10,21%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 8: % ingresos por segmento sobre total de ingresos del país

Información Segmentos Negocios	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Chile	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tiendas por Departamento Chile	28,15%	28,01%	26,67%	26,34%	27,11%	26,46%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	38,26%	37,56%	37,92%	37,44%	39,95%	45,30%
Supermercados Chile	13,50%	13,48%	13,56%	13,43%	15,12%	13,71%
Promotora CMR	7,93%	8,53%	8,86%	0,00%	0,00%	0,00%
Bienes Inmobiliarios Chile	6,36%	6,53%	6,96%	6,90%	4,42%	4,54%
Negocio Bancario	5,79%	5,89%	6,04%	15,90%	13,40%	9,98%
Perú	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tiendas por Departamento Perú	27,81%	26,65%	26,64%	25,91%	21,67%	22,81%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	27,64%	27,58%	27,12%	26,70%	23,16%	28,36%
Supermercados Perú	31,10%	32,23%	34,06%	35,14%	45,35%	40,80%
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	1,75%	2,20%	2,17%	2,12%	1,35%	1,44%
Negocio Bancario	11,70%	11,35%	10,01%	10,13%	8,46%	6,59%
Argentina	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	87,19%	85,76%	82,88%	84,25%	86,42%	89,59%
CMR Argentina	13,71%	15,21%	18,24%	16,78%	14,33%	8,78%
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	-0,91%	-0,97%	-1,12%	-1,03%	-0,75%	1,63%
Colombia	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tiendas por Departamento Colombia	68,44%	66,32%	66,44%	65,08%	64,84%	59,35%
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	4,76%	4,84%	4,21%	3,44%	3,24%	4,83%
Negocio Bancario	26,80%	28,84%	29,35%	31,48%	31,92%	35,82%
Brasil	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otros Negocios y Eliminaciones Brasil	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros	0,39%	-5,07%	2,40%	10,84%	40,85%	16,47%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 9: % Ingresos no Bancarios y Bancarios sobre subtotales

	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Ingresos por ventas	90,84%	90,08%	89,60%	95,34%	97,45%	97,60%
Ingresos por arrendamiento de Propiedades de Inversión	3,19%	3,40%	3,61%	3,87%	2,14%	2,20%
Ingresos por intereses	4,96%	5,28%	5,59%	0,45%	0,19%	0,08%
Ingresos por comisiones	1,02%	1,24%	1,20%	0,34%	0,22%	0,12%
Total Ingresos No bancarios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ingresos por intereses y reajustes	76,31%	80,05%	79,80%	81,90%	82,55%	80,52%
Ingresos por comisiones	23,69%	19,95%	20,20%	18,10%	17,45%	19,48%
Total Ingresos bancarios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 10: Crecimiento Ingresos de cada segmento y país

