



UNIVERSIDAD DE CHILE

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

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

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

GEN FU MA WONG

Profesor guía: FRANCISCO ESTEBAN SÁNCHEZ MORALES

Santiago, Chile

2022

I. AGRADECIMIENTOS

Ricardo A. Soto S.

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

Gen Ma W.

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

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

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

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

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

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

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

¡Muchas gracias a todos!

Índice

i.	AGRADECIMIENTOS	2
1.	RESUMEN EJECUTIVO	13
2.	METODOLOGÍA	14
2.1	<i>Principales métodos de valoración</i>	14
2.1.1	Método de flujos de caja descontados	14
2.1.2	Método de múltiplos	17
3.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	19
3.1	<i>Descripción de la empresa</i>	19
3.1.1	Antecedentes del negocio e historia	19
3.1.2	Principales accionistas	25
3.1.3	Marcas y patentes	27
3.1.4	Riesgos	28
3.1.5	Estructura Corporativa	30
3.2	<i>Descripción de la industria del retail</i>	31
3.2.1	Impactos en la industria	31
3.2.2	Regulación y fiscalización	33
3.2.3	Empresas comparables	34
4.	ANÁLISIS DEL NEGOCIO	40
4.1	<i>Análisis de crecimiento de la empresa</i>	40
4.1.1	Indicadores clave de la Compañía por segmento	47
4.2	<i>Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa</i>	57
4.2.1	Costos operacionales no bancarios	57
4.2.2	Costos operacionales negocio bancario	65
4.2.3	Gastos operacionales no bancarios	71
4.2.4	Gastos operacionales bancarios	76
4.3	<i>Análisis del resultado no operacional de la empresa</i>	78

4.3.1	Negocio no bancarias	78
4.3.2	Negocio bancario.....	83
4.4	<i>Análisis de márgenes de la empresa</i>	84
4.5	<i>Análisis de los activos de la empresa</i>	92
4.5.1	Activos operacionales y no operacionales	94
4.5.2	Capital de trabajo operativo neto	97
4.5.3	Inversiones	99
4.6	<i>Análisis de crecimiento de la industria</i>	100
4.6.1	Evolución de las economías.....	100
4.6.2	<i>Retail Chile</i>	106
4.6.3	<i>Retail en Perú</i>	108
4.6.4	<i>Retail en Argentina</i>	109
4.6.5	<i>Retail en Colombia</i>	112
4.6.6	<i>Retail en Brasil</i>	113
4.6.7	Industria bancaria.....	115
5.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADO	117
5.1	<i>Ingresos operacionales proyectados</i>	117
5.1.1	Proyección factores complementarios.....	118
5.1.2	Factores de crecimiento base.....	126
5.1.3	Cálculo proyectado factores base y complementarios segmento no bancario	131
5.2	<i>Proyección de ingresos operacionales segmento bancario</i>	134
5.2.1	Factores complementarios.....	134
5.2.2	Factores de crecimiento base.....	135
5.3	<i>Costos y gastos operacionales proyectados</i>	140
5.3.1	Costos operacionales proyectados.....	141
5.3.2	Gastos operacionales proyectados	144
5.4	<i>Resultado no operacional proyectado</i>	147
5.4.1	Negocio no bancario.....	148
5.4.2	Negocio Bancario.....	152

5.5	<i>Impuesto corporativo proyectado</i>	153
5.6	<i>Estado de resultados proyectado en miles de UF</i>	154
5.7	<i>Estado de resultados proyectado porcentual</i>	156
6.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	159
6.1	<i>Inversión en reposición</i>	159
6.2	<i>Nuevas inversiones de capital</i>	160
6.3	<i>Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto</i>	164
6.4	<i>Valor terminal</i>	165
6.5	<i>Flujos de caja libre proyectados</i>	166
7.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	167
7.1	<i>Valor presente de los flujos de caja libre</i>	167
7.2	<i>Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto</i>	167
7.3	<i>Activos prescindibles y otros activos</i>	168
7.4	<i>Valorización económica de la empresa</i>	169
7.5	<i>Análisis de sensibilidad</i>	171
7.5.1	<i>Sensibilización del beta patrimonial</i>	173
8.	CONCLUSIÓN	175
9.	ANEXOS	178
10.	BIBLIOGRAFIA	182

Índice de Tablas

Tabla 1. Antecedentes de Falabella.	19
Tabla 2. Ingresos y EBITDA por país - Falabella S.A.	24
Tabla 3. Principales accionistas de Falabella S.A. al 30 de junio del 2021	25
Tabla 4. Participación de principales participantes de la industria del Retail chilena – 2020	33
Tabla 5. Antecedentes Cencosud SA - 2020	35
Tabla 6. Margen bruto y EBITDA por país y segmento de Cencosud SA - Al 31 de diciembre 2020	36
Tabla 7. Antecedentes Ripley Corp SA - 2020	38
Tabla 8. Margen bruto y EBITDA por país y segmento de Ripley Corp S.A. - Al 31 de diciembre 2020	38
Tabla 9. Ingresos por segmento Falabella S.A.	40
Tabla 10: Variación ingresos por segmento Falabella S.A.....	42
Tabla 11. Ponderación ingresos por segmento Falabella S.A.....	44
Tabla 12. Superficies de venta o arrendable y tiendas por País - Falabella S.A.	48
Tabla 13. Superficie arrendable y venta por tienda.....	50
Tabla 14. Ingreso por metro cuadrado y segmento de negocio	51
Tabla 15. Same Store Sales 2017- 1S 2021.	52
Tabla 16. Monto y variación de las colocaciones por país y año	54
Tabla 17. Ingreso histórico bancario – Falabella S.A.....	55
Tabla 18. Ponderación de los ingresos históricos.....	56
Tabla 19. Ponderación de la proporción entre los intereses por comisiones y las colocaciones.....	57
Tabla 20. Costo de venta negocio no bancario Falabella S.A.....	58
Tabla 21. Costo de venta negocio no bancario Falabella S.A. sobre ingresos.....	59
Tabla 22. Ponderación costo de venta negocio no bancario Falabella S.A.....	60
Tabla 23. Ponderación costos por segmento Falabella S.A.....	61
Tabla 24. Costos de distribución negocio no bancarios Falabella.....	63

Tabla 25. Costos de distribución sobre ventas negocio no bancarios Falabella	64
Tabla 26. Otros gastos por función negocio no bancario Falabella.....	64
Tabla 27. Otros gastos por función sobre ventas negocio no bancario Falabella	65
Tabla 28. Costos operaciones bancarias Falabella S.A.....	65
Tabla 29. Costos operaciones bancarias Falabella S.A.....	66
Tabla 30. Variación costos operaciones bancarias Falabella S.A.....	67
Tabla 31. Costos operaciones bancarias Falabella S.A. sobre ingresos bancarios	67
Tabla 32. Costos operaciones bancarios por país Falabella S.A.	69
Tabla 33. Ponderación costos operaciones bancarios por país Falabella S.A.	70
Tabla 34. Gastos administrativos no bancarios Falabella S.A.	71
Tabla 35. Ponderación gastos administrativos no bancarios Falabella S.A.	72
Tabla 36. Gastos administrativos no bancarios Falabella sobre ventas.....	74
Tabla 37. Variación gastos administrativos no bancarios Falabella S.A.	75
Tabla 38. Gastos administrativos negocios bancarios Falabella S.A.	76
Tabla 39. Ponderación gastos administrativos negocios bancarios Falabella S.A.	76
Tabla 40. Gastos administrativos negocios bancarios Falabella sobre ingresos bancarios	77
Tabla 41. Otras ganancias (pérdidas) Falabella S.A.....	79
Tabla 42. Costos financieros y resultados por unidades de reajuste Falabella S.A.	82
Tabla 43. Ponderación estado de resultado Falabella resumido sobre ingresos - negocio no bancario.....	84
Tabla 44. Ponderación estado de resultado Falabella resumido sobre ingresos - negocio bancario.....	86
Tabla 45. Ponderación estado de resultado Falabella resumido sobre ingresos - consolidado	89
Tabla 46. Activos negocio bancario y no bancario de Falabella S.A.....	93
Tabla 47. Capital de trabajo operativo neto (CTON) Falabella.....	98
Tabla 48. Inversiones históricas de Falabella	99
Tabla 49. Proyección de tiendas y malls nuevos por segmento.....	120
Tabla 50. Proyección de tiendas por país y segmento 2S 2021-2025	121
Tabla 51. Porcentaje de crecimiento de tiendas 2S 2021-2025.....	122

Tabla 52. Proyección de la tasa de inflación por país	125
Tabla 53. Superficie arrendable por país segmento inmobiliario – Negocio no bancario	127
Tabla 54. Ponderación de superficie arrendable por país segmento inmobiliario – Negocio no bancario	127
Tabla 55. Ingresos consolidados por segmento inmobiliario – negocio no bancario ..	128
Tabla 56. Ingreso por país segmento inmobiliario – Segmento no bancario	128
Tabla 57. Ingreso porcentual por país segmento inmobiliario – Segmento no bancario	129
Tabla 58. Proyección crecimiento base porcentual por país segmento inmobiliario...	130
Tabla 59. Same store sales - Falabella S.A.....	131
Tabla 60. Ingreso por metro cuadrado y segmento de negocio	132
Tabla 61. Ingreso por país y segmento no bancario proyectado.....	133
Tabla 62. Monto de las colocaciones proyectadas por país y año	135
Tabla 63. Promedio ingreso bancario	136
Tabla 64. Promedio ingreso bancario respecto del total	137
Tabla 65. Promedio de la proporción entre los intereses por comisiones y las colocaciones.....	138
Tabla 66. Proyección base de ingresos bancarios 2S 2021- 2025	139
Tabla 67. Proyección base de ingresos bancarios 2S 2021- 2025	140
Tabla 68. Ponderación costos históricos sobre ingresos – Segmento no bancario....	141
Tabla 69. Costos Proyectados – Segmento no bancario	142
Tabla 70. Ponderación costos históricos sobre ingresos - Segmento bancario	143
Tabla 71. Costos proyectados - Segmento Bancario.....	143
Tabla 72. Ponderación de Gastos administrativos no bancarios respecto de los ingresos	144
Tabla 73. Proyección gastos administrativos no bancarios.....	145
Tabla 74. Ponderación gastos administrativos negocio bancario.....	146
Tabla 75. Proyección gastos administrativos bancarios y otros.	147
Tabla 76. Proyección ingresos no operacionales en función de ventas negocio no bancario.....	151

Tabla 77. Proyección ingresos (egresos) no operacionales negocio no bancario	151
Tabla 78. Proyección ingresos no operacionales en función de ventas negocio bancario	152
Tabla 79. Proyección ingresos no operacionales en función de ventas negocio bancario	152
Tabla 80. Impuesto corporativo	153
Tabla 81. Estado de resultado proyectado Falabella S.A. resumido	155
Tabla 82. Estado de resultado proyectado porcentual	157
Tabla 83. Inversión en reposición histórica Falabella S.A.	159
Tabla 84. Inversión en reposición proyectado	159
Tabla 85. Plan de inversión ajustado – Falabella S.A.	160
Tabla 86. Ajustes plan de inversión Falabella S.A. 2021-2023	161
Tabla 87. Plan de inversión ajustado	162
Tabla 88: Plan de inversión de Falabella S.A. con ajuste en remodelación.	163
Tabla 89. Proyección CTON.....	164
Tabla 90. Valor terminal de la Compañía	165
Tabla 91. Flujo de caja libre proyectado	166
Tabla 92. Valor presente de los flujos de caja	167
Tabla 93. Exceso o déficit de CTON.....	168
Tabla 94. Activos prescindibles de Falabella S.A. y otros activos	168
Tabla 95. Precio acción y el valor económico Falabella S.A.	169
Tabla 96. Rango intercuartil del precio de Falabella S.A.	170
Tabla 97. Sensibilidad variación en los ingresos totales	171
Tabla 98. Sensibilidad variación tasa de descuento	172
Tabla 99. Sensibilización WACC por medio del Beta	173

Índice de figuras

Figura 1. Principales Marcas grupo Falabella	27
Figura 4. Ingresos por país y año de Falabella S.A.....	46
Figura 5. Ingresos por segmento para cada año de Falabella S.A.	46
Figura 6. Costos por país y año Falabella S.A.	62
Figura 7. Evolución diferencias por tipo de cambio Falabella.....	83
Figura 8. Resultado operacional Falabella en MUF y ponderación sobre ingresos.	90
Figura 9. EBITDA ponderación sobre ingresos.	91
Figura 10. Relación ganancia y resultados operacionales.....	91
Figura 11. PIB histórico y proyectado Perú y Chile	101
Figura 12. PIB histórico y proyectado de Colombia, Brasil y Argentina	102
Figura 13. Tasas de crecimiento PIB países de operación Falabella proyectadas	103
Figura 14: Inflación por país histórico y proyectado (En %)	105
Figura 15. Evolución tasas largo plazo gubernamentales países que opera Falabella	106
Figura 16. Proyecciones de <i>retail value</i> y crecimiento industria retail Chile.....	107
Figura 17. Proyecciones de retail value y crecimiento industria retail Perú	108
Figura 18. Proyecciones de retail value y crecimiento industria retail Argentina.....	110
Figura 19. Comportamiento histórico inflación de Argentina	111
Figura 20. Proyecciones de retail value y crecimiento industria retail Colombia.....	112
Figura 21. Proyecciones de retail value y crecimiento industria retail Brasil	114
Figura 22. Proyección de apertura de tiendas y centros comerciales proyectadas - 2021-2025	119
Figura 23. Comportamiento precio de la acción Falabella S.A. – Dic 2020 al Dic 2021	170

Índice de Anexos

Anexo 1. Estado de resultado Falabella S.A.	178
Anexo 2. <i>Ponderación sobre ingresos, estado de resultado Falabella S.A.</i>	179
Anexo 3. <i>Estado de resultado proyectado Falabella S.A.</i>	180
Anexo 4. <i>Ponderación sobre ingresos, estado de resultado proyectado Falabella S.A.</i>	181

1. RESUMEN EJECUTIVO

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

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

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

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

2. METODOLOGÍA

2.1 Principales métodos de valoración

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

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

2.1.1 Método de flujos de caja descontados

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

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

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

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

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

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

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

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

2.1.2 Método de múltiplos

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

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

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

2.1.2.1 Múltiplos de ganancias

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

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

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

2.1.2.2 Múltiplos de valor libro

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

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

2.1.2.3 Múltiplos de ventas

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

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

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

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

3.1 Descripción de la empresa

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

Tabla 1. Antecedentes de Falabella.

Antecedentes

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

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

3.1.1 Antecedentes del negocio e historia

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

montos de MUF 78.783, MUF 53.463 y MUF39.600 respectivamente, consolidando a Chile como país donde la Compañía tiene los principales ingresos y segundo país a Perú. Sin embargo, al observar el EBITDA de la Compañía, los principales segmentos provienen del mejoramiento del hogar y del Banco Falabella en Chile por montos de MUF 7.752 y MUF 7.251 respectivamente. Esto implica que, a pesar de que la Compañía tenga una gran porción de ingresos en el segmento de tiendas por departamento en Chile, éste tuvo grandes costos y gastos operacionales al 31 de diciembre del 2020 que tuvieron efecto en el EBITDA.

3.1.2 Principales accionistas

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

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

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

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

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

3.1.3 Marcas y patentes

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

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

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

Figura 1. Principales Marcas grupo Falabella



Fuente: Elaboración propia con logos encontrados en buscador web.