Información Segmentos Negocios	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021	Promedio
Chile	0,00%	3,04%	1,51%	-4,87%	-0,12%	-41,70%	-0,11%
Tiendas por Departamento Chile	0,00%	2,52%	-3,36%	-6,06%	2,81%	-43,08%	-1,02%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	0,00%	1,15%	2,47%	-6,08%	6,58%	-33,88%	1,03%
Supermercados Chile	0,00%	2,87%	2,15%	-5,82%	12,48%	-47,13%	2,92%
Promotora CMR	0,00%	10,76%	5,43%	-100,00%	0,00%	0,00%	-20,95%
Bienes Inmobiliarios Chile	0,00%	5,86%	8,10%	-5,60%	-36,07%	-40,07%	2,78%
Negocio Bancario	0,00%	4,79%	4,12%	150,35%	-15,78%	-56,61%	35,87%
Perú	0,00%	0,09%	1,28%	7,60%	-1,50%	-53,16%	1,87%
Tiendas por Departamento Perú	0,00%	-4,11%	1,26%	4,65%	-17,62%	-50,70%	-3,96%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	0,00%	-0,11%	-0,41%	5,92%	-14,53%	-42,65%	-2,28%
Supermercados Perú	0,00%	3,70%	7,04%	11,01%	27,13%	-57,86%	12,22%
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	0,00%	25,88%	0,08%	5,06%	-37,36%	-50,06%	-1,59%
Negocio Bancario	0,00%	-2,91%	-10,67%	8,93%	-17,74%	-63,52%	-5,60%
Argentina	0,00%	4,41%	-24,73%	-14,88%	-38,80%	-57,76%	-18,50%
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	0,00%	2,70%	-27,27%	-13,48%	-37,22%	-56,21%	-18,82%
CMR Argentina	0,00%	15,81%	-9,74%	-21,67%	-47,75%	-74,11%	-15,84%
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	0,00%	12,09%	-13,58%	-21,50%	-55,51%	191,77%	-19,62%
Colombia	0,00%	3,58%	9,37%	7,77%	-7,86%	-58,69%	3,21%
Tiendas por Departamento Colombia	0,00%	0,37%	9,57%	5,55%	-8,20%	-62,19%	1,82%
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	0,00%	5,44%	-4,93%	-11,96%	-13,23%	-38,33%	-6,17%
Negocio Bancario	0,00%	11,42%	11,31%	15,62%	-6,58%	-53,65%	7,94%
Brasil	0,00%	14,42%	-8,84%	11,40%	1,93%	-53,40%	4,73%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	0,00%	14,42%	-8,84%	11,40%	1,93%	-53,40%	4,73%
Otros Negocios y Eliminaciones Brasil	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros	0,00%	1471,46 %	135,62 %	284,47%	130,63 %	-82,98%	-298,00%
Total	0,00%	2,29%	0,47%	-0,80%	-2,00%	-47,02%	-0,01%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 11: Crecimiento Ingresos Negocio Bancario y No Bancario

	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021	Promedio
Ingresos por ventas	0,00%	1,35%	-0,08%	-1,63%	2,34%	-45,46%	0,49%
Ingresos por arrendamiento de Propiedades de Inversión	0,00%	8,98%	6,70%	-1,10%	-44,47%	-44,13%	-7,47%
Ingresos por intereses	0,00%	8,82%	6,48%	-92,63%	-56,88%	-77,37%	-33,55%
Ingresos por comisiones	0,00%	24,75%	-3,11%	-73,52%	-37,03%	-70,21%	-22,23%
Total Ingresos No bancarios	0,00%	2,20%	0,46%	-7,56%	0,13%	-45,54%	-1,19%
Ingresos por intereses y reajustes	0,00%	8,37%	0,31%	80,24%	-14,04%	-58,40%	18,72%
Ingresos por comisiones	0,00%	-12,98%	1,85%	57,40%	-17,77%	-52,39%	7,12%
Total Ingresos bancarios	0,00%	3,31%	0,62%	75,63%	-14,71%	-57,35%	16,21%
Total	0,00%	2,29%	0,47%	-0,80%	-2,00%	-47,02%	-0,01%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 12: % Costo de Venta por Segmento y País sobre Ingresos totales

Información Segmentos Negocios no Bancarios	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Chile	38,60%	37,96%	38,10%	35,69%	37,65%	41,60%
Tiendas por Departamento Chile	11,47%	11,30%	10,89%	10,80%	11,55%	12,08%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	16,33%	15,98%	16,16%	15,66%	16,65%	20,57%
Supermercados Chile	6,18%	6,18%	6,23%	5,97%	6,74%	6,65%
Promotora CMR	2,50%	2,59%	2,74%	0,00%	0,00%	0,00%
Bienes Inmobiliarios Chile	1,08%	1,05%	1,16%	1,18%	1,25%	1,25%
Negocio Bancario	1,04%	0,87%	0,92%	2,08%	1,46%	1,04%
Perú	16,30%	15,82%	16,12%	17,47%	18,30%	16,21%
Tiendas por Departamento Perú	4,87%	4,50%	4,49%	4,83%	4,25%	3,90%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	4,84%	4,74%	4,70%	5,02%	4,30%	4,57%
Supermercados Perú	5,90%	5,90%	6,30%	7,01%	9,15%	7,37%
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	0,05%	0,05%	0,14%	0,06%	0,23%	0,15%
Negocio Bancario	0,73%	0,62%	0,48%	0,55%	0,37%	0,23%
Argentina	3,31%	3,29%	2,82%	2,26%	1,29%	1,07%
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	2,73%	2,81%	2,14%	1,89%	1,20%	1,02%
CMR Argentina	0,57%	0,49%	0,68%	0,37%	0,09%	0,04%
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Colombia	3,57%	3,24%	3,41%	3,81%	3,76%	2,66%
Tiendas por Departamento Colombia	3,08%	2,80%	2,98%	3,26%	3,19%	2,24%
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	0,01%	0,00%	0,01%	0,00%	0,03%	0,03%
Negocio Bancario	0,47%	0,44%	0,44%	0,55%	0,54%	0,40%
Brasil	1,31%	1,42%	1,29%	1,47%	1,48%	1,29%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	1,31%	1,42%	1,29%	1,47%	1,48%	1,29%
Otros Negocios y Eliminaciones Brasil	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Provisión por riesgo de créditos	1,71%	2,00%	1,93%	3,59%	4,06%	0,83%
Otros	0,53%	0,51%	0,24%	0,25%	1,07%	1,03%
Total	64,27%	63,22%	63,43%	64,52%	67,61%	64,69%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 13: % Costos sobre total de ingresos de cada negocio

Conceptos Costos Operacional	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Costo de ventas de bienes y servicios ⁽¹⁾	63,04%	61,51%	61,55%	65,70%	68,39%	67,79%
Costo de venta entidades financieras	1,53%	2,00%	2,27%	0,43%	0,10%	0,05%
Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento	1,03%	1,00%	1,11%	1,33%	1,43%	1,32%
Costo de operaciones continuas Negocios no Bancarios, Total	65,59%	64,52%	64,93%	67,46%	69,93%	69,16%
Gastos por intereses y reajustes	22,05%	18,17%	16,47%	13,53%	11,64%	9,31%
Gastos por comisiones	5,82%	5,64%	6,25%	8,57%	7,32%	7,22%
Provisión por riesgo de créditos	21,22%	24,68%	23,70%	24,95%	32,45%	8,26%
Costo de operaciones continuas Negocios Bancarios, Total	49,09%	48,50%	46,42%	47,05%	51,42%	24,78%
Costo Total	64,27%	63,22%	63,43%	64,52%	67,61%	64,69%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 14: % costos de venta de cada segmento sobre total del país

Información Segmentos Negocios no Bancarios	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Chile	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tiendas por Departamento Chile	29,72%	29,77%	28,57%	30,26%	30,67%	29,04%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	42,31%	42,09%	42,42%	43,88%	44,22%	49,45%
Supermercados Chile	16,01%	16,28%	16,34%	16,73%	17,89%	16,00%
Promotora CMR	6,48%	6,82%	7,19%	0,00%	0,00%	0,00%
Bienes Inmobiliarios Chile	2,79%	2,75%	3,05%	3,31%	3,32%	3,01%
Negocio Bancario	2,69%	2,29%	2,43%	5,82%	3,89%	2,50%
Perú	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tiendas por Departamento Perú	29,91%	28,46%	27,87%	27,62%	23,25%	24,03%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	29,72%	29,97%	29,19%	28,74%	23,52%	28,18%
Supermercados Perú	36,19%	37,32%	39,11%	40,14%	49,97%	45,48%
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	-0,28%	0,30%	0,85%	0,33%	1,23%	0,90%
Negocio Bancario	4,46%	3,94%	2,97%	3,17%	2,03%	1,40%
Argentina	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	82,55%	85,20%	76,00%	83,61%	93,15%	95,90%
CMR Argentina	17,22%	14,82%	24,03%	16,44%	6,92%	4,20%
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	0,23%	-0,01%	-0,04%	-0,05%	-0,07%	-0,09%
Colombia	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tiendas por Departamento Colombia	86,39%	86,40%	87,25%	85,67%	84,90%	84,06%
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	0,34%	-0,02%	-0,21%	-0,12%	0,76%	0,98%
Negocio Bancario	13,26%	13,62%	12,96%	14,45%	14,33%	14,95%
Brasil	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otros Negocios y Eliminaciones Brasil	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Provisión por riesgo de créditos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otros	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 15: Costos de Venta sobre total de costo de cada negocio