3.1.4 Riesgos

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

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

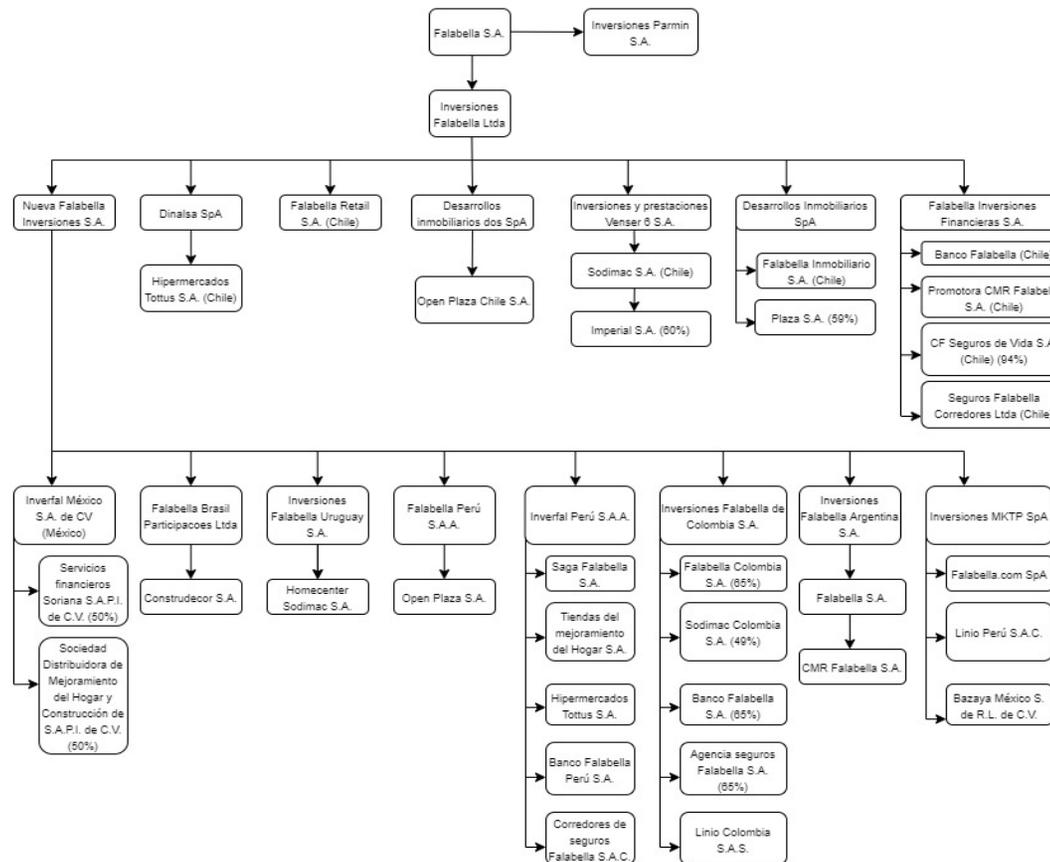
3.1.4.2 Riesgos de seguridad y tecnología de la información: Esto es debido a que todos los negocios de la Compañía utilizan tecnologías de la información para los distintos procesos operacionales, como lo es también el consolidado *marketplace* de la Compañía como canal de ventas. Cualquier daño en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

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

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

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

3.1.5 Estructura Corporativa



Fuente: Memoria Anual Falabella 2020.

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

3.2 Descripción de la industria del *retail*

3.2.1 Impactos en la industria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nota: Se excluyen el impuesto a la venta.

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

3.2.2 Regulación y fiscalización

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

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

3.2.3 Empresas comparables

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

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

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

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

Tabla 5. Antecedentes Cencosud SA - 2020

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tabla 7. Antecedentes Ripley Corp SA - 2020

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

4.1 Análisis de crecimiento de la empresa

Conforme las operaciones que tiene Falabella S.A., en la **Tabla 9** se presentan los ingresos de la Compañía segmentados por país y negocios.

Tabla 9. Ingresos por segmento Falabella S.A.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Chile	204.006	189.194	197.459	197.222	114.988
Tiendas por departamento Chile	57.281	55.355	52.003	53.463	30.431
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	76.320	78.703	73.919	78.783	52.095
Supermercados	27.568	28.156	26.516	29.825	15.768
Bienes inmobiliarios	13.361	14.442	13.633	8.716	5.224
CMR	17.435	0	0	0	0
Bancario	12.041	12.538	31.387	26.435	11.471
Perú	81.670	82.385	88.646	87.315	40.899
Tiendas por departamento	21.863	21.948	22.969	18.922	9.328
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	22.434	22.343	23.665	20.226	11.599
Supermercados	26.243	28.059	31.149	39.600	16.688
Otros negocios y eliminaciones	1.900	1.791	1.881	1.178	588
Bancario	9.229	8.245	8.981	7.388	2.695
Argentina	21.320	16.047	13.659	8.359	3.463
Tiendas por Departamento	11.905	8.756	7.682	4.697	1.683
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	6.379	4.544	3.825	2.527	1.412
CMR Argentina	3.242	2.927	2.292	1.198	310
Otros negocios y eliminaciones	-207	-179	-141	-63	57
Colombia	20.815	21.962	23.668	21.807	9.008
Tiendas por departamento	14.045	14.593	15.403	14.140	5.346
Otros negocios y eliminaciones	972	924	814	706	435
Bancario	5.797	6.445	7.452	6.961	3.227
Brasil	7.044	6.631	7.387	7.529	3.508
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	7.044	6.631	7.387	7.529	3.508
Otros negocios y eliminaciones anulaciones intersegmentos	-188	385	1.481	3.415	581
Total negocio no bancario	307.598	289.377	284.479	284.863	155.055
Total negocio bancario	27.068	27.228	47.820	40.785	17.393

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

A partir de la **Tabla 9**, de la cual se puede apreciar que los ingresos a nivel país provienen de Chile, Perú, Colombia, Argentina y Brasil en orden decreciente al cierre del año 2020, siendo el segmento más relevante para la compañía a nivel de ingresos, el correspondiente a mejoramiento del hogar. También se desprende que los efectos del estallido social durante el año 2019 afectaron los ingresos de la compañía en Chile, reduciéndolos prácticamente en todos los sus segmentos rompiendo la tendencia alcista que traía la compañía desde los años anteriores, esta situación no fue similar en los demás países que continuaban con ingresos superiores a los del año anterior (2018 y 2017). Esto con excepción de Argentina que debido a una dinámica de consumo débil y la corrección inflacionaria que aplicada por exigencia de la IAS 29⁶, la cual ya también se había aplicado durante el año 2018 (Falabella, 2019, 2020b), reflejó una disminución de ingresos en dicho país.

Se puede observar además que, durante el año 2020 en plena pandemia, los segmentos que hicieron mantener los ingresos globales de Falabella S.A. con respecto al año anterior fueron los de mejoramiento del hogar y tiendas por departamento en Chile y en general, el de supermercados en todos los países en los que opera la compañía, esto gracias al impulso que tuvieron las ventas online dada las restricciones de la pandemia y el carácter de rubro de primera necesidad que tiene este último segmento (Falabella, 2021b).

Para analizar en detalle la composición porcentual de los ingresos de la Compañía, en la **Tabla 10**, se presenta la ponderación de ingresos por segmento en Falabella S.A.

⁶ Normativa contable que corrige estados financieros expresado en moneda de países con hiperinflación

Tabla 10: Variación ingresos por segmento Falabella S.A..

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21 ⁷
Chile	2,80	-7,26	4,37	-0,12	36,53
Tiendas por departamento Chile	2,53	-3,36	-6,06	2,81	61,40
Mejoramiento para el hogar y materiales de Construcción	0,51	3,12	-6,08	6,58	57,96
Supermercados	2,89	2,13	-5,82	12,48	18,32
Bienes inmobiliarios	5,86	8,10	-5,60	-36,07	14,94
CMR	10,76	-100,00	0,00	0,00	0,00
Bancario	4,79	4,12	150,35	-15,78	-20,97
Perú	0,49	0,88	7,60	-1,50	13,40
Tiendas por departamento	-3,28	0,39	4,65	-17,62	58,69
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	-0,11	-0,41	5,92	-14,53	76,10
Supermercados	3,82	6,92	11,01	27,13	-10,63
Otros negocios y eliminaciones	33,69	-5,77	5,06	-37,36	-7,29
Bancario	-2,91	-10,67	8,93	-17,74	-37,22
Argentina	3,57	-25,87	-14,24	-38,08	-14,63
Tiendas por Departamento	2,61	-27,20	-13,48	-37,22	-9,01
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	3,51	-26,45	-12,26	-38,86	-25,76
CMR Argentina	1,21	-28,78	-15,82	-33,93	16,85
Otros negocios y eliminaciones	15,81	-9,74	-21,67	-47,75	-62,15
Colombia	7,36	5,51	7,77	-7,86	-4,28
Tiendas por departamento	5,86	3,90	5,55	-8,20	2,19
Otros negocios y eliminaciones	5,44	-4,93	-11,96	-13,23	22,15
Bancario	11,55	11,18	15,62	-6,58	-15,60
Brasil	10,80	-5,86	11,40	1,93	0,59
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	10,80	-5,86	11,40	1,93	0,59
Otros negocios y eliminaciones anulaciones intersegmentos	-338,81	304,58	284,47	130,63	-67,02
Total negocio no bancario	2,61	-5,92	-1,69	0,13	33,04
Total negocio bancario	3,34	0,59	75,63	-14,71	-23,15

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

Como se refleja en la tabla anterior, respecto al crecimiento del ingreso, durante el año 2018 tuvo un decrecimiento respecto del año 2017, principalmente por el decrecimiento de las ventas en las tiendas por departamento en un -3,36% y el cierre del segmento de

⁷ Variación respecto al mismo periodo del año 2020.

CMR en Chile para unirse al segmento Bancario, lo que tuvo un efecto de ajuste para el crecimiento de ingresos en el año 2019. Además, durante el año 2018, la Compañía tenía una situación complicada en Argentina, dado el mercado interno, inflación alta y aumento en el tipo de cambio para la importación de productos en el país, lo que llevó a una pérdida de crecimiento respecto del año anterior en el país de -25,87%. Dado los efectos anteriores, durante el año 2019 para el negocio no bancario el crecimiento fue de -5,92%.

Para el año 2019, por efectos de la crisis social en Chile, generó una pérdida en todos sus segmentos de negocio, excepto al segmento bancario, que de acuerdo a la fusión de CMR con el segmento bancario generó un crecimiento del 150,35% que es principalmente por el ajuste de la fusión realizada el año anterior. Todo esto llevó a que el crecimiento en Chile fuera de 4,37% empujado principalmente por el segmento bancario. Mientras en Argentina, seguían manteniendo los problemas de periodos anteriores, además de la volatilidad generada por las elecciones presidenciales, lo que llevó a que tuviera un decrecimiento en el país de -14,24%. Para el año a nivel grupo, Falabella tuvo un decrecimiento en el sector no bancario del -1,69% y un crecimiento en el sector bancario del 75,63%.

Para el año 2020, por efectos de la pandemia y las limitaciones sanitarias que esta generaba, la Compañía tuvo un decrecimiento en los distintos países. Sin embargo, ciertos segmentos de mercado en Chile tuvieron un alza, debido principalmente al temprano desarrollo tecnológico para el envío de productos y ventas online, lo que refleja que los únicos segmentos de mercado con mayor efecto por crisis de la pandemia son en los bienes inmobiliarios y bancario.

Para junio del 2021, dada la temprana vacunación en Chile respecto al resto de países donde opera la Compañía y la apertura de la economía, se ve una tendencia de recuperación de la economía, generando un crecimiento en el país del 36,53%, seguido del crecimiento económico de Perú con una recuperación del 13,40%.

Tabla 11. Ponderación ingresos por segmento Falabella S.A.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Chile	60,96	59,76	59,42	60,56	66,68
Tiendas por departamento Chile	17,12	17,48	15,65	16,42	17,65
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	22,80	24,86	22,24	24,19	30,21
Supermercados	8,24	8,89	7,98	9,16	9,14
Bienes inmobiliarios	3,99	4,56	4,10	2,68	3,03
CMR	5,21	0,00	0,00	0,00	0,00
Bancario	3,60	3,96	9,45	8,12	6,65
Perú	24,40	26,02	26,68	26,81	23,72
Tiendas por departamento	6,53	6,93	6,91	5,81	5,41
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	6,70	7,06	7,12	6,21	6,73
Supermercados	7,84	8,86	9,37	12,16	9,68
Otros negocios y eliminaciones	0,57	0,57	0,57	0,36	0,34
Bancario	2,76	2,60	2,70	2,27	1,56
Argentina	6,37	5,07	4,11	2,57	2,01
Tiendas por Departamento	3,56	2,77	2,31	1,44	0,98
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	1,91	1,44	1,15	0,78	0,82
CMR Argentina	0,97	0,92	0,69	0,37	0,18
Otros negocios y eliminaciones	-0,06	-0,06	-0,04	-0,02	0,03
Colombia	6,22	6,94	7,12	6,70	5,22
Tiendas por departamento	4,20	4,61	4,64	4,34	3,10
Otros negocios y eliminaciones	0,29	0,29	0,24	0,22	0,25
Bancario	1,73	2,04	2,24	2,14	1,87
Brasil	2,10	2,09	2,22	2,31	2,03
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	2,10	2,09	2,22	2,31	2,03
Otros negocios y eliminaciones anulaciones intersegmentos	-0,06	0,12	0,45	1,05	0,34
Total negocio no bancario	91,91	91,40	85,61	87,48	89,91
Total negocio bancario	8,09	8,60	14,39	12,52	10,09
Total Ventas	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

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

Tal y como se puede apreciar de las tablas anteriores, los ingresos de Falabella provienen prácticamente del negocio no bancario, siendo cercado al 91% de los ingresos durante los años 2017 y 2018 para bajar a un 86% y 88% en los años 2019 y 2020. Esta baja en la participación se debe únicamente a la reorganización que hizo la compañía

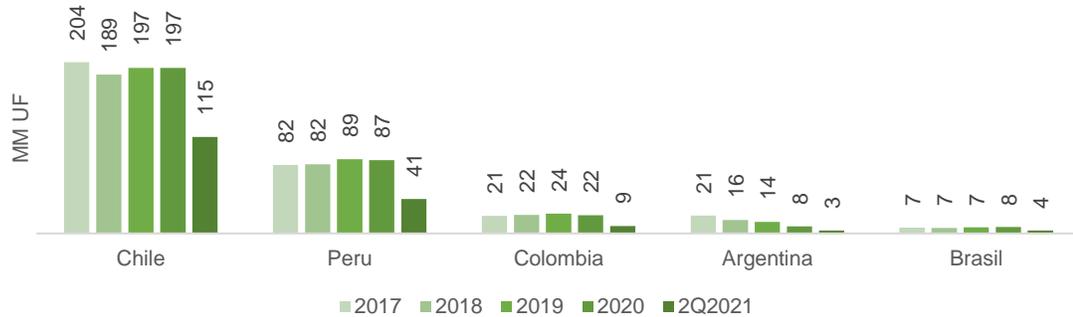
durante el año 2018 en la que la firma “Promotora CMR Falabella S.A.” paso a conformar parte del giro bancario en Chile (Falabella & EY Chile, 2020).

La línea “Otros negocios y eliminaciones anulaciones intersegmentos”, incluye al resto de empresas de Falabella, tales como el área industrial, Linio, Viajes Falabella, Corredora de Seguros de Chile, CF Seguros de Vida e inversiones en Uruguay y México, donde estas últimas dos comprenden menos del 1% de los ingresos de la compañía.

Así también desde la **Tabla 11** se puede observar que el negocio de Falabella tiene sus ingresos altamente concentrados en Chile, siendo estos cercanos al 60% hasta el cierre del año 2020, incrementándose en el 2Q⁸ del año 2021, llegando a cerca del 67% de los ingresos de la compañía. Detrás de Chile, le siguen las operaciones en Perú, reflejando entre el 26% y 27% de los ingresos desde el año 2017 hasta el año 2020, bajando a cerca del 24% en el 2Q del año 2021. Para terminar con las operaciones con menor participación correspondientes a Colombia, con cerca del 7% de participación al cierre del año 2020, Brasil con cerca del 2% y Argentina, zona que ha ido bajando constantemente su participación en los ingresos de la compañía, pasando de tener cerca de un 6% a prácticamente un 2% en el 2Q del año 2021. Lo anterior se ejemplifica de mejor manera en la **Figura 2**:

⁸ Nomenclatura para referirse a “Quarter”, lo cual hace alusión a un trimestre específico, denominado por el número que le precede.

Figura 2. Ingresos por país y año de Falabella S.A.

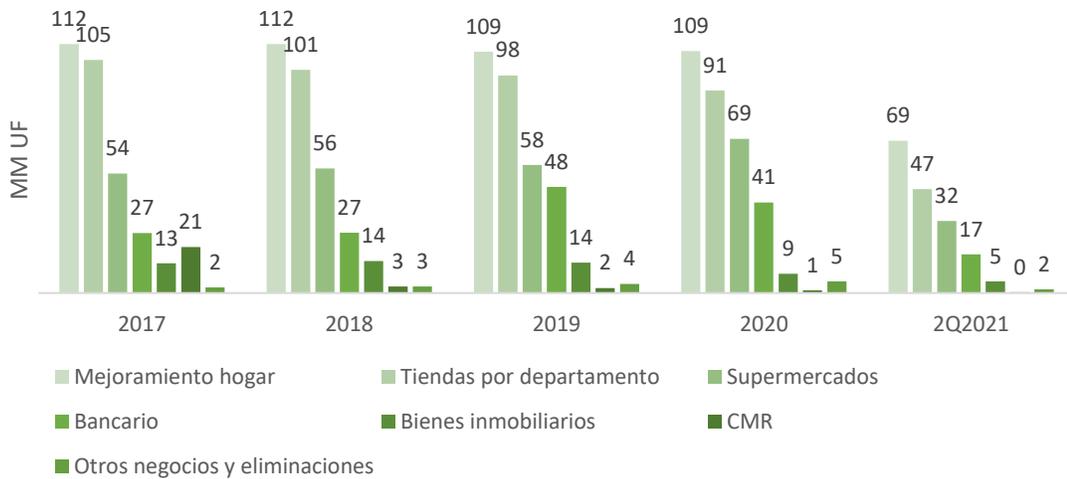


Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF Falabella 2017, 2018, 2019, 2020 y 2Q 2021

En la figura anterior, se refuerza que las ventas en Chile son las principales para el grupo junto con las de las operaciones de Perú.

Con respecto a la participación por segmentos que tiene Falabella, en la **Figura 3**, se puede apreciar gráficamente los segmentos más importantes para la compañía:

Figura 3. Ingresos por segmento para cada año de Falabella S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF Falabella 2017, 2018, 2019, 2020 y 2Q 2021

En todos los años de esta evaluación, el negocio que más ingresos da a la compañía corresponde al del segmento de mejoramiento del hogar, cercano a los 110 MMUF de ingresos anuales durante los periodos analizados, seguido por el segmento de tiendas por departamento, el cual ha ido disminuyendo desde 2017 con 105 MMUF a cerca de 91 MMUF para fines del año 2020. Luego de ello, el tercer segmento relevante para Falabella proviene de los supermercados, segmento que ha ido aumentando los ingresos, con un fuerte repunte durante el año 2020, incrementándose un 20% con respecto al año anterior, debido a los cambios en comportamiento provenientes de la pandemia. El último segmento relevante es el proveniente del negocio bancario, el cual registra ingresos en torno a los 41 MMUF a fines del año 2020 y 17 MMUF al cierre del 2Q 2020.

4.1.1 Indicadores clave de la Compañía por segmento

Los factores como la inversión de la Compañía, análisis del same store sales o colocación son indicadores relevantes que afectan directamente el crecimiento de la Compañía, por lo que es relevante entender estos.

4.1.1.1 Segmento no bancario

4.1.1.1.1 Superficie de venta o arrendable

Dentro de los segmentos de mercado donde participa la Compañía es importante analizar el espacio utilizado en sus segmentos de mercado, dado que determina los efectos de la inversión que tiene en espacios físicos por metro cuadrado. Sin embargo, éstos se dividen en aquellos que corresponden al segmento inmobiliario (superficie arrendable) y aquellos que no son del segmento inmobiliario (superficie de venta). La **Tabla 12** resume aquellas superficies y tiendas por segmento de negocio y país.

Tabla 12. Superficies de venta o arrendable y tiendas por País - Falabella S.A.

Superficie arrendable por país y segmento de negocio	2017		2018		2019		2020		1S 2021	
	Superficie venta o arrendable (M ²)	N° tiendas	Superficie venta o arrendable (M ²)	N° tiendas	Superficie venta o arrendable (M ²)	N° tiendas	Superficie venta o arrendable (M ²)	N° tiendas	Superficie venta o arrendable (M ²)	N° tiendas
Chile	2.517.840	180	2.899.891	231	2.913.750	231	2.885.455	224	2.844.846	224
Tiendas por departamento	318.333	45	338.698	47	328.169	47	329.498	46	313.127	46
Mejoramiento del hogar	749.725	89	771.648	90	767.680	89	760.989	85	755.179	84
Supermercados	212.115	64	204.545	67	224.901	69	201.552	67	203.660	68
Negocio Inmobiliario	1.556.000	27	1.585.000	27	1.593.000	26	1.593.416	26	1.572.880	26
Perú	1.300.693	164	1.314.279	168	1.333.048	175	1.442.555	182	1.439.287	184
Tiendas por departamento	176.962	29	177.298	29	173.415	29	187.905	30	185.970	30
Mejoramiento del hogar	371.714	56	371.714	56	376.265	55	385.217	56	385.217	56
Supermercados	234.017	65	243.267	69	264.368	77	274.000	81	275.401	83
Negocio Inmobiliario	518.000	14	522.000	14	519.000	14	595.433	15	592.699	15
Colombia	570.211	65	634.634	69	685.586	68	740.052	70	741.862	70
Tiendas por departamento	174.831	26	182.678	27	176.330	25	189.589	26	189.785	26
Mejoramiento del hogar	368.380	38	385.956	40	386.256	40	386.256	40	386.256	40
Negocio Inmobiliario	27.000	1	66.000	2	123.000	3	164.207	4	165.821	4
Argentina	144.367	19	153.051	20	150.963	19	119.107	14	72.207	7
Tiendas por departamento	58.426	11	58.978	11	56.890	10	34.289	6	- ⁹	-
Mejoramiento del hogar	85.941	8	94.073	9	94.073	9	84.818	8	72.207	7
Brasil	167.434	57	162.933	53	172.112	53	174.279	53	174.203	52
Mejoramiento del hogar	167.434	57	162.933	53	172.112	53	174.279	53	174.203	52
Total	4.700.545	485	5.164.788	541	5.255.459	546	5.361.448	543	5.272.405	537

Fuente: Elaboración propia en base a las memorias anuales 2020, 2019, 2018, 2017 y release financiero 2Q 2021 de Falabella Investors

⁹ Falabella S.A. no tiene tiendas por departamento al S1 2021

Como se presenta en la **Tabla 12**, el nivel de tiendas en Chile ha disminuido para el 2020, principalmente por los efectos del estallido social a fines del 2019, siendo las más afectadas las del segmento de mejoramiento del hogar. Por otro lado, el número de tiendas en Perú ha ido en constante aumento año tras año, siendo principalmente en el segmento de supermercados el de mayor crecimiento. Mientras en Colombia y Brasil se ha mantenido un nivel constante de tiendas, aunque aumentó la superficie de venta en Colombia. Las tiendas en Argentina han ido a la baja, principalmente por la política de desinversión que tiene la Compañía en el país, dada la inestabilidad de la inflación y los grandes costos que se tiene al invertir en ese país. Ya para el 1S 2021, el nivel de tiendas en el país argentino disminuyó a 7, esto debido a que la pandemia aceleró los procesos de desinversión en ese país. En la **Tabla 13** se dividió entre las superficies totales y el número de tiendas por segmento y país con el fin de determinar la superficie arrendable y de ventas de cada tienda.

Tabla 13. Superficie arrendable y venta por tienda

Superficie arrendable por país y segmento de negocio	2017	2018	2019	2020	1S 2021
Chile	13.988	12.554	12.614	12.881	12.700
Tiendas por departamento	7.074	7.206	6.982	7.163	6.807
Mejoramiento del hogar	8.424	8.574	8.626	8.953	8.990
Supermercados	3.314	3.053	3.259	3.008	2.995
Negocio Inmobiliario	57.630	58.704	61.269	61.285	60.495
Perú	7.931	7.823	7.617	7.926	7.822
Tiendas por departamento	6.102	6.114	5.980	6.264	6.199
Mejoramiento del hogar	6.638	6.638	6.841	6.879	6.879
Supermercados	3.600	3.526	3.433	3.383	3.318
Negocio Inmobiliario	37.000	37.286	37.071	39.696	39.513
Colombia	8.772	9.198	10.082	10.572	10.598
Tiendas por departamento	6.724	6.766	7.053	7.292	7.299
Mejoramiento del hogar	9.694	9.649	9.656	9.656	9.656
Negocio Inmobiliario	27.000	33.000	41.000	41.052	41.455
Argentina	7.598	7.653	7.945	8.508	10.315
Tiendas por departamento	5.311	5.362	5.689	5.715	0
Mejoramiento del hogar	10.743	10.453	10.453	10.602	10.315
Brasil	2.937	3.074	3.247	3.288	3.350
Mejoramiento del hogar	2.937	3.074	3.247	3.288	3.350
Total	9.692	9.547	9.625	9.874	9.818

Fuente: Elaboración propia en base a las memorias anuales de Falabella Investor Memoria anual 2020, 2019, 2018, 2017 y release financiero 2Q 2021

En la **Tabla 13** entre el año 2017 y 2021 En Chile hay una tendencia a la disminución de metros cuadrados por tiendas. En Perú el nivel de superficie por tiendas es constante a través de los años al igual que en Brasil. Mientras que al analizar Colombia y Argentina se ve un crecimiento de los metros cuadrados por tienda, por un lado, en Colombia es debido principalmente al aumento en inversión que tiene en el país, por otro lado, al analizar Argentina, es debido principalmente a la desinversión que ha tenido la Compañía en Argentina del segmento de tiendas por departamento, dejando el segmento de mejoramiento del hogar, del cual, necesita mayor superficie de ventas por tiendas. Con el nivel de metros cuadrados en tiendas.

Para analizar las ventas de acuerdo al nivel de superficie se presenta un resumen de los ingresos por metro cuadrado y segmento de negocio en la **Tabla 14**.

Tabla 14. Ingreso por metro cuadrado y segmento de negocio

MUF/ M2	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Chile	0,4203	0,4122	0,3812	0,4192	0,2469
Tiendas por departamento	0,1799	0,1634	0,1585	0,1623	0,0972
Mejoramiento del hogar	0,1018	0,1020	0,0963	0,1035	0,0690
Supermercados	0,1300	0,1377	0,1179	0,1480	0,0774
Negocio Inmobiliario	0,0086	0,0091	0,0086	0,0055	0,0033
Perú	0,3135	0,3174	0,3295	0,3056	0,1448
Tiendas por departamento	0,1235	0,1238	0,1325	0,1007	0,0502
Mejoramiento del hogar	0,0604	0,0601	0,0629	0,0525	0,0301
Supermercados	0,1121	0,1153	0,1178	0,1445	0,0606
Negocio Inmobiliario	0,0175	0,0181	0,0163	0,0078	0,0040
Colombia	0,0433	0,0283	0,0313	0,0269	0,0105
Tiendas por departamento y mejoramiento del hogar	0,0259	0,0257	0,0274	0,0246	0,0093
Negocio Inmobiliario	0,0175	0,0026	0,0039	0,0023	0,0012
Argentina	0,2780	0,1968	0,1757	0,1668	0,0196
Tiendas por departamento	0,2038	0,1485	0,1350	0,1370	0,0000
Mejoramiento del hogar	0,0742	0,0483	0,0407	0,0298	0,0196
Brasil	0,0421	0,0407	0,0429	0,0432	0,0201
Mejoramiento del hogar	0,0421	0,0407	0,0429	0,0432	0,0201
Total	1,0972	0,9953	0,9606	0,9617	0,4419

Fuente: Elaboración propia en base a las memorias anuales de Falabella Investor Memoria anual 2020, 2019, 2018, 2017 y release financiero 2Q 2021

Al analizar el nivel de ventas por superficie, se puede observar que Chile, Perú, Brasil se ha mantenido en una proporción constante dentro de los periodos de análisis. Mientras que Colombia y Argentina han ido disminuyendo.

4.1.1.1.2 Same Store Sales

Es un ratio que permite evaluar el monto total de las ventas en las tiendas de la empresa que han estado operando. Las ventas en las mismas tiendas proporcionan una

comparación de rendimiento para las tiendas establecidas de una cadena minorista durante un período de tiempo determinado. Es determinante para analizar los segmentos de supermercado, tiendas por departamento y mejoramiento del hogar, respecto de los efectos históricos que pudieran generar las tiendas actuales respecto de las ventas que pudieran tener, del cual se puede ver en el ratio de same store sales.

Tabla 15. Same Store Sales 2017- 1S 2021.^{10 11 12}

En %	2017	2018	2019	2020	1S 2021
Chile					
Tiendas por departamento	4,80	-3,60	-2,80	N/A	N/A
Mejoramiento del hogar	1,60	2,40	-3,10	6,50	0,85
Supermercados	1,40	1,10	-0,80	12,10	0,18
Perú					
Tiendas por departamento	0,30	5,40	-0,90	N/A	N/A
Mejoramiento del hogar	2,70	2,60	1,50	N/A	N/A
Supermercados	0,30	6,00	2,20	N/A	N/A
Colombia					
Tiendas por departamento	-0,90	10,50	9,10	N/A	N/A
Mejoramiento del hogar	-4,80	3,90	8,10	N/A	N/A
Argentina					
Tiendas por departamento	23,60	32,40	35,80	N/A	N/A
Mejoramiento del hogar	23,60	23,20	22,20	N/A	191,40
Brasil					
Mejoramiento del hogar	3,20	3,00	6,60	0,21	N/A

Fuente: Elaboración propia en base a los earning release de Falabella Investors.

Dentro de los periodos históricos analizados, se observa que el formato de tiendas por departamento en Chile vio afectada su operación normal entre los periodos 2019 al 1S

¹⁰ El cálculo de SSS no considera las tiendas que tienen cambios significativos, con el periodo comparable, en su superficie de venta, ya sea por remodelaciones, ampliaciones, reducciones o cierres.

¹¹ Todos los crecimientos son en términos nominales y han sido calculados en moneda local de cada país. En Argentina son netos del impuesto a los ingresos brutos.

¹² Los crecimientos de venta por local incorporan las ventas del canal online hasta el año 2019 (en los casos que exista dicha operación). Posteriormente, producto de la pandemia Covid-19 se excluyen la venta online del análisis.

2021, resultando en cierres de locales en mayor extensión tanto en octubre por el estallido social, como durante los meses de abril 2020 por comienzo de la pandemia y sus restricciones.

Los negocios de tiendas por departamento y mejoramiento del hogar en Perú, enfrentaron restricciones a la operación en los periodos 2020 y 1S 2021, con mayor fuerza en mayo y la primera mitad de junio de 2020. Durante 2021, las restricciones fueron menores.

En Colombia, los ingresos totales de tiendas por Departamento crecieron 574% por año, mientras que Mejoramiento del Hogar creció 96,2%, lo que se refleja en mejores ratios de same store sales.

En Argentina, debido al cierre total del negocio de Tiendas por Departamentos, se invalida el cálculo de la métrica.

En Brasil, los ingresos totales de Mejoramiento del Hogar crecieron 21,3% para el año 2019.

4.1.1.2 Segmento bancario

4.1.1.2.1 Colocaciones e intereses

Para este ítem se presentan las colocaciones históricas o cuentas por cobrar del negocio bancario por país y año, dada la relevancia que tienen esto para los intereses. Además, las colocaciones de la Compañía están compuestas por colocaciones comerciales, colocaciones para la vivienda, colocaciones de consumo, deudores por tarjeta de crédito y desde el año 2019 el segmento de CMR.

Tabla 16. Monto y variación de las colocaciones por país y año

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1S 21
Chile	61.341	62.471	138.165	112.912	113.520
Perú	26.499	21.943	24.757	21.022	18.620
Colombia	17.755	24.022	28.830	27.644	26.137
En %					
Chile	4,48	1,84	121,17	-18,28	0,01
Perú	-12,67	-17,19	12,82	-15,09	-14,16
Colombia	1,80	35,29	20,02	-4,12	0,01

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

De acuerdo a la **Tabla 16** se puede observar en Chile una variación del 121,17% para el año 2019 principalmente por el segmento de CMR al segmento bancario. Por otro lado, en Colombia ha aumentado el monto de las colocaciones en el país y eso se refleja en las variaciones. En Perú ha disminuido el monto de colocaciones a través de los años, teniendo variaciones negativas en 4 de los 5 periodos a analizar. Mientras que entre los años 2020 y 1S 2021 para los 3 países la variación de colocaciones se ha mantenido, aumentado levemente o disminuido precisamente debido al aumento del riesgo por efectos de la pandemia, lo que repercute en el PIB de cada país y este a su vez en las colocaciones que tienen.

El ingreso del negocio bancario depende del nivel de colocaciones que tenga. Por lo que, ya analizado el crecimiento y monto de las colocaciones, se analizarán los ingresos por intereses y comisiones históricas presente en la **Tabla 17**.

Tabla 17. Ingreso histórico bancario – Falabella S.A.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1S 2021
Chile	12.042	12.538	31.387	26.435	11.471
Ingreso por intereses y reajustes	10.638	10.976	27.009	22.856	9.601
Ingreso por comisiones	1.403	1.562	4.379	3.579	1.870
Perú	9.171	8.252	8.925	7.339	2.503
Ingreso por intereses y reajustes	8.174	6.382	6.828	5.688	1.915
Ingreso por comisiones	996	1.870	2.096	1.651	588
Colombia	5.773	6.527	7.312	6.782	3.077
Ingreso por intereses y reajustes	4.007	4.526	5.311	5.061	2.233
Ingreso por comisiones	1.766	2.001	2.002	1.721	844
Total intereses y reajustes	22.820	21.884	39.147	33.606	13.749
Total comisiones	4.165	5.433	8.477	6.950	3.302
Total	26.985	27.316	47.624	40.556	17.051

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

Con la inclusión del segmento de CMR generó efectos en la variación entre los años 2018 y 2019 así como en las colocaciones, el total de ingresos bancarios dentro de los periodos de análisis han ido al alza, mientras al analizar en detalle, en Perú ha disminuido los intereses debido al riesgo que ha generado la pandemia.