Conceptos Costos Operacional	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Costo de ventas de bienes y servicios	96,10%	95,34%	94,79%	97,38%	97,80%	98,01%
Costo de venta entidades financieras	2,33%	3,10%	3,50%	0,64%	0,15%	0,07%
Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento	1,57%	1,56%	1,72%	1,98%	2,05%	1,92%
Costo de operaciones continuas Negocios no Bancarios, Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Gastos por intereses y reajustes	44,91%	37,47%	35,48%	28,75%	22,65%	37,56%
Gastos por comisiones	11,85%	11,63%	13,47%	18,22%	14,23%	29,11%
Provisión por riesgo de créditos	43,24%	50,89%	51,06%	53,03%	63,12%	33,32%
Costo de operaciones continuas Negocios Bancarios, Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 16: Costo de venta de cada segmento sobre total de costo de venta

Información Segmentos Negocios no Bancarios	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Chile	60,07%	60,05%	60,06%	55,31%	55,68%	64,31%
Tiendas por Departamento Chile	17,85%	17,87%	17,16%	16,74%	17,08%	18,67%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Chile	25,42%	25,27%	25,48%	24,27%	24,63%	31,80%
Supermercados Chile	9,62%	9,78%	9,82%	9,25%	9,96%	10,29%
Promotora CMR	3,89%	4,09%	4,32%	0,00%	0,00%	0,00%
Bienes Inmobiliarios Chile	1,68%	1,65%	1,83%	1,83%	1,85%	1,94%
Negocio Bancario	1,62%	1,37%	1,46%	3,22%	2,16%	1,61%
Perú	25,36%	25,02%	25,41%	27,07%	27,07%	25,06%
Tiendas por Departamento Perú	7,59%	7,12%	7,08%	7,48%	6,29%	6,02%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Perú	7,54%	7,50%	7,42%	7,78%	6,37%	7,06%
Supermercados Perú	9,18%	9,34%	9,94%	10,87%	13,53%	11,40%
Otros Negocios y Eliminaciones Perú	-0,07%	0,08%	0,22%	0,09%	0,33%	0,23%
Negocio Bancario	1,13%	0,99%	0,76%	0,86%	0,55%	0,35%
Argentina	5,15%	5,21%	4,45%	3,50%	1,90%	1,65%
Tiendas por Departamento y mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Argentina	4,26%	4,44%	3,38%	2,92%	1,77%	1,58%
CMR Argentina	0,89%	0,77%	1,07%	0,58%	0,13%	0,07%
Otros Negocios y Eliminaciones Argentina	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Colombia	5,55%	5,12%	5,38%	5,90%	5,56%	4,12%
Tiendas por Departamento Colombia	4,80%	4,42%	4,69%	5,05%	4,72%	3,46%
Otros Negocios y Eliminaciones Colombia	0,02%	0,00%	-0,01%	-0,01%	0,04%	0,04%
Negocio Bancario	0,74%	0,70%	0,70%	0,85%	0,80%	0,62%
Brasil	2,04%	2,25%	2,04%	2,28%	2,20%	1,99%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción Brasil	2,04%	2,25%	2,04%	2,28%	2,20%	1,99%
Otros Negocios y Eliminaciones Brasil	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Provisión por riesgo de créditos	2,65%	3,17%	3,04%	5,56%	6,01%	1,29%
Otros	-0,83%	-0,81%	-0,38%	0,38%	1,58%	1,59%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 17: % Costo sobre Ingreso por País Falabella S.A.