En la **Tabla 18** se presenta la ponderación que tienen los intereses respecto de total de ingreso.

Tabla 18. Ponderación de los ingresos históricos

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1S 2021
Chile	44,62	45,90	65,91	65,18	67,28
Ingreso por intereses y reajustes	39,42	40,18	56,71	56,36	56,31
Ingreso por comisiones	5,20	5,72	9,19	8,82	10,97
Perú	33,98	30,21	18,74	18,10	14,68
Ingreso por intereses y reajustes	30,29	23,36	14,34	14,03	11,23
Ingreso por comisiones	3,69	6,84	4,40	4,07	3,45
Colombia	21,39	23,89	15,35	16,72	18,04
Ingreso por intereses y reajustes	14,85	16,57	11,15	12,48	13,10
Ingreso por comisiones	6,54	7,33	4,20	4,24	4,95
Total intereses y reajustes	84,57	80,11	82,20	82,86	80,63
Total comisiones	15,43	19,89	17,80	17,14	19,37
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

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

La ponderación respecto del total de ingresos entre los países se concentró a través de los años en Chile, principalmente por la fusión del segmento CMR en Chile, lo que aumentó significativamente los montos pasando de 45,90% a 65,91% del total.

A través de los ingresos históricos por intereses y comisiones, se determina la proporción que tienen estos ingresos de las comisiones con respecto de las colocaciones resumidas en la **Tabla 19**.

Tabla 19. Ponderación de la proporción entre los intereses por comisiones y las colocaciones

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1S 2021
Chile	19,63	20,07	22,72	23,41	12,79
Ingreso por intereses y reajustes	17,34	17,57	19,55	20,24	11,12
Ingreso por comisiones	7,90	6,50	15,19	12,95	7,23
Perú	34,61	37,60	36,05	34,91	22,72
Ingreso por intereses y reajustes	30,85	29,08	27,58	27,06	17,88
Ingreso por comisiones	3,76	8,52	8,47	7,85	4,83
Colombia	32,51	27,17	25,36	24,53	22,96
Ingreso por intereses y reajustes	22,57	18,84	18,42	18,31	19,62
Ingreso por comisiones	9,94	8,33	6,94	6,22	3,34

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

Como se ve en la **Tabla 19**, la proporción de intereses y comisiones respecto de las colocaciones son principalmente en Perú teniendo un promedio de 35,79%. En Chile esta proporción va aumentando año a año, por otro lado, en Colombia va disminuyendo.

4.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Conforme a los costos y gastos de Falabella S.A., en este punto se analizará a través de los costos y gastos de los segmentos no bancarios y bancarios.

4.2.1 Costos operacionales no bancarios

4.2.1.1 Costos de ventas

A continuación, se analizarán los costos de venta del negocio no bancario de Falabella S.A.

Tabla 20. Costo de venta negocio no bancario Falabella S.A.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Costo de ventas de bienes y servicios	190.822	189.419	186.890	194.822	105.158
Costo de venta entidades financieras	6.129	6.985	1.233	290	77
Costo por intereses	2.272	2.759	633	75	20
Otros costos de venta	455	422	326	174	75
Provisión y castigo incobrabilidad	3.401	3.803	274	41	-18
Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento	3.076	3.429	3.791	4.086	2.055
Depreciación	1.522	1.757	1.850	1.987	1.010
Mantenimiento y otros	1.554	1.671	1.941	2.099	1.046
Total costo de venta no bancario	200.027	199.833	191.914	199.197	107.290

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

Como se puede reflejar en la tabla anterior, estos costos operacionales no bancarios son considerados costos recurrentes, debido a que pertenecen a costos relacionados en la operación de la Compañía, además, en los periodos a analizar se puede observar que los costos de ventas de bienes y servicios de la Compañía se mantienen en un rango entre los MUF 194.822 y los MUF 186.890, lo que no ha tenido cuentas y/o variaciones significativas.

A continuación, se analizarán las cuentas de costos de la Compañía:

- Costos de ventas de bienes y servicios. Corresponden costos de la mercadería, las provisiones de valor neto realizable, acortamiento y obsolescencia y depreciaciones de maquinarias en arriendo. Además, en 2021 se incluyen los costos asociados a la venta de propiedades de inversión por MUF 112.
- Costo de venta entidades financieras. Corresponde a la composición de los costos de interés, otros costos de ventas y provisión y castigo por incobrabilidad. En promedio, estos costos han representado un 1% de los costos de venta no bancario totales hasta el año 2019, en el que disminuyó la composición debido a la fusión CMR con el segmento bancario.

- Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento. Corresponde a la depreciación y mantención. Con respecto a la proporción de costos totales, ambas representan un 50% del costo que las componen, y desde los periodos a analizar, se ha visto un pequeño incremento por año, llegando a representar un 2% de los costos totales de venta no bancarios.

Para ello y mirar en detalle, se analizará a continuación la ponderación que tiene sobre los ingresos:

Tabla 21. Costo de venta negocio no bancario Falabella S.A. sobre ingresos

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Costo de ventas de bienes y servicios	62,04	65,46	65,70	68,39	67,82
Costo de venta entidades financieras	1,99	2,41	0,43	0,10	0,05
Costo por intereses	0,74	0,95	0,22	0,03	0,01
Otros costos de venta	0,15	0,15	0,11	0,06	0,05
Provisión y castigo incobrabilidad	1,11	1,31	0,10	0,01	-0,01
Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento	1,00	1,18	1,33	1,43	1,33
Depreciación	0,49	0,61	0,65	0,70	0,65
Mantención y otros	0,51	0,58	0,68	0,74	0,67
Total costo de venta no bancario	65,03	69,06	67,46	69,93	69,19

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

De acuerdo a **Tabla 21**, se puede observar que hubo un aumento en la representación paulatina del costo de ventas de bienes y servicios respecto de los ingresos entre los periodos a analizar, pasando de 62,04% de los ingresos en el año 2017 al 67,82% a junio 2021. Para el año 2019, el cambio principal del costo de ventas se debe por las entidades financieras de la cual tuvo una disminución en el año 2019, principalmente por los costos relacionados al segmento CMR en los que se fusionó con el segmento bancario. Durante el 2020, en plena pandemia, se ve un aumento de la representación de costos de ventas de bienes y servicios principalmente por un aumento en los costos

en MUF, y menores ingresos debido a los efectos de la pandemia. Para junio 2021, la Compañía los costos de ventas y servicios se reducen levemente respecto de diciembre 2020, lo que también se refleja en el costo de venta no bancario, pasando de 69,93% a 69,19%, lo que en estos 6 meses no hubo una variación significativa a pesar de la recuperación que tenía la Compañía.

Tabla 22. Ponderación costo de venta negocio no bancario Falabella S.A.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Costo de ventas de bienes y servicios	95,40	94,79	97,38	97,80	98,01
Costo de venta entidades financieras	3,06	3,50	0,64	0,15	0,07
Costo por intereses	1,14	1,38	0,33	0,04	0,02
Otros costos de venta	0,23	0,21	0,17	0,09	0,07
Provisión y castigo incobrabilidad	1,70	1,90	0,14	0,02	-0,02
Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento	1,54	1,72	1,98	2,05	1,92
Depreciación	0,76	0,88	0,96	1,00	0,94
Mantenimiento y otros	0,78	0,84	1,01	1,05	0,97
Total costo de venta no bancario	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

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

Como se refleja en la **Tabla 22**, se muestra que los costos de ventas de bienes y servicios representan más de un 94% entre los periodos a analizar. Para el año 2019, por cambios en el segmento bancario y CMR, es que ha ido disminuyendo estos costos hasta componer un 0,07% de los costos totales de venta no bancarios.

A continuación, se analizará la ponderación de los costos por segmento en Falabella S.A.:

Tabla 23. Ponderación costos por segmento Falabella S.A.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Chile	62,14	60,50	58,19	59,15	65,21
Tiendas por departamento Chile	19,09	19,12	18,70	18,88	19,42
Mejoramiento para el hogar y materiales de Construcción	26,64	28,40	27,11	27,22	33,08
Supermercados	10,36	10,94	10,34	11,01	10,70
Bienes inmobiliarios	1,74	2,04	2,04	2,05	2,01
CMR	4,31	0,00	0,00	0,00	0,00
Perú	25,63	27,48	29,29	29,31	25,70
Tiendas por departamento	7,69	7,89	8,36	6,95	6,26
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	7,92	8,27	8,69	7,04	7,35
Supermercados	9,93	11,08	12,14	14,95	11,86
Otros negocios y eliminaciones	0,08	0,24	0,10	0,37	0,24
Argentina	5,49	4,96	3,91	2,10	1,72
Tiendas por Departamento	4,68	3,77	3,27	1,96	1,65
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	0,81	1,19	0,64	0,15	0,07
CMR Argentina	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros negocios y eliminaciones	5,49	4,96	3,91	2,10	1,72
Colombia	5,03	5,22	5,64	5,27	3,64
Tiendas por departamento	5,03	5,23	5,65	5,22	3,60
Otros negocios y eliminaciones	0,00	-0,01	-0,01	0,05	0,04
Brasil	2,37	2,27	2,55	2,43	2,07
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	2,37	2,27	2,55	2,43	2,07
Otros negocios y eliminaciones anulaciones intersegmentos	-0,66	-0,42	0,43	1,74	1,66
Total negocio no bancario	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

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

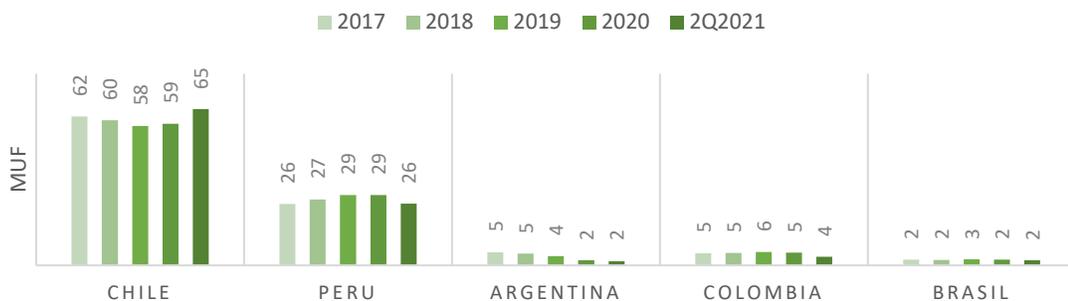
De acuerdo a la

Tabla 23, se puede observar que los principales costos totales no bancarios corresponden a Chile, representando un promedio del 61,04%, en el que se veía con una tendencia a la baja, hasta junio 2021, donde se refleja un aumento del 65,21% respecto del total de costos no bancarios. Además, el segundo país donde la Compañía representa gran parte de los costos corresponde a Perú, representando en promedio un 27,48% de los costos totales no bancarios en el periodo a analizar, además se refleja una tendencia al alza en los costos hasta el año 2020, mientras que a junio 2021 se ve una disminución de éstos a 25,70%. En Argentina, dentro de los periodos a analizar, se ve una tendencia a la baja de los costos, así como los de los ingresos de la Compañía en el país.

Desde los segmentos de mercado no bancarios en cada país, los que representan mayores costos corresponden principalmente a los de mejoramiento para el hogar y materiales de construcción en Chile, de los que representan en promedio de los periodos a analizar del 28,49%, costos levemente mayores que los de la suma de los costos no bancarios de los segmentos en Perú. El segundo segmento corresponde a las tiendas por departamento en Chile, de los cuales corresponde un 19,04% del promedio de costos de los periodos a analizar en este segmento.

En la **Figura 4**, se puede apreciar gráficamente por años los costos representativos y más importantes para la compañía por país:

Figura 4. Costos por país y año Falabella S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF Falabella 2017, 2018, 2019, 2020 y 2Q 2021

En la figura anterior, se refuerza que los costos en Chile son las principales para el grupo junto con las de las operaciones de Perú. Los costos de la Compañía en Argentina muestra una tendencia a la baja, debido a la implementación de eficiencia de costos en el país, aplicación de la IAS 29 y la continua baja en la exposición en ese mercado que busca la compañía. En Colombia se mantiene constante en un MUF 5, al igual que Brasil se mantiene constante en MUF 2.

4.2.1.2 Costos de distribución

Uno de los gastos considerados en las partidas operacionales, corresponden específicamente a costos de distribución, los que reflejan los desembolsos de la compañía para llegar con el producto en destino, para ver su comportamiento en la siguiente tabla, se puede apreciar en MUF con ha sido esta partida a través del tiempo:

Tabla 24. Costos de distribución negocio no bancarios Falabella

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Costos de distribución	3.152	4.202	4.509	6.598	3.384

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

Como se puede apreciar en la tabla anterior, los costos por distribución han ido aumentando con el tiempo y específicamente posteriormente en el año 2020, debido a la contingencia por pandemia, fue necesario por parte de la compañía, incrementar su capacidad logística para llegar a destino con los productos a sus clientes, incrementando su nivel en comparación a las ventas, tal como se puede apreciar en la **Tabla 25**:

Tabla 25. Costos de distribución sobre ventas negocio no bancarios Falabella

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Costos de distribución	1,02	1,45	1,59	2,32	2,18

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

Durante el año 2020, se aprecia que este tipo de gastos subió considerablemente dado el auge que tuvo durante la pandemia (y parte del año 2019), la necesidad de llegar al cliente con los productos cuando no se tenía la opción de vender físicamente, esto significó que este gasto representara en dicho año el 2,32% de las ventas no bancarias, para mantenerse sobre un 2,18% durante el primer semestre del 2021.

4.2.1.3 Otros gastos por función

Sin entrar en mayores detalles en sus estados financieros, Falabella expresa estos gastos dentro de su estado de resultado que por definición son aquellos que “Corresponden a otros gastos clasificados en cuanto a su función como parte de los costos de venta, no incluidos dentro de ellos” (Gobierno de Chile, 2011), para ver su comportamiento en los periodos de análisis, se presenta la **Tabla 26**:

Tabla 26. Otros gastos por función negocio no bancario Falabella

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Otros gastos por función	5.540	5.166	5.012	3.845	2.136

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

Tal y como se puede observar este tipo de gastos se situaba sobre las 5.000 MUF durante el periodo 2017 hasta 2019, bajando de forma considerable a fines del año 2020, debido a la magnitud se infiere que corresponde a otros gastos operacionales de las tiendas físicas, ya que dicho gasto al primer semestre del 2021 vuelve a subir a números

similares a periodos pre-estallido social. Para contextualizar este tipo de gastos, en la **Tabla 27** se aprecia su ponderación sobre ventas del rubro no bancario:

Tabla 27. Otros gastos por función sobre ventas negocio no bancario Falabella

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Otros gastos por función	1,80	1,79	1,76	1,35	1,38

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

Como se presentó en la tabla anterior, este tipo de gastos representaba cerca del 1,78% promedio desde el año 2017 al 2019, para bajar a 1,35% durante el año 2020 respecto de las ventas, subiendo levemente durante el primer semestre 2021 y cerrar en 1,38%.

4.2.2 Costos operacionales negocio bancario

4.2.2.1 Costos de ventas

Con respecto a la participación por segmentos que tiene Falabella, en la Costos operacionales bancarios.

Las **Tabla 28** y **Tabla 29**, muestran los costos operacionales del negocio bancario en MUF y porcentual del total de costos operacionales bancarios respectivamente durante los periodos a analizar:

Tabla 28. Costos operaciones bancarias Falabella S.A.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Gastos por intereses y reajustes	4.902	4.484	6.468	4.749	1.619
Gastos por comisiones	1.582	1.702	4.100	2.985	1.255
Provisión por riesgo de crédito	6.689	6.453	11.930	13.236	1.436
Total negocio bancario	13.173	12.638	22.498	20.970	4.311

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

Tabla 29. Costos operaciones bancarias Falabella S.A.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Gastos por intereses y reajustes	37,21	35,48	28,75	22,65	37,56
Gastos por comisiones	12,01	13,47	18,22	14,23	29,11
Provisión por riesgo de crédito	50,78	51,06	53,03	63,12	33,32
Total negocio bancario	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

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

Los costos del negocio bancario son considerados recurrentes debido a que pertenecen al segmento de operación bancaria, éstas, han tenido un alza sostenida desde el año 2017, desde los MUF 13.173 a MUF 22.498 para el año 2019, esto principalmente a la reclasificación del segmento Promotora CMR de Chile como negocio bancario, reflejando esta disminución en el sector no bancario en el año 2018, pero los costos y efectos de la reclasificación en el año 2019, además de un aumento en la provisión de riesgo de crédito pasando de MUF 6.453 a MUF 11.930, debido principalmente al aumento en los préstamos bancarios en estos años, debido a los efectos del estallido social y la crisis de la pandemia generada en la Compañía, lo que registra como una provisión por la cantidad correspondiente. Por otro lado, de acuerdo a las ponderaciones de los costos operacionales bancarias de la Compañía, los gastos por intereses y reajustes el año 2017 un 37,21%, de los cuales mostraron una tendencia a la baja hasta el año 2020, con una representación de los costos operacionales del negocio bancario del 22,65% para luego aumentar a junio 2021. Además, promedió una ponderación dentro de los periodos a analizar respecto del costo de operaciones bancarias totales un 32,33%.

En la **Tabla 30** se presenta una variación de los costos operacionales bancarias de Falabella S.A.

Tabla 30. Variación costos operaciones bancarias Falabella S.A..

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Gastos por intereses y reajustes	-15,1	-8,5	44,3	-26,6	-43,8
Gastos por comisiones	3,9	7,6	140,9	-27,2	-24,0
Provisión por riesgo de crédito	20,3	-3,5	84,9	11,0	-84,3
Total negocio bancario	2,5	-4,1	78,0	-6,8	-34,7

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

Como se refleja en la **Tabla 30**, dentro del periodo a analizar las principales variaciones corresponden a los gastos por comisiones en el año 2019 respecto del año 2018, y esto va de la mano también con la provisión por riesgo de crédito, debido principalmente al aumento de préstamos bancarios en estos años por efectos de la crisis social. Para junio 2021, la variación negativa respecto de los costos operacionales entre junio 2020 y junio 2021 corresponde a las cuentas de gastos por intereses y reajustes y la provisión por riesgo de crédito, esto es debido principalmente a la recuperación y a la liberalización de la economía, que ha permitido una recuperación en los ingresos de la Compañía.

En la **Tabla 31** se presenta los costos de operaciones bancarias de Falabella S.A. con respecto a los ingresos.

Tabla 31. Costos operaciones bancarias Falabella S.A. sobre ingresos bancarios

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Gastos por intereses y reajustes	18,11	16,47	13,53	11,64	9,31
Gastos por comisiones	5,84	6,25	8,57	7,32	7,22
Provisión por riesgo de crédito	24,71	23,70	24,95	32,45	8,26
Total negocio bancario	48,67	46,42	47,05	51,42	24,78

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

Como se puede ver en la **Tabla 31**, dentro del total de ingresos bancarios, en promedio de costos entre los años 2017-2020, estos representan un 48,39%. Mientras que, para

junio 2021, el costo de negocio bancario representa un 24,78% respecto de los ingresos bancarios de la Compañía. Esta disminución de los costos bancarios, se da principalmente por una disminución de los costos por riesgo de crédito, logrado por un mejor modelamiento del comportamiento de la cartera de clientes a través de inteligencia artificial, atomización de la cartera, mejorando la oferta de créditos pre-aprobados a través de sus plataformas móviles (Falabella, 2021c; Feller Rate, 2021).

Conforme a los costos de operaciones bancarias por país y segmentado que tiene Falabella S.A., en la **Tabla 32** y en la **Tabla 33** se encuentra la información en términos de montos en MUF y su ponderación con respecto al total de costos operacionales bancarios respectivamente:

Tabla 32. Costos operaciones bancarios por país Falabella S.A.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Chile					
Gastos por intereses y reajustes	2.261	2.341	3.906	2.776	919
Gastos por comisiones	634	757	2.996	1.990	878
Provisión por riesgo de crédito	0	0	8.044	7.100	-631
Perú					
Gastos por intereses y reajustes	1.701	1.216	1.321	757	259
Gastos por comisiones	379	390	518	454	131
Provisión por riesgo de crédito	0	0	2.004	3.398	795
Colombia					
Gastos por intereses y reajustes	940	927	1.241	1.216	441
Gastos por comisiones	569	554	586	540	246
Provisión por riesgo de crédito	0	0	1.124	1.923	937
Provisión por riesgo de crédito	6.689	6.453	0	0	0
Diferencia	0	0	-759	-815	-336
Total negocio bancario	13.173	12.638	21.739	20.154	3.975

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

Tabla 33. Ponderación costos operaciones bancarios por país Falabella S.A.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Chile	21,98	24,52	68,75	58,88	29,33
Gastos por intereses y reajustes	17,17	18,52	17,97	13,78	23,12
Gastos por comisiones	4,81	5,99	13,78	9,87	22,08
Provisión por riesgo de crédito	0,00	0,00	37,00	35,23	-15,87
Peru	15,79	12,71	17,68	22,87	29,82
Gastos por intereses y reajustes	12,91	9,62	6,08	3,75	6,52
Gastos por comisiones	2,88	3,09	2,38	2,25	3,30
Provisión por riesgo de crédito	0,00	0,00	9,22	16,86	20,00
Colombia	11,45	11,72	13,58	18,25	40,84
Gastos por intereses y reajustes	7,14	7,33	5,71	6,03	11,09
Gastos por comisiones	4,32	4,38	2,70	2,68	6,19
Provisión por riesgo de crédito	0,00	0,00	5,17	9,54	23,56
Provisión por riesgo de crédito	50,78	51,06	0,00	0,00	0,00
Diferencia*	0,00	0,00	-3,49	-4,04	-8,45
Total negocio bancario	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

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

Adicionalmente, si se analizan los costos operacionales del segmento bancario, se puede determinar que, ha ido al alza, y se refleja en que la mayoría de los costos están relacionados al Banco Falabella Chile como muestra la **Tabla 32** y **Tabla 33**, promediando entre 2017 y 2020 un 43,53% de los costos totales bancarios, para luego disminuir a junio 2021 a un 29,3%.

El reconocimiento de CMR dentro del negocio bancario chileno se puede ver claramente en los gastos por comisiones entre 2018 y 2019, donde pasaron de MUF 634 a MUF 2.996. Además, el segundo país donde genera mayores costos operacionales es Perú, de los cuales ha disminuido desde el 2017 al 2018 para luego ir al alza desde el año 2018 a junio 2021 esto es debido principalmente por un aumento en los costos por provisión por riesgo de crédito que afectó a la Compañía durante el año 2019 por

aumento en las cuentas de pasivos, para luego al 2020 por efectos de la pandemia. A pesar de ello, hay una disminución en los gastos por intereses y reajustes entre los años 2017 y 2020, para luego ir levemente al alza en junio 2021. El promedio de costos operacionales bancarios en este país entre los años antes de recuperación fue de 17,28%. Por último, existe una diferencia entre los montos que no se logra explicar por los segmentos, como se puede ver desde el 2019 en adelante.

4.2.3 Gastos operacionales no bancarios

4.2.3.1 Gastos administrativos

En la **Tabla 34** se presentan los gastos administrativos no bancarios por cuenta y ponderada respecto del total de gastos administrativos de Falabella S.A.:

Tabla 34. Gastos administrativos no bancarios Falabella S.A.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Remuneraciones y gastos del personal	38.608	38.798	38.387	37.334	17.616
Arriendos y gastos comunes	6.066	7.064	2.637	2.117	974
Depreciaciones y amortizaciones	8.302	9.139	12.179	12.490	5.797
Servicios básicos energía y agua	2.069	2.007	2.050	1.909	900
Servicios computación	228	344	353	663	139
Materiales e insumos	1.673	1.618	1.524	1.565	602
Viajes, estadía y movilización	780	720	793	337	147
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	3.027	2.783	2.649	2.818	1.289
Honorarios y servicios de terceros	4.709	4.733	5.069	5.038	2.386
Mantenimiento y reparación	1.321	1.608	1.694	1.693	901
Elementos de seguridad	0	0	0	281	129
Comunicación	128	135	219	74	40
Comisiones	1.449	1.449	1.581	1.659	777
Otros	2	231	120	431	-57
Total negocio no bancario	68.363	70.629	69.255	68.409	31.639

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

Tabla 35. Ponderación gastos administrativos no bancarios Falabella S.A.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Remuneraciones y gastos del personal	56,48	54,93	55,43	54,57	55,68
Arriendos y gastos comunes	8,87	10,00	3,81	3,09	3,08
Depreciaciones y amortizaciones	12,14	12,94	17,59	18,26	18,32
Servicios básicos energía y agua	3,03	2,84	2,96	2,79	2,84
Servicios computación	0,33	0,49	0,51	0,97	0,44
Materiales e insumos	2,45	2,29	2,20	2,29	1,90
Viajes, estadía y movilización	1,14	1,02	1,15	0,49	0,47
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	4,43	3,94	3,83	4,12	4,07
Honorarios y servicios de terceros	6,89	6,70	7,32	7,36	7,54
Mantenimiento y reparación	1,93	2,28	2,45	2,48	2,85
Elementos de seguridad	0,00	0,00	0,00	0,41	0,41
Comunicación	0,19	0,19	0,32	0,11	0,13
Comisiones	2,12	2,05	2,28	2,43	2,45
Otros	0,00	0,33	0,17	0,63	-0,18
Total negocio no bancario	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

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

El análisis de los gastos administrativos no bancarios se centrará sin una separación por segmento ni país, debido a que no existe información disponible para un análisis a profundidad y de acuerdo a las distintas realidades. Además, éstos son considerados recurrentes debido a que se tornan de uso operativo, así como los elementos de seguridad que han ido al alza, pero por efectos de la pandemia son consideradas recurrentes en la operación. Sin embargo, dentro de los EEFF Auditados, la cuenta otros no presentan mayor diferencia para poder determinar la recurrencia de éste. Conforme a la presentación de datos disponibles dentro de los gastos administrativos en las tablas **Tabla 34** y **Tabla 35**, la cuenta principal corresponde a remuneraciones y gastos del personal, de la cual corresponde a 55,42% entre los años 2017 a junio 2021. Las cuentas de los gastos administrativos se han mantenido sin variación en sus ponderaciones en estos periodos, por lo que las cuentas con mayores variaciones corresponden a las depreciaciones y amortizaciones, que han ido al alza, además de la cuenta de arriendo

y gastos comunes, que ha ido a la baja, esto es debido principalmente a la implementación de la NIIF 16 a principios del 2019, la cual establece la definición de un contrato de arrendamiento y especifica el tratamiento contable de los activos y pasivos originados por estos contratos desde el punto de vista del arrendador y del arrendatario con una duración superior a 12 meses, a menos que el activo subyacente sea de bajo valor. Esto genera un aumento en el reconocimiento de activos y pasivos, lo que afecta en el gasto por depreciación, y una disminución del gasto por arrendamiento. Además, las cuentas de elementos de seguridad y la de viajes, estadía y movilización se han visto influenciadas por los efectos de la pandemia, por un lado, los gastos por elementos de seguridad aumentaron en el año 2020 y a junio 2021 debido a mayores elementos de seguridad necesarios para enfrentar la pandemia. Por otro lado, la cuenta de viajes, estadía y movilización ha ido disminuyendo, principalmente por las limitaciones y los menores viajes debido a las mayores restricciones en viajes a nivel mundial.

A continuación, se presenta los gastos administrativos de Falabella S.A. sobre las ventas:

Tabla 36. Gastos administrativos no bancarios Falabella sobre ventas

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Remuneraciones y gastos del personal	12,55	13,41	13,49	13,11	11,36
Arriendos y gastos comunes	1,97	2,44	0,93	0,74	0,63
Depreciaciones y amortizaciones	2,70	3,16	4,28	4,38	3,74
Servicios básicos energía y agua	0,67	0,69	0,72	0,67	0,58
Servicios computación	0,07	0,12	0,12	0,23	0,09
Materiales e insumos	0,54	0,56	0,54	0,55	0,39
Viajes, estadía y movilización	0,25	0,25	0,28	0,12	0,09
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	0,98	0,96	0,93	0,99	0,83
Honorarios y servicios de terceros	1,53	1,64	1,78	1,77	1,54
Mantenición y reparación	0,43	0,56	0,60	0,59	0,58
Elementos de seguridad	0,00	0,00	0,00	0,10	0,08
Comunicación	0,04	0,05	0,08	0,03	0,03
Comisiones	0,47	0,50	0,56	0,58	0,50
Otros	0,00	0,08	0,04	0,15	-0,04
Total negocio no bancario	22,22	24,41	24,34	24,01	20,40

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

Como se refleja en la **Tabla 36**, del total de ventas de la Compañía, los gastos administrativos entre los años 2017 y junio 2021 corresponden en promedio a un 23,08%, compuesto principalmente por remuneraciones y gastos de personal.

A continuación, se presenta la variación de gastos administrativos no bancarios de Falabella S.A.

Tabla 37. Variación gastos administrativos no bancarios Falabella S.A.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Remuneraciones y gastos del personal	7,12	0,49	-1,06	-2,74	-5,14
Arriendos y gastos comunes	1,39	16,45	-62,67	-19,70	55,08
Depreciaciones y amortizaciones	8,19	10,09	33,26	2,55	-8,81
Servicios básicos energía y agua	-3,16	-3,02	2,17	-6,91	-12,13
Servicios computación	15,07	51,25	2,39	87,92	44,37
Materiales e insumos	3,02	-3,27	-5,79	2,67	-9,42
Viajes, estadía y movilización	5,51	-7,76	10,20	-57,57	-28,60
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	2,45	-8,06	-4,81	6,37	-5,17
Honorarios y servicios de terceros	-3,55	0,51	7,11	-0,61	-4,12
Mantenición y reparación	0,74	21,72	5,35	-0,07	12,64
Elementos de seguridad	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comunicación	-17,16	5,06	61,99	-66,15	-53,86
Comisiones	2,41	-0,04	9,11	4,98	12,61
Otros	-93,35	9.494,23	-48,15	260,23	-111,49
Total negocio no bancario	4,93	3,31	-1,95	-1,22	-6,20

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

Como se muestra en la **Tabla 37**, las remuneraciones y gastos del personal, muestra una tendencia a la baja, pasando del 7,12% el año 2017 al -5,14% para junio 2021.

Respecto a la cuenta otros gastos administrativos, presenta grandes variaciones entre los años 2017 y junio 2021, siendo el más significativo al 2018 con una variación de 9.494,24%, a pesar de ello, no existe mayor detalle de estos en los estados financieros auditados por lo que no se puede determinar el tipo de elementos que compone dentro de esta categoría, ni tampoco la relevancia en estos costos por segmento ni país, adicionalmente es un monto que no infiere en los gastos administrativos observados, puesto que solo representa un 0,33% del gasto total del año 2018.

4.2.4 Gastos operacionales bancarios

A continuación, se presentan los gastos administrativos del negocio bancario de Falabella S.A. y sus ponderaciones respecto del total de los gastos bancarios:

Tabla 38. Gastos administrativos negocios bancarios Falabella S.A.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Remuneraciones y gastos del personal	3.748	3.998	5.281	4.807	2.145
Gastos de administración	5.228	5.621	6.988	7.106	4.093
Depreciaciones y amortizaciones	737	768	1.236	1.290	633
Otros gastos operacionales	487	744	1.566	1.707	861
Total negocio bancario	10.201	11.131	15.071	14.911	7.732

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

Tabla 39. Ponderación gastos administrativos negocios bancarios Falabella S.A.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Remuneraciones y gastos del personal	36,75	35,92	35,04	32,24	27,74
Gastos de administración	51,25	50,50	46,37	47,66	52,94
Depreciaciones y amortizaciones	7,23	6,90	8,20	8,65	8,18
Otros gastos operacionales	4,77	6,68	10,39	11,45	11,14
Total negocio bancario	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

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

De acuerdo con lo que se muestra en las tablas **Tabla 38** y **Tabla 39**, al igual que los gastos operacionales no bancarios, el análisis de los gastos administrativos bancarios se centrará sin una separación por segmento ni país, debido a que no existe información disponible para un análisis a profundidad y de acuerdo con las distintas realidades. Además, estos gastos administrativos de negocio bancario son considerados recurrentes debido al segmento de operación del negocio.

Los gastos operacionales bancarios no reflejan mayores variaciones entre los distintos años y cuentas más bien lo relacionado a gastos de administración el 2018 al 2019 que pasó de 50,50% del total de gastos bancarios a 46,37%, y otros gastos operacionales

que pasó de 6,68% a 10,39%. Esto se debe principalmente a los efectos que generó la reclasificación de la promotora CMR al negocio bancario.

Tabla 40. Gastos administrativos negocios bancarios Falabella sobre ingresos bancarios

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Remuneraciones y gastos del personal	13,8	14,7	11,0	11,8	12,3
Gastos de administración	19,3	20,6	14,6	17,4	23,5
Depreciaciones y amortizaciones	2,7	2,8	2,6	3,2	3,6
Otros gastos operacionales	1,8	2,7	3,3	4,2	5,0
Total negocio bancario	37,7	40,9	31,5	36,6	44,5

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

De acuerdo con la **Tabla 40**, los gastos administrativos del negocio entre los años 2017 a junio del 2021 representan en promedio un 38,24% de los ingresos bancarios de estos años, además consideradas como recurrentes de acuerdo con el rubro del negocio. A su vez, la cuenta más representativa es la relacionada a los gastos de administración que representa un 19,08% entre los años mencionados anteriormente, luego sigue lo relacionado a las remuneraciones y gastos del personal que bordean los 12,72% entre los años analizados. A la fecha, el primer semestre 2021 representa un GAV sobre ingresos de 44,50%, esto debido principalmente a la disminución de ingresos del rubro bancario en los países Chile y Perú, causado por la disminución de la cartera de colocaciones en Chile y a la contracción de la cartera de crédito (Perú) (Falabella, 2021c).