Rubros donde opera	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021	Promedio
Chile	63,41%	61,89%	61,48%	60,05%	62,16%	62,41%	61,90%
Perú	65,37%	64,84%	65,54%	65,48%	68,25%	68,38%	66,31%
Argentina	52,88%	51,49%	58,90%	54,91%	50,11%	52,19%	53,42%
Colombia	60,00%	53,72%	52,03%	53,43%	56,17%	51,00%	54,39%
Brasil	67,34%	65,13%	65,35%	66,12%	64,21%	63,25%	65,24%
Otros	4840,93%	-459,27%	1466,98%	860,96%	489,15%	552,91%	1291,95%
Total	64,27%	63,22%	63,43%	64,52%	67,61%	64,69%	64,62%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 18: : % Costo sobre Ingreso por Segmento Falabella S.A.

Rubros donde opera	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021	Promedio
Tiendas por Departamento	65,96%	64,55%	65,28%	67,75%	70,14%	68,76%	67,07%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	69,98%	69,30%	68,94%	70,12%	68,58%	67,84%	69,13%
Supermercados	75,61%	74,93%	74,67%	74,82%	74,49%	74,56%	74,85%
Bienes Inmobiliarios	27,83%	26,09%	26,91%	28,76%	46,76%	41,34%	32,95%
Otros Negocios y Eliminaciones	81,70%	105,82%	12,68%	24,60%	81,97%	124,76%	71,92%
Promotora CMR	54,00%	49,60%	53,70%	53,79%	24,22%	24,94%	43,37%
Negocio Bancario	49,09%	48,50%	46,42%	47,05%	51,42%	24,78%	44,54%
Total	64,27%	63,22%	63,43%	64,52%	67,61%	64,69%	64,62%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 19: GAV sobre los ingresos totales de cada negocio

Conceptos GAV	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	12,02%	12,60%	12,61%	13,49%	13,11%	11,36%
Arriendos y gastos comunes	2,00%	2,17%	2,30%	0,93%	0,74%	0,63%
Servicios básicos energía y agua	0,71%	0,68%	0,65%	0,72%	0,67%	0,58%
Servicios computación	0,07%	0,07%	0,11%	0,12%	0,23%	0,09%
Materiales e insumos	0,54%	0,55%	0,53%	0,54%	0,55%	0,39%
Viajes, estadía y movilización	0,25%	0,25%	0,23%	0,28%	0,12%	0,09%
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	0,99%	0,99%	0,90%	0,93%	0,99%	0,83%
Honorarios y servicios de terceros	1,63%	1,54%	1,54%	1,78%	1,77%	1,54%
Elementos de seguridad	0,00%	0,00%	0,00%	0,60%	0,59%	0,58%
Mantenimiento y reparación	0,44%	0,43%	0,52%	0,08%	0,10%	0,08%
Comunicación	0,05%	0,04%	0,04%	0,08%	0,03%	0,03%
Comisiones	0,47%	0,47%	0,47%	0,56%	0,58%	0,50%
Otros	0,01%	0,00%	0,08%	0,04%	0,15%	-0,04%
Total Negocio no Bancario	19,17%	19,79%	19,98%	20,14%	19,63%	16,66%
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	13,92%	13,85%	14,68%	11,04%	11,79%	12,33%
Gastos de administración	18,18%	19,03%	20,64%	14,61%	17,42%	23,53%
Otros gastos operacionales	1,70%	2,40%	2,73%	3,27%	4,19%	4,95%
Total Negocio Bancario	33,80%	35,28%	38,06%	28,93%	33,40%	40,81%
Total	20,35%	21,05%	21,45%	21,41%	21,35%	19,09%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 20: Cuentas del GAV sobre el total de GAV da cada sector

Conceptos GAV	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	62,70%	63,67%	63,10%	66,99%	66,76%	68,17%
Arriendos y gastos comunes	10,41%	10,95%	11,49%	4,60%	3,79%	3,77%
Servicios básicos energía y agua	3,72%	3,41%	3,26%	3,58%	3,41%	3,48%
Servicios computación	0,34%	0,38%	0,56%	0,62%	1,19%	0,54%
Materiales e insumos	2,83%	2,76%	2,63%	2,66%	2,80%	2,33%
Viajes, estadía y movilización	1,29%	1,29%	1,17%	1,38%	0,60%	0,57%
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	5,14%	4,99%	4,53%	4,62%	5,04%	4,99%
Honorarios y servicios de terceros	8,49%	7,77%	7,70%	8,85%	9,01%	9,23%

Elementos de seguridad	0,00%	0,00%	0,00%	2,96%	3,03%	3,49%
Mantenimiento y reparación	2,28%	2,18%	2,62%	0,39%	0,50%	0,50%
Comunicación	0,27%	0,21%	0,22%	0,38%	0,13%	0,16%
Comisiones	2,46%	2,39%	2,36%	2,76%	2,97%	3,01%
Otros	0,06%	0,00%	0,38%	0,21%	0,77%	-0,22%
Total Negocio no Bancario	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	41,18%	39,26%	38,58%	38,17%	35,29%	30,21%
Gastos de administración	53,79%	53,95%	54,24%	50,51%	52,17%	57,66%
Otros gastos operacionales	5,03%	6,79%	7,18%	11,32%	12,54%	12,13%
Total Negocio Bancario	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 21: GAV de cada negocio sobre GAV total

Conceptos GAV	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	54,33%	55,01%	54,00%	53,96%	53,69%	53,48%
Arriendos y gastos comunes	9,02%	9,46%	9,83%	3,71%	3,04%	2,96%
Servicios básicos energía y agua	3,22%	2,95%	2,79%	2,88%	2,74%	2,73%
Servicios computación	0,30%	0,32%	0,48%	0,50%	0,95%	0,42%
Materiales e insumos	2,45%	2,38%	2,25%	2,14%	2,25%	1,83%
Viajes, estadía y movilización	1,11%	1,11%	1,00%	1,11%	0,48%	0,45%
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	4,45%	4,31%	3,87%	3,72%	4,05%	3,91%
Honorarios y servicios de terceros	7,36%	6,71%	6,59%	7,13%	7,24%	7,24%
Elementos de seguridad	0,00%	0,00%	0,00%	2,38%	2,43%	2,74%
Mantenimiento y reparación	1,98%	1,88%	2,24%	0,32%	0,40%	0,39%
Comunicación	0,23%	0,18%	0,19%	0,31%	0,11%	0,12%
Comisiones	2,13%	2,07%	2,02%	2,22%	2,39%	2,36%
Otros	0,05%	0,00%	0,32%	0,17%	0,62%	-0,17%
Total Negocio no Bancario	86,65%	86,40%	85,58%	80,55%	80,41%	78,45%
Remuneraciones y gastos del personal ⁽¹⁾	5,50%	5,34%	5,56%	7,42%	6,91%	6,51%
Gastos de administración	7,18%	7,34%	7,82%	9,82%	10,22%	12,43%
Otros gastos operacionales	0,67%	0,92%	1,04%	2,20%	2,46%	2,61%
Total Negocio Bancario	13,35%	13,60%	14,42%	19,45%	19,59%	21,55%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 22: Gastos no Operacionales sobre Ingresos