4.3 Análisis del resultado no operacional de la empresa

4.3.1 Negocio no bancarias

En la siguiente sección se realizará un análisis de los ingresos correspondientes a la sección no operacional de la compañía, comenzando para ello con la información que se presenta en la **Tabla 41**, la cual da detalle de la información de la compañía que a modo general se centra en aquellas partidas de eventos esporádicos que afectan los estados financieros de la compañía, tales como temporales, demandas, indemnizaciones, entre otros.

Tabla 41. Otras ganancias (pérdidas) Falabella S.A.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
(Pérdida) ganancia por baja propiedades, planta y equipo	0	0	-510	0	0
Arriendos de bienes raíces (distintos de propiedades de inversión)	85	0	0	0	0
Demandas y litigios	-201	-136	-114	0	0
Deterioro de activos disponibles para la venta	0	-164	0	0	0
Efecto término de contrato concesión Puerto Barón	-238	0	0	0	0
Efectos del temporal Perú	-294	0	0	0	0
Ganancia (pérdida) por baja propiedades, planta y equipo	0	583	0	0	0
Indemnizaciones	586	99	1.334	939	259
Perdida por alteraciones al orden público	0	0	-990	0	0
Pérdida por baja propiedades, planta y equipo	-170	0	0	-608	27
Plusvalía negativa por adquisición de Centro Comercial Calima	0	0	0	31	0
Recupero de impuestos	0	0	394	64	56
Reestructuración Argentina	0	0	0	-2.094	-611
Resultado por enajenación de negocios	0	0	364	0	0
Reverso de provisiones	210	428	207	143	44
Otros	235	62	50	-25	32
Otras ganancias (pérdidas)	212	874	735	-1.550	-194

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

De acuerdo a la **Tabla 41**, al analizar la recurrencia de éstos con los efectos en el tiempo que el reverso de provisiones y las indemnizaciones pueden ser consideradas como recurrentes, mientras que al observar el resto de las cuentas podemos observar que son situacionales, de un momento en específico en el tiempo, por lo que no recurrentes. A continuación, se analizará aquellas cuentas relacionadas a los efectos adversos que tuvieron efectos en los estados financieros de la Compañía tanto recurrentes como aquellos no recurrentes:

- Pérdidas por alteraciones al orden público: Corresponde a la crisis social ocurrido en Chile en el último trimestre del año, a partir del 18 de octubre de 2019, y las alteraciones al orden público, que afectaron a las tiendas colindantes, oficinas y centros comerciales de las filiales y formatos que operan en Chile de Falabella S.A., además de daños operacionales sufridos tanto por saqueos y menores ventas por los disturbios. (Falabella, 2019)
- Deterioro de activos disponibles para la venta: Corresponde a aquellos activos que se vieron afectados por la crisis social, explicada en el punto anterior. (Falabella, 2019)
- Recupero por impuestos: Corresponde al reconocimiento de la cuenta impuestos por recuperar relacionados a PIS¹³ y COFINS¹⁴ y otros impuestos de la filial de Brasil. (Falabella, 2019)
- Efecto del temporal de Perú: Como consecuencia del fuerte temporal que afectó principalmente la región norte de Perú, a fines del mes de marzo de 2017, algunas locaciones de las empresas de Falabella S.A. que operan en dicha zona fueron afectadas. (Falabella, 2017)
- Indemnizaciones: Corresponde a montos principalmente a los hechos ocurridos durante el 19 de octubre del 2019, que incluye las indemnizaciones de seguros

¹³ PIS corresponde a Programa de Integração Social

¹⁴ COFINS corresponde a la Contribución de Financiamiento de la Seguridad Social

por los activos afectados, lucro cesante y perjuicio de paralización. (Falabella, 2019)

- Ganancia (pérdida) por baja propiedades, planta y equipo: Al 31 de diciembre del 2018, corresponde a la venta de propiedades planta y equipo relacionadas con un supermercado y dos tiendas de mejoramiento para el hogar. (Falabella, 2019)
- Reestructuración Argentina: Falabella S.A. al 31 de diciembre 2020 se encontraba evaluando opciones de rentabilización de su inversión en Argentina. La pandemia aceleró el proceso de digitalización del *retail* y ha afectado los resultados en dicho país, y consecuentemente, la recuperabilidad de ciertos activos de las inversiones de Falabella en Argentina. Para adaptarse a esta nueva tendencia, la Compañía ha determinado cerrar y reestructurar algunas de sus tiendas y acompañar este proceso con la implementación de planes de retiro voluntario de colaboradores y trabajadores. (Falabella, 2020)
- Resultado por enajenación de negocios: Con fecha 7 de junio de 2019, se vendieron las acciones de las subsidiarias Viajes Falabella Chile, Perú y Argentina. Posteriormente, con fecha 31 de julio de 2019, se vendieron las acciones de la subsidiaria Viajes Falabella Colombia. (Falabella, 2019)
- Plusvalía negativa por adquisición de Centro Comercial Calima: la filial Plaza S.A. a través de su subsidiaria Fondo de Capital Privado Mallplaza Compartimento Uno, suscribió los documentos vinculantes necesarios para adquirir 66 mil m² de la superficie arrendable del Centro Comercial Calima (actualmente Mallplaza NQS) en la ciudad de Bogotá, Colombia, el cual tiene una superficie arrendable total de 93 mil m², de la cual, la combinación de negocios con Plaza S.A. genera una plusvalía negativa. (Falabella, 2020)
- Ganancia / pérdida por baja PPE: Incluye ventas de propiedades, planta y equipo relacionada a las tiendas de cada uno de los segmentos. (Falabella, 2019)

- Efecto término de contrato concesión Puerto Barón: Corresponde a los montos invertidos no recuperables relacionados con proyecto denominado Puerto Barón de Plaza S.A. (Falabella, 2017)

A continuación, se presentan los costos financieros y resultados por unidades de reajuste recurrentes de Falabella S.A.

Tabla 42. Costos financieros y resultados por unidades de reajuste Falabella S.A.

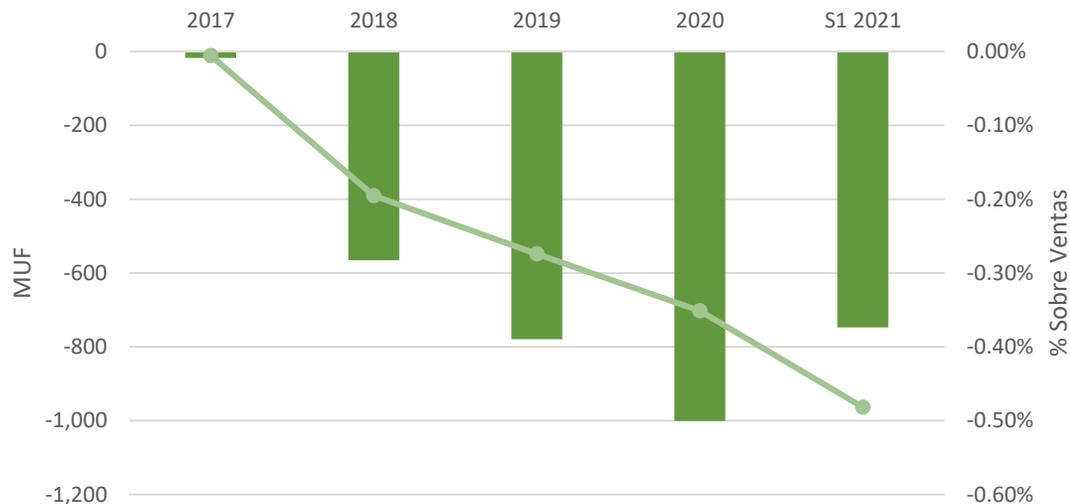
En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Gastos por intereses, préstamos bancarios	2.260	1.899	1.666	1.978	609
Gastos por intereses, Obligaciones y Otros Préstamos	3.203	3.404	3.474	3.609	1.687
Gastos por intereses, arrendamientos financieros	168	105	1.959	1.786	831
Gastos por intereses, Swap y Forward	1.013	812	791	1.274	481
Otros costos financieros	687	365	-475	108	-210
Costos por interés, Subtotal	7.331	6.584	7.415	8.755	3.398
Resultado por unidad de reajuste	644	816	775	987	844
Gasto financiero total	7.975	7.400	8.190	9.742	4.242

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

De acuerdo con la **Tabla 42**, podemos observar que, por un lado, éstas para el análisis son consideradas recurrentes, éstos muestran una pequeña variación a través de los años. Sin embargo, las mayores variaciones que se encuentran son principalmente por gastos por interés, arrendamientos financieros y por otros costos financieros, éstas cuentas se ven influenciadas, por un lado, por los intereses de la aplicación de la NIIF 16, lo que tiene efectos en el aumento en el gasto por intereses, arrendamientos financieros, reflejados en el año 2019 en adelante. Por otro lado, por resultado por exposición a la inflación de las filiales de Argentina, que está incluida en otros costos financieros.

Adicionalmente, Falabella dentro de su negocio no bancario, representa efectos por tipo de cambio acorde a los países donde opera en relación con la paridad del peso chileno, el cual ha tenido un comportamiento acorde a la siguiente figura en el periodo de estudio:

Figura 5. Evolución diferencias por tipo de cambio Falabella



Fuente: Elaboración a partir de estados financieros Falabella.

Como se puede apreciar en la **Figura 5**, el efecto en la moneda ha ido incrementándose a través del avance de los años sobre todo desde 2018, con la inclusión de la normativa contable para países con hiperinflaciones, representando prácticamente un 0,20% de las ventas no bancarias, para llegar al primer semestre del 2021, a representar casi el 0,5% de las ventas, esto debido a los efectos inflacionarios que se están viviendo en los países donde opera (se revisará en detalle este supuesto en secciones posteriores).

4.3.2 Negocio bancario

Para el caso del negocio bancario, la única partida no operacional, corresponde a “Resultado por inversiones en sociedades”, la cual ha tenido un comportamiento menor en los estados financieros, llegando a representar solo el 0,06% de las ventas del negocio bancario y con cifras que no superan las 29 MUF, dentro de esta partida se

encuentran las inversiones de la compañía en empresas del rubro en las que no tiene el 50% +1 de las acciones, siendo para este caso, inversiones en Unibanca, donde Falabella tiene el 23,13% de la compañía.

4.4 Análisis de márgenes de la empresa

Para realizar el análisis de márgenes, es necesario considerar los estados de resultados de la compañía a través de los años en estudio, los cuales pueden ser consultados directamente en el **Anexo 1** en detalle, de este se desprenden los márgenes de del negocio no bancario expuestos en la **Tabla 43**.

Tabla 43. Ponderación estado de resultado Falabella resumido sobre ingresos - negocio no bancario

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ingresos	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Costos de ventas	-64,27	-65,62	-66,13	-69,47	-70,08	-68,76
Margen bruto	35,73	34,38	33,87	30,53	29,92	31,24
Depreciación / Amort.	-2,95	-3,42	-5,61	-4,84	-6,05	-4,14
GAV	-22,79	-23,91	-23,41	-23,30	-27,07	-20,22
Margen EBIT	9,98	7,05	4,85	2,39	-3,20	6,88
Resultado no operacional	-2,19	-1,90	-2,55	-3,45	-3,03	-2,33
Resultado antes de impuestos	7,80	5,15	2,30	-1,06	-6,23	4,55
Impuesto a la renta	-1,95	-2,31	-1,80	-0,54	1,04	-2,14
Margen neto	5,85	2,84	0,50	-1,60	-5,19	2,41
Margen EBITDA	12,94	10,47	10,46	7,23	2,84	11,03

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

Como se aprecia de la tabla anterior, el margen de ventas del negocio no bancario de Falabella comienza en 35,73% en el año 2017 bajando año a año, hasta llegar a un 30,53% en el año 2020, esta baja se encuentra gatillada por un aumento del costo de ventas de la compañía, en específico la partida de costos de venta de bienes y servicios, dejando en cuenta que la disminución del margen de venta ha sido una situación “normal” durante el periodo de estudio. La diversificación del negocio y su participación en rubros de primera necesidad permitieron no incrementar la perdida de margen

durante el año 2019 por los efectos del estallido social en Chile, sin embargo, durante el año 2020, el margen se ve mucho más disminuido que los años anteriores por las restricciones, producto de los efectos de la pandemia por COVID-19.

Sobre este margen, Falabella posee GAV por sobre el 22,8% desde el año 2017 en adelante, los cuales se mantiene constantes en el tiempo de estudio hasta el segundo semestre del año 2021 en donde estos se reducen a un 20%, siendo esta baja consecuencia de menores gastos asociados al contexto de pandemia, que también sufren una mayor dilución por la normalización de actividades (Falabella, 2021c).

Con respecto del EBITDA, se puede observar que sigue la tendencia a la baja por el decremento del margen operacional dado que los GAV se mantienen relativamente constantes con respecto de las ventas (en torno al 22-23%).

Respecto de las utilidades del negocio no bancario, se aprecia que estas decrecen conforme avanzan los años desde 2017 hasta 2021, pasando de representar casi un 6% de las ventas a pérdidas del 1,6% sobre ventas a fines del año 2020, logrando recuperarse en el primer semestre 2021 y para volver a 2,41% sobre ventas. Estos resultados son expuestos por Falabella como consecuencia de menores utilidades en centros comerciales a pesar de haber tenido mayores utilidades en el sector de mejoramiento del hogar, supermercados en Chile y mejoramiento del hogar en Brasil para el año 2020 respecto del año 2019 (Falabella, 2021b). Para el año 2019, la compañía señala que un efecto que disminuyó la utilidad del periodo con respecto al año anterior fue la incorporación de la IFRS 16, la cual incremento en el registro contable en más de 200 puntos bases con respecto del año 2018 (Falabella, 2020b). Con respecto a la utilidad obtenida durante el año 2018 la cual ya representaba una baja de más de 260 puntos base con respecto al año anterior, la compañía señala en sus resultados razonados que se debe en parte, por la implementación de la normativa contable para ajuste de economías hiperinflacionarias la IAS29 (Falabella, 2019).

Cabe mencionar que la compañía dentro de sus estados financieros incluye tanto costos como gastos por depreciación en sus partidas costos de venta y gastos de

administración respectivamente, las que para efectos de esta valoración fueron separados en la partida de depreciación y limpiar el efecto de estos en los márgenes.

A continuación, en la **Tabla 44** se expresarán los márgenes del negocio bancario de Falabella para el mismo periodo de análisis.

Tabla 44. Ponderación estado de resultado Falabella resumido sobre ingresos - negocio bancario

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ingresos	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Gastos de ventas	-23,43	-21,72	-21,70	-18,56	-19,63	-16,14
Provisiones	-24,28	-22,92	-24,50	-31,76	-39,69	-8,07
Margen bruto	52,29	55,36	53,80	49,68	40,68	75,79
Depreciación – Amort	-5,36	-3,33	-5,08	-6,19	-6,00	-7,11
GAV	-32,03	-27,15	-25,87	-29,59	-25,53	-36,31
Margen EBIT	14,90	24,88	22,86	13,90	9,15	32,37
Resultado no operacional	0,06	0,04	0,06	0,06	0,04	0,04
Resultado antes de impuestos	14,96	24,93	22,92	13,96	9,19	32,41
Impuesto a la renta	-4,32	-2,50	-5,99	-3,25	10,38	-7,94
Margen Neto	10,65	22,43	16,92	10,71	19,56	24,47
Margen EBITDA	20,26	28,21	27,93	20,09	15,15	39,48

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

Para entender de mejor manera la tabla anterior y dado que el negocio bancario se representa de forma distinta al del negocio no bancario en los estados de resultados, es relevante indicar que la contabilidad de utilidades bancaria acuña el concepto “ingresos operacionales neto” para reflejar las partidas correspondientes a ingresos netos por intereses y reajustes, ingreso neto por comisiones, utilidad neta de operaciones financieras, utilidad neta de cambio otros riesgos operacionales y la provisión por riesgo de crédito, los que para fines comparativos fueron separados como ingresos y costos de venta de la siguiente manera:

- Ingresos: ingresos por intereses y reajustes, ingresos por comisiones, utilidad neta de operaciones financieras, utilidad neta de cambio y otros ingresos operacionales
- Gastos: gastos por intereses y reajustes, gastos por comisiones.
- Provisiones: provisión por riesgo de crédito.