	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Otros gastos, por función	-1,71%	-1,82%	-1,68%	-1,76%	-1,35%	-1,38%
Efectos del temporal Perú	0,00%	-0,10%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Arriendos de Bienes Raíces	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado por reestructuración negocios Argentina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,74%	-0,39%
Perdida por alteraciones al orden público	0,00%	0,00%	0,00%	-0,35%	0,00%	0,00%
Reverso de provisiones	0,08%	0,07%	0,14%	0,07%	0,05%	0,03%
Indemnizaciones	0,01%	0,19%	0,03%	0,47%	0,33%	0,17%
Ganancia (pérdida) por baja propiedades, planta y equipo	0,17%	-0,06%	0,19%	-0,22%	-0,21%	0,02%
Demandas y litigios	-0,04%	-0,07%	-0,04%	0,00%	0,00%	0,00%
Deterioro de activos disponibles para la venta	0,00%	0,00%	-0,05%	0,00%	0,00%	0,00%
Efecto escisión Aventura Plaza	1,77%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Efecto término de contrato concesión Puerto Barón	0,00%	-0,08%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado por enajenación de negocios	0,00%	0,00%	0,00%	0,13%	0,00%	0,00%
Recupero de impuestos	0,00%	0,00%	0,00%	0,14%	0,02%	0,04%
Plusvalía negativa por adquisición de Centro Comercial Calima (Nota 41)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
Otros	0,02%	0,08%	0,02%	0,01%	-0,01%	0,02%
Otras (pérdidas) ganancias	2,03%	0,04%	0,28%	0,26%	-0,54%	-0,13%
Ingresos financieros	0,19%	0,18%	0,44%	0,34%	0,82%	0,95%
Gastos por intereses, préstamos bancarios	-0,91%	-0,74%	-0,62%	-0,51%	-0,69%	-0,39%
Gastos por intereses, obligaciones y otros préstamos	-1,08%	-1,05%	-1,11%	-1,22%	-1,27%	-1,09%
Gasto por intereses de arrendamientos	-0,07%	-0,05%	-0,03%	-0,69%	-0,63%	-0,54%
Gastos por intereses, swap y forward	-0,38%	-0,32%	-0,26%	-0,33%	-0,45%	-0,31%
Otros costos financieros	-0,19%	-0,22%	-0,12%	0,14%	-0,04%	0,14%
Costos financieros	-2,63%	-2,38%	-2,14%	-2,61%	-3,07%	-2,19%
Sodimac Colombia S.A.	0,22%	0,23%	0,23%	0,24%	0,22%	0,30%
Sociedad Distribuidora de Mejoramiento del Hogar y Construcción S.A.P.I. de C.V.	0,00%	-0,03%	-0,08%	-0,12%	-0,09%	-0,07%
Inmobiliaria Cervantes S.A.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Servicios Financieros Soriana S.A.P.I de C.V.	0,00%	-0,02%	-0,06%	-0,12%	-0,08%	-0,06%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Inmobiliaria Sodimeg S.A de C.V	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, No Bancario	0,27%	0,19%	0,08%	0,00%	0,04%	0,18%
Diferencias de cambio	0,05%	-0,01%	-0,19%	-0,27%	-0,35%	-0,59%

Resultado por unidades de reajuste	-0,33%	-0,21%	-0,27%	-0,27%	-0,35%	-0,54%
Gasto no Operacional, no bancario	-2,13%	-4,00%	-3,46%	-4,31%	-4,80%	-3,71%
Unibanca S.A.	0,07%	0,06%	0,07%	0,06%	0,06%	0,04%
Resultado por inversiones en sociedades, Bancario	0,07%	0,06%	0,07%	0,06%	0,06%	0,04%
Gasto no operacional, bancario	0,07%	0,06%	0,07%	0,06%	0,06%	0,04%
Total Resultado No Operacional	-1,95%	-3,67%	-3,18%	-3,68%	-4,19%	-3,33%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.

Anexo 23: Gastos no Operacionales sobre Gasto no Operacional total

	31-dic-2016	31-dic-2017	31-dic-2018	31-dic-2019	31-dic-2020	30-jun-2021
Otros gastos, por función	80,74%	45,49%	48,57%	40,96%	28,16%	37,19%
Efectos del temporal Perú	0,00%	2,40%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Arriendos de Bienes Raíces	-1,28%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado por reestructuración negocios Argentina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	15,34%	10,64%
Perdida por alteraciones al orden público	0,00%	0,00%	0,00%	8,09%	0,00%	0,00%
Reverso de provisiones	-3,81%	-1,71%	-4,03%	-1,69%	-1,05%	-0,77%
Indemnizaciones	-0,69%	-4,78%	-0,94%	-10,90%	-6,88%	-4,51%
Ganancia (pérdida) por baja propiedades, planta y equipo	-7,83%	1,39%	-5,49%	5,00%	4,45%	-0,46%
Demandas y litigios	1,87%	1,64%	1,28%	0,00%	0,00%	0,00%
Deterioro de activos disponibles para la venta	0,00%	0,00%	1,54%	0,00%	0,00%	0,00%
Efecto escisión Aventura Plaza	-83,47%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Efecto término de contrato concesión Puerto Barón	0,00%	1,94%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado por enajenación de negocios	0,00%	0,00%	0,00%	-2,98%	0,00%	0,00%
Recupero de impuestos	0,00%	0,00%	0,00%	-3,22%	-0,47%	-0,97%
Plusvalía negativa por adquisición de Centro Comercial Calima (Nota 41)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,23%	0,00%
Otros	-0,75%	-1,88%	-0,59%	-0,32%	0,18%	-0,55%
Otras (pérdidas) ganancias	-95,96%	-1,00%	-8,21%	-6,00%	11,35%	3,38%
Ingresos financieros	-9,12%	-4,60%	-12,72%	-7,91%	-17,11%	-25,53%
Gastos por intereses, préstamos bancarios	42,70%	18,45%	17,85%	11,90%	14,48%	10,60%
Gastos por intereses, obligaciones y otros préstamos	51,14%	26,15%	32,01%	28,39%	26,43%	29,38%
Gasto por intereses de arrendamientos	3,43%	1,37%	0,99%	16,00%	13,08%	14,47%
Gastos por intereses, swap y forward	17,70%	7,94%	7,63%	7,66%	9,33%	8,38%
Otros costos financieros	8,95%	5,61%	3,43%	-3,35%	0,79%	-3,66%
Costos financieros	123,92%	59,52%	61,91%	60,59%	64,12%	59,17%
Sodimac Colombia S.A.	-10,17%	-5,87%	-6,53%	-5,58%	-4,56%	-8,22%
Sociedad Distribuidora de Mejoramiento del Hogar y Construcción S.A.P.I. de C.V.	0,09%	0,67%	2,27%	2,80%	1,92%	1,94%
Inmobiliaria Cervantes S.A.	-0,01%	0,00%	-0,01%	0,00%	0,00%	-0,01%
Servicios Financieros Soriana S.A.P.I de C.V.	0,07%	0,55%	1,85%	2,69%	1,75%	1,53%
Inmobiliaria Sodimeg S.A de C.V	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,01%	-0,01%

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, No Bancario	-12,69%	-4,65%	-2,42%	-0,10%	-0,90%	-4,76%
Diferencias de cambio	-2,17%	0,14%	5,39%	6,37%	7,33%	15,98%
Resultado por unidades de reajuste	15,58%	5,26%	7,67%	6,33%	7,22%	14,70%
Gasto no Operacional, no bancario	100,30%	100,14%	100,19%	100,24%	100,18%	100,13%
Unibanca S.A.	-0,30%	-0,14%	-0,19%	-0,24%	-0,18%	-0,13%
Resultado por inversiones en sociedades, Bancario	-0,30%	-0,14%	-0,19%	-0,24%	-0,18%	-0,13%
Gasto no operacional, bancario	-0,30%	-0,14%	-0,19%	-0,24%	-0,18%	-0,13%
Total Resultado No Operacional	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Falabella S.A.