Habiendo explicitado lo anterior y conforme a los resultados expuestos por la compañía, se puede apreciar que los gastos por ventas han ido bajando desde el año 2017 hasta el segundo semestre 2021 respecto de los ingresos bancarios, esto se debe principalmente a que el negocio de CMR, es parte del negocio bancario desde el año 2018 (Falabella & EY Chile, 2019), incrementando los ingresos de estos periodos ante gastos relativamente estables durante el periodo 2018 y 2019, durante el año 2020 los gastos de venta bajan considerablemente respecto de las ventas debido a un decremento importante en los gastos por comisiones e intereses, esto debido al cambio de estrategia de la compañía de llevar al banco Falabella a ser 100% una Fintech, introduciendo soluciones digitales para apertura de productos y procesos de atención clientes, lanzando inclusive la primera tarjeta 100% digital en Chile con más de 250.000 aperturas (Falabella, 2021b). Para el caso de las provisiones, estas se mantuvieron en torno a 24% sobre ventas desde el año 2017 hasta el año 2019, para subir casi a un 32% en el año 2020 producto de incremento de riesgo de pago por crisis sanitaria en los países que Falabella opera (Falabella, 2021b), especialmente en Colombia, sin embargo durante el primer semestre del 2021, Falabella cambia su estrategia como se indicó previamente en este estudio, bajando de forma considerable la provisión por riesgo de crédito debido a la implementación de IA en sus procesos de cobro y segmentación de clientes, lo cual a individualizado de mejor manera sus comportamientos de pago y además la incorporación de organización a no clientes a través de procesos complementados por IA, ha llevado a ofrecer servicios financieros a clientes con un perfil de riesgo más moderado, disminuyendo el riesgo como tal (Falabella, 2021c). Todo ello deja un margen del negocio bancario cercano a un 53% desde 2017 al 2019, disminuyendo durante el periodo 2020 por efectos de restricciones de pandemia (Falabella, 2021b), para terminar

sobre el 70% a fines del segundo semestre 2021 por la baja ya comentada de las provisiones por riesgo de crédito.

Respecto de la depreciación, al igual que en el negocio no bancario, sube desde el año 2018 al año 2019 por efectos de la introducción de la normativa contable IFRS 16, para volver a estar en torno a 5% de las ventas y subir a más de un 7% durante el año 2021 en el primer semestre, viéndose incrementado por el aumento de la depreciación de arrendamiento de propiedades de inversión (Falabella & EY Chile, 2021b).

Con respecto a los GAV, estos se mantienen en torno al 28% sobre el nivel de ventas en años completos desde el 2017 al 2020, viéndose fuertemente incrementados durante el primer semestre del año 2021 con respecto de las ventas, debido a que estos se mantienen constantes y lo que baja es el ingreso del primer semestre, este se ve disminuido por el menor ingreso proveniente desde intereses y reajustes, debido a una contracción de la cartera de crédito en los países de Chile y Perú (Falabella, 2021c).

Respecto de las utilidades, se puede apreciar el salto que se da desde la inclusión del negocio de tarjetas al negocio bancario durante el periodo 2018, pasando de utilidades cercanas al 10% sobre ventas a más de 20%, situación que se mantuvo durante el año 2019 para caer abruptamente durante el año 2020 a cerca de 14% sobre nivel de ventas, esta disminución se vio afectada por el aumento del riesgo crediticio de la cartera de clientes la cual significó subir casi 700 puntos base con respecto de su símil el año 2019, esto se ve también impactado por la baja de ingresos que se experimentaron por la contracción de la cartera de colocaciones en Chile, menores colocaciones brutas en Perú (Falabella, 2021b). Las utilidades del primer semestre del año 2021, son superiores en proporción a las ventas, debido principalmente a la disminución de las provisiones por riesgo crediticio (Falabella, 2021c).

Consolidando ambos negocios, se puede observar tal y como lo muestra la **Tabla 45**, que a pesar de los buenos márgenes que ofrece el negocio bancario, sus ingresos solo representan un 10% de las ventas totales de Falabella a fines del primer semestre del 2021.

Tabla 45. Ponderación estado de resultado Falabella resumido sobre ingresos - consolidado

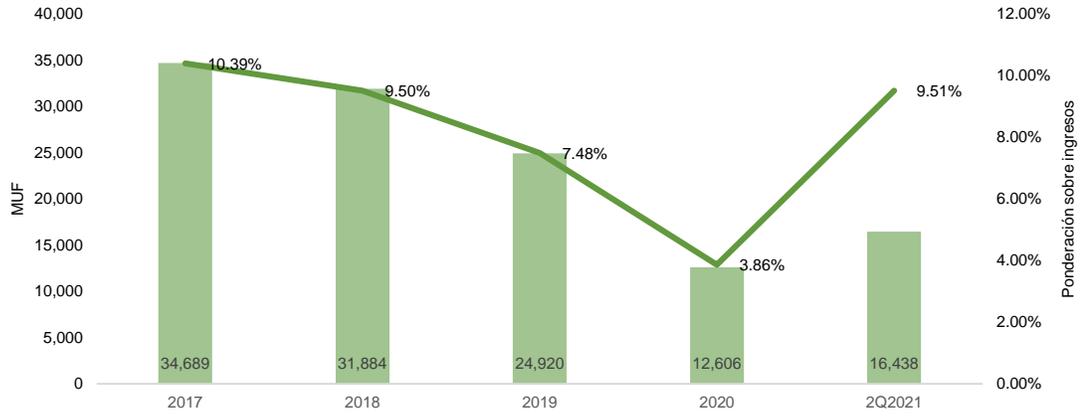
En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ingresos no bancarios	91,76	86,24	85,38	87,24	83,47	89,70
Ingresos bancarios	8,24	13,76	14,62	12,76	16,53	10,30
Total Ingresos	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Costos de venta no bancario	-58,98	-56,59	-56,46	-60,61	-58,50	-61,68
Gastos de venta bancario	-1,93	-2,99	-3,17	-2,37	-3,25	-1,66
Provisión riesgo	-2,00	-3,15	-3,58	-4,05	-6,56	-0,83
Margen bruto	37,09	37,27	36,78	32,97	31,70	35,83
Depreciación - amortización	-3,15	-3,41	-5,54	-5,01	-6,04	-4,45
GAV no bancario	-20,91	-20,62	-19,99	-20,32	-22,60	-18,14
GAV bancario	-2,64	-3,74	-3,78	-3,78	-4,22	-3,74
Margen EBIT	10,39	9,50	7,48	3,86	-1,16	9,51
No operacional no bancario	-2,01	-1,64	-2,18	-3,01	-2,53	-2,09
No operacional bancario	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00
Resultado antes de impuestos	8,39	7,87	5,31	0,86	-3,68	7,42
Impuesto a la renta	-2,14	-2,34	-2,41	-0,89	2,58	-2,73
Margen neto	6,25	5,53	2,90	-0,03	-1,10	4,69
Margen EBITDA	13,54	12,91	13,01	8,87	4,88	13,96

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

El fuerte del negocio en el caso de Falabella proviene del negocio no bancario, el cual a lo largo del tiempo explicado representa más del 85% de los ingresos de la compañía.

Con respecto al resultado operacional, este también sigue la tendencia a la baja por los efectos de la ganancia bruta, ya que los GAV se mantienen constante a través del tiempo, salvo para el primer semestre del 2021, ya que proporcionalmente estos representan 280 puntos base menos que el cierre del ejercicio 2020, esto repercute en que el resultado operacional al cierre del segundo semestre 2021, representando casi un 9,5% de los ingresos de la compañía. Los efectos del deterioro del resultado operacional año tras año son representados en la **Figura 6:**

Figura 6. Resultado operacional Falabella en MUF y ponderación sobre ingresos.

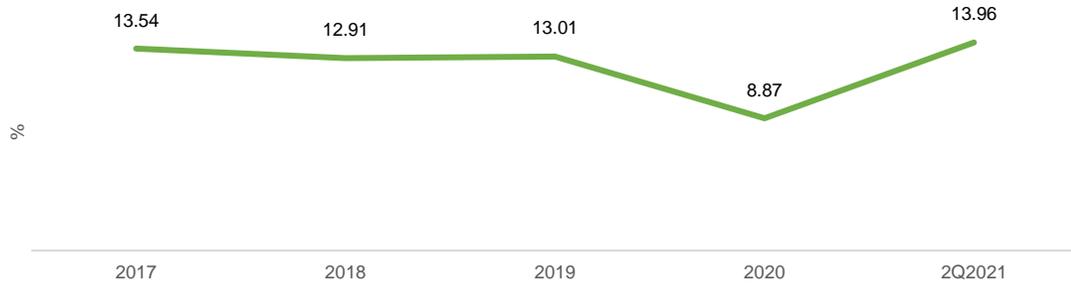


Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF Falabella 2017, 2018, 2019, 2020 y 2Q 2021.

Esto indica que los resultados de la compañía han ido en decremento constante, impulsados principalmente por una constante alza de los costos de, a pesar de tener GAV relativamente constantes, con relación a las ventas. Esto a pesar de haber sorteado eventos como el “estallido social” y las restricciones por “Covid-19” en los años 2019 y 2020, reafirmando que la baja en proporción del resultado operacional es más bien un aumento o mantención de los costos que baja de ingresos.

Con Respecto al EBITDA de Falabella, se aprecia que sigue la misma tendencia que los resultados operacionales, solamente menos pronunciada ya que no incluye los efectos de la depreciación correspondientes a los efectos de la IFRS16, esta proporción y evolución sobre ventas se puede apreciar de mejor manera en la **Figura 7**.

Figura 7. EBITDA ponderación sobre ingresos.

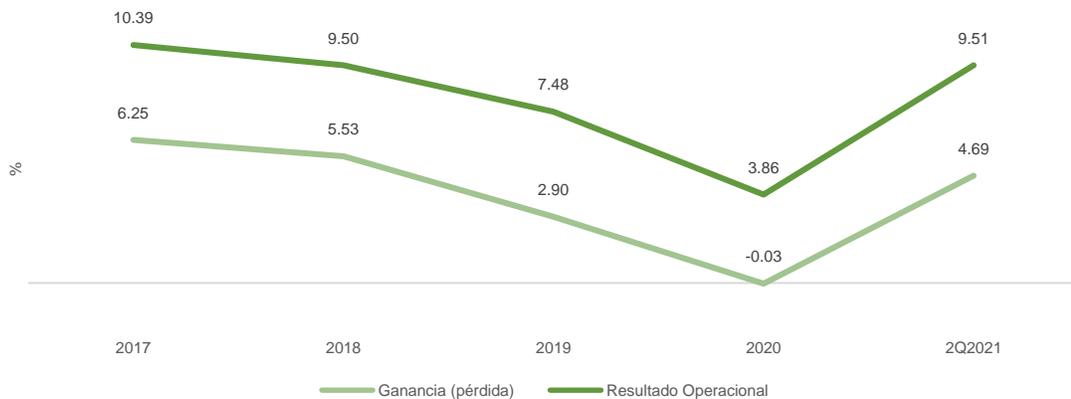


Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF Falabella 2017, 2018, 2019, 2020 y 2Q 2021.

Donde el EBITDA baja hasta un 8,87% en el año 2020, conforme a lo explicado en los párrafos anteriores, para terminar en el segundo semestre del año 2021 en 13,96% de las ventas, este incremento en cerca de 509 puntos base respecto del cierre del año anterior, se debe a una disminución del GAV (280 puntos base) y disminución del costo de venta equivalente, principalmente del negocio bancario por más de 800 puntos base, debido a la disminución de las provisiones por riesgo de crédito.

Con relación a la utilidad de Falabella, esta solo sigue la tendencia del resultado operacional, situación que se puede apreciar en la **Figura 8**:

Figura 8. Relación ganancia y resultados operacionales



Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF Falabella 2017, 2018, 2019, 2020 y 2Q 2021

Donde la diferencia de esta con respecto al resultado operacional es prácticamente de 400 puntos base en relación con los ingresos, esto indica que el resultado no operacional de Falabella se mantiene constante, en este caso particular, entre un 2% y un 4%. A pesar de que ha ido bajando hasta el año 2020, se puede observar que, en el primer semestre del 2021, ya la ganancia toma niveles parecidos al año 2018 (5,53%). En conclusión, Falabella en condiciones de control de costos e ingresos por sobre 300 MMUF al año, obtiene utilidades en torno al 5,5% sobre ingresos.

4.5 Análisis de los activos de la empresa

A continuación, se presentan los activos en sus dos principales líneas de negocios bancarios y no bancarios de Falabella, con información financiera a junio 2021, en MUF y con clasificación operacional o no operacional:

Tabla 46. Activos negocio bancario y no bancario de Falabella S.A.

En MUF	jun-21	% Total Activos	Operacional	No Operacional
Negocio No bancario				
Efectivo y equivalentes al efectivo	27.428	4,41	x	
Otros activos no financieros	3.615	0,58	x	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	11.374	1,83	x	
Otros activos financieros	1.377	0,22		x
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1.054	0,17	x	
Inventarios	44.393	7,13	x	
Activos por impuestos	2.007	0,32	x	
Activos mantenidos para la venta	978	0,16		x
Total Activos	92.225	14,81		
Negocio No bancario				
Otros activos financieros	9.104	1,46	x	
Otros activos no financieros	2.886	0,46		x
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	348	0,06	x	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	922	0,15	x	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	6.411	1,03	x	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	11.393	1,83	x	
Plusvalía	20.187	3,24	x	
Propiedades, planta y equipo	111.508	17,91	x	
Propiedad de inversión	110.925	17,82	x	
Activos por impuestos diferidos	8.560	1,37	x	
Activos por impuestos	444	0,07	x	
Total Activos	282.689	45,40		
Total Activos negocio no bancario	374.914	60,22		
Negocio Bancario				
Efectivo y depósitos en bancos	32.300	5,19	x	
Operaciones con liquidación en curso	2.480	0,40	x	
Instrumentos para negociación	1.704	0,27	x	
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	847	0,14	x	
Contratos de derivados financieros	11.831	1,90	x	
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	146.952	23,60	x	
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	38.975	6,26	x	
Inversiones en sociedades	108	0,02	x	
Intangibles	2.493	0,40	x	
Activo fijo	1.920	0,31	x	
Impuestos	655	0,11	x	
Impuestos diferidos	2.149	0,35	x	
Otros Activos	5.275	0,85	x	
Total Activos negocio bancario	247.687	39,78		
Total Activos Falabella	622.602	100,00		

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

Como se aprecia de la tabla anterior, los activos operacionales más relevantes en términos de peso sobre el total de activos son propiedades, planta y equipos, propiedades de inversión en lo que respecta al negocio no bancario, siendo en el caso del negocio bancario los créditos y cuentas por cobrar a clientes con más del 23,00% de representación del total de activos.

4.5.1 Activos operacionales y no operacionales

De acuerdo a la **Tabla 53**, podemos observar las más importantes clasificaciones de cuentas de acuerdo a los estados financieros de la Compañía:

4.5.1.1 Activos negocio no bancario corriente

Efectivos y equivalentes al efectivo: La cuenta está compuesta en un 52,83% de efectivo en depósitos a plazo, un 22,67% en saldos en bancos, un 17,97% del total de efectivo de la Compañía está invertido en fondos mutuos, y, por último, un 2,54% del efectivo están en contratos de retrocompra, se considerará como activo operacional debido a que es el activo líquido que permite realizar los pagos del funcionamiento de la compañía.

Otros activos no financieros corrientes: En esta partida se encuentran contratos publicitarios con un 2% del monto total, arriendos anticipados con un 6%, IVA con un 51%, contratos mantención de software con un 11%, pólizas de seguro que representan un 10% del total, depósitos en garantía con un 1%, participación del reaseguro de las reservas técnicas 5%, bonos de pronto acuerdo 3%, impuestos por recuperar 9% y otros con una ponderación del 3% (Falabella & EY Chile, 2021b). En general estos son activos relacionados al negocio de Falabella por lo que se considerarán como operacionales.

Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes: La cuenta corresponden a deudores comerciales, documentos por cobrar y cuentas por cobrar financieras. Sin embargo, las principales que la componen corresponde a deudores comerciales neto 51,64%, seguido de documentos por cobrar, que componen un 27,86% de la cuenta (Falabella & EY Chile, 2021b). Al igual que el activo anterior, es otro activo de liquidez que eventualmente se transformará en efectivo.

Otros activos financieros corrientes: Conforme la nota 4 de los estados financieros del 2Q 2021, esta cuenta de activos, considera instrumentos derivados de no cobertura, fondos con restricción e inversiones en bonos entre otros (Falabella & EY Chile, 2021b), dado que el negocio de Falabella no gira en torno a ganar dinero por instrumentos financieros, estos se consideran como no operacionales.

Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes: Esta cuenta de activo es bastante similar a la de deudores comerciales, solo que en este caso las cuentas por cobrar son entre empresas relacionadas, dado que la matriz funciona como ente de financiamiento, se clasifica como activo operacional.

Inventario: Los principales montos que componen los activos corresponden al inventario, éstos están compuestos principalmente por productos para la venta, que corresponden al 83,90% de la cuenta inventario, seguido de mercaderías en tránsito por un 15,59%. En menor medida se encuentra compuesto por materiales y envases (0,37%), las materias primas (0,08%) y productos en proceso (0,06%). Activo considerado como operacional debido a que considera los productos a venta del negocio.

Activos por impuestos corrientes: Corresponde principalmente al PPM e impuestos a la renta por recuperar, el resto son créditos por capacitación, los cuales son parte del negocio en sí de Falabella.

Activos no corrientes mantenidos para la venta: Los activos que se presentan bajo esta sección, corresponden a filiales de Sodimac S.A. y Plaza S.A. siendo inmuebles destinados para la venta, que cumplen con la identificación de activos donde se recuperará su valor a través de una venta y no un uso continuo (Falabella & EY Chile, 2021b).

4.5.1.2 Activos negocio no bancario no corriente

Otros activos financieros no corrientes: Corresponde principalmente a inversiones en bonos, al igual que la porción corriente, no es el rubro de Falabella invertir en este tipo de activos, por lo que no es operacional.

Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación: Corresponde a la participación en sociedades en las que posee un porcentaje de participación, como lo sería en Sodimac Colombia S.A (49%), Sociedad distribuidora de mejoramiento del hogar y construcción S.A.P.I de C.V. (México) (50%), inmobiliaria cervantes S.A. (Chile, 33.7%), servicios financieros Soriana S.A.P.I. de C.V. (México, 50%), Inmobiliaria Sodimeg S.A. de C.V. (México 30.61%). (Falabella & EY Chile, 2021b).

Activos intangibles distintos de la plusvalía: Corresponde principalmente a desarrollo interno de software, licencia y programas informáticos, patentes, marcas registradas y otros derechos, otros activos intangibles y marcas comerciales. Son parte necesaria para llevar a cabo las actividades de Falabella y por tanto son activos operacionales.

Plusvalía: Corresponde a un activo intangible que registra la compra de empresas por las cuales se pagó un mayor valor al precio justo de los activos de la misma, considerando en este esquema a Sodimac, Imperial, Hipermercados Tottus, Inverfal, Plaza Oeste, Plaza del Trébol, Plaza Tobalaba, Plaza La Serena, Mall Calama, Inmobiliaria Las Condes, Construdecor, Tienda mejoramiento del hogar, Mall Plaza Perú (todas S.A.) y *New TIN Linio*.

Propiedad, planta y equipo (PPE): Corresponde a los principales activos de la compañía, ésta está compuesta principalmente por instalaciones fijas y accesorios, que corresponden al 24,69% del total de PPE, seguido de activos por derecho de uso en un 19,47% que son aquellos activos relacionados a arriendos de inmuebles destinados al desarrollo de sus actividades y a la instalación de sus tiendas. La tercera cuenta principal del activo PPE, corresponde a Edificios, que componen un 17,43% del total, además de los terrenos que corresponden al 14,17%. Dada su naturaleza de ser activos para generar valor a la firma, mediante su uso, estos se consideran como operacionales.

Propiedad de inversión: Esta cuenta corresponde principalmente a obras en ejecución, traspaso desde y hacia PPE, centros comerciales, terrenos sin uso de la Compañía y obligaciones contractuales.

4.5.1.3 Activos negocio bancario corriente y no corriente

Créditos y cuentas por cobrar a clientes: Es el principal activo del negocio bancario corriente, ésta está compuesta por los deudores por tarjetas de crédito que corresponden a 58,44% del total de la cuenta, seguido de Colocaciones de consumo, equivalente al 27,91%. Adicionalmente y en menor medida, la cuenta está compuesto por colocaciones para la vivienda (1,20%) y colocaciones comerciales (1,63%).

Instrumentos de inversión disponibles para la venta: Corresponde a aquellos activos del cual se recuperará su ganancia a través de una operación de venta. La cuenta está compuesta por Bonos del Banco Central de Chile que corresponde al 59,59% de la cuenta, seguido de otros Instrumentos del Estado y del Banco Central de Chile que corresponden al 17,14%, Certificados de Depósitos a Plazo Bancos del país (negociables) equivalentes al 12,78% e Instrumentos de Gobiernos o Bancos Centrales Extranjeros equivalentes al 10,49%.

Efectivo y depósitos en los bancos: Está compuesto principalmente por saldos en bancos, que corresponden al 47,12%, seguido de instrumentos financieros de alta liquidez que son depósitos y fondos administrados por terceros cuyo vencimiento es menor a 90 días. Al 30 de junio de 2021 el 100% de los Instrumentos para negociación corresponden a instrumentos financieros con vencimiento mayor a 90 días, del cual con respecto al total de la cuenta corresponde al 41,81%. Adicional a lo anterior, ésta está compuesta por cuentas que componen en menor medida la cuenta, tales como efectivos en caja (9,46%), depósitos a plazo (1,40%) y Operaciones con liquidación en cursos netas (0,22%)

4.5.2 Capital de trabajo operativo neto

Una vez identificado los activos operacionales de Falabella, se procede a calcular el capital de trabajo operativo neto (CTON), que, para esta evaluación, solo serán considerados los activos relativos al negocio no bancario, puesto que los del negocio relacionado a la banca, poseen comportamientos y clasificaciones totalmente distintas al rubro principal de la firma, correspondiente al *retail* (el negocio bancario representa mayoritariamente el 10% de los ingresos de Falabella históricos). En la **Tabla 47** se

presentan los activos y pasivos operacionales con la finalidad de calcular el CTON y el RCTON, siendo este último el ratio del CTON.

Tabla 47. Capital de trabajo operativo neto (CTON) Falabella

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Activos operacionales no bancario					
Efectivo y equivalentes al efectivo	8.658	11.518	10.596	41.836	27.428
Otros activos no financieros corrientes	4.069	4.608	3.440	3.576	3.615
Deudores comerciales y otras cuentas	73.341	18.329	17.794	14.330	11.374
Cuentas por cobrar a relacionadas	320	2.177	1.560	1.148	1.054
Inventarios	46.202	51.168	47.081	39.946	44.393
Activos por impuestos corrientes	2.858	3.148	4.139	2.040	2.007
Total Activos corrientes	135.449	90.949	84.610	102.876	89.870
Pasivos operacionales no bancario					
Cuentas por pagar comerciales y otras	40.505	36.982	39.181	39.391	35.242
Cuentas por pagar a relacionadas	285	555	604	622	719
Otras provisiones	533	897	839	896	865
Pasivos por impuestos corrientes	1.382	997	1.088	778	2.279
Provisiones por beneficios a empleados	5.167	5.200	5.279	5.008	5.147
Otros pasivos no financieros corrientes	6.072	5.301	5.848	6.705	5.884
Total pasivos corrientes	53.945	49.932	52.839	53.400	50.136
Ventas	306.359	289.377	284.479	284.863	155.123
CTON	81.504	41.016	31.771	49.476	39.734
RCTON (%)	26,60	14,17	11,17	17,37	25,61

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

Como se puede apreciar en la tabla anterior, el CTON de Falabella se encontraba sobre los 81 MMUF en el año 2017, la cual cae durante el año 2018, debido a la externalización del giro de tarjetas al negocio bancario, reduciendo fuertemente las partidas de deudores comerciales y otras cuentas, esto deja el CTON en torno a las 40 MMUF para el año 2018, bajando nuevamente durante el 2019 por disminución de los inventarios. Los años posteriores, aumenta el CTON, debido al aumento de efectivo para el periodo, esto debido principalmente a por el incremento de pasivos de largo plazo (bonos series Z y AC)

Respecto del RCTON, se puede apreciar que este está sobre el 26,00% en el año 2017, cayendo durante el año 2018, debido al cambio en registros de deudores comerciales y otras cuentas por cobrar explicado previamente, esto a pesar de haber mantenido el nivel de ventas reales en 284 MMUF en un año impactado por el “estallido social”, posteriormente el RCTON aumenta a un 17,37% en el año 2020 y a un 25,61% el primer semestre del 2021, principalmente por el aumento de efectivo en el periodo 2020, correspondiente a actividades de financiamiento (Falabella, 2021b) y aumento de inventarios para el primer semestre del 2021, lo cual compensó la reducción de efectivo del periodo, el cual, también fue utilizado para pagos de pasivos y deudores comerciales (Falabella, 2021c).

4.5.3 Inversiones

De acuerdo con los estados financieros revisados (Falabella & EY Chile, 2018, 2019, 2020, 2021a, 2021b), las inversiones de Falabella en su apartado de estado de flujo caja efectivo, se aprecian las inversiones expuestas en la **Tabla 48**, solo se toman en consideración las inversiones realizadas en el rubro no bancario.

Tabla 48. Inversiones históricas de Falabella

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Compras en propiedad, planta y equipos	3.024	13.154	12.970	9.611	3.667
Compras de activos intangibles	592	2.001	2.307	1.717	669
Total inversiones	3.616	15.154	15.277	11.328	4.336
Ingresos operacionales no bancario	306.359	289.377	284.479	284.863	116.602
% sobre los ingresos operacionales	1,18	5,24	5,37	3,98	3,72
Depreciación y amortización no bancaria	9.039	9.907	15.970	13.780	7.049
% dep. y amort. sobre inversiones	250,00	65,38	104,54	121,64	162,57

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

De la tabla anterior, se desprende una reducción todos los años en las inversiones de propiedad, planta y equipos, con una fuerte baja para el año 2019, debido a las

restricciones de la pandemia (Falabella, 2021b) y cambios en los comportamientos de compras por parte de los clientes. Esto repercute en que las inversiones en relación a las ventas o ingresos operacionales disminuyan desde 5,37% en el año 2019 a 3,98% en el año 2020, para seguir en ese orden de magnitud para el primer semestre del año 2021.

Respecto de la depreciación y amortización de los activos no bancarios y como estos se relacionan con las inversiones que se realizan, se observa claramente que el freno de renovación de inversiones está generando que los activos se están desvalorizando más rápido que lo que se están renovando, llegando a rangos en que la renovación no alcanza a suplir las inversiones que se desgastan (esto incluye arrendamientos), pasando la barrera del 100% en el año 2020, lo cual significaba que por cada 100 pesos de desgaste de inversiones, solo se renovaba 63,18 pesos, esto se ve incrementado en el primer semestre del año 2021 en donde esta relación disminuye aún más, indicando que de cada 100 pesos de desgaste, solo se renuevan 18 pesos. Si bien parte de este incremento está influenciado por la implementación de la IFRS16, el ratio de la depreciación con respecto de la inversión desde el año 2019, salta casi 2000 puntos base desde 2019 a 2020, para hacerlo al doble durante el primer semestre del año 2021. Esto reafirma la cautela de la compañía a realizar nuevas inversiones bajo en contexto de incertidumbre que se vive en los países donde opera (Falabella, 2021c).

4.6 Análisis de crecimiento de la industria

Debido a que Falabella no opera en los mismos países que otras empresas “similares”, más que comparación por comparables, se realizará una revisión de las proyecciones de la industria en cada uno de los países en los que opera principalmente la compañía, separado tanto del negocio bancario como del no bancario.

4.6.1 Evolución de las economías

Una forma de medir las economías de los países en cuestión es analizando sus PIB en moneda equivalente, en este caso en dólares y en moneda corriente. Como se aprecia en la **Figura 9**, las economías en cuestión han crecido de forma constante desde el año 2003 en los países de mayor participación de Falabella, ambas en un promedio de 9%

año a año hasta el año 2019, para posteriormente caer un 9% producto de la recesión por los efectos de la pandemia a nivel global y luego proyectar una recuperación en los siguientes periodos.

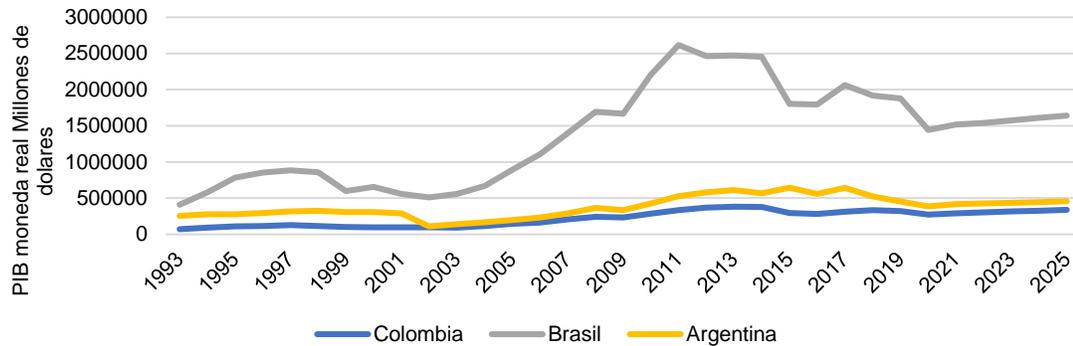
Figura 9. PIB histórico y proyectado Perú y Chile



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de world bank, fondo monetario internacional y datos estadísticos de cepal disponibles en: https://statistics.cepal.org/portal/cepalstat/dashboard.html?indicator_id=2207&area_id=131&lang=es

Situación levemente distinta se representa en los demás países donde participa Falabella, los cuales son representados en la **Figura 10**.

Figura 10. PIB histórico y proyectado de Colombia, Brasil y Argentina

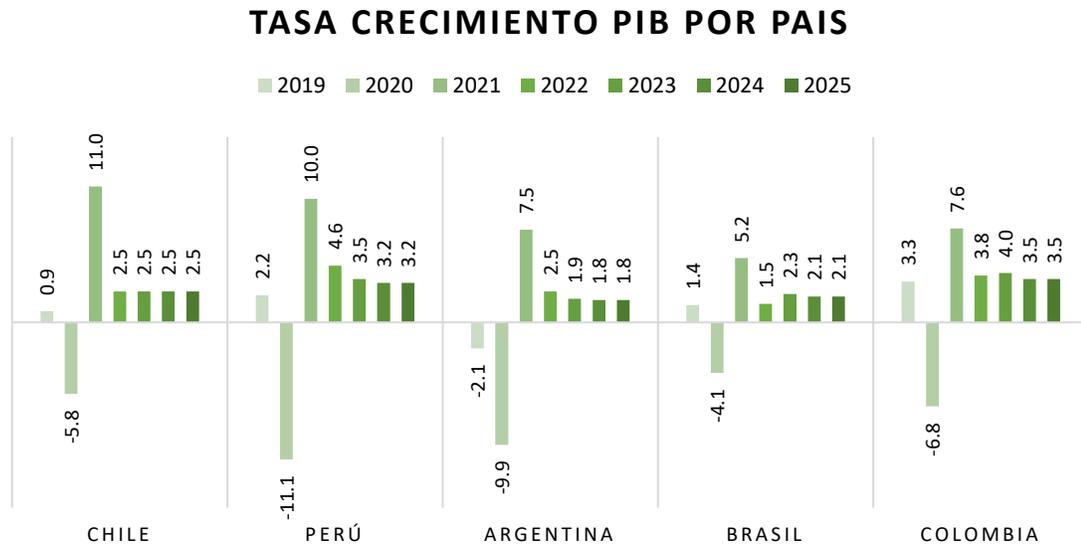


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de world bank, fondo monetario internacional y datos estadísticos de cepal disponible en: https://statistics.cepal.org/portal/cepalstat/dashboard.html?indicator_id=2207&area_id=131&lang=es

Tal como se puede apreciar en la figura anterior, tanto Brasil, Colombia y Argentina, crecían en torno a un 8 y un 9% en promedio año a año desde el 2003 hasta el año 2019, por su lado la economía mexicana lo hacía en torno al 3% en el mismo periodo para caer un 15% en el año 2020, de la misma forma que la economía brasileña cayó un 23%, la argentina un 14% y la colombiana un 16% producto de los efectos de la pandemia, para luego proyectar crecimiento en los siguientes periodos.

Para los años posteriores el banco mundial dentro de su base de datos que publicó en Junio del 2021, proyecta los crecimientos del PIB para los países en que opera Falabella de acuerdo a lo mostrado en la figura (World Bank, 2021), con un rebote para el año 2021, para ya normalizarse durante los posteriores 2 años (2022 y 2023).

Figura 11. Tasas de crecimiento PIB países de operación Falabella proyectadas



Fuente: Elaboración propia a partir de datos estadísticos World Bank y Fondo Monetario Internacional.

Tal como se aprecia en el gráfico todas las economías lograrán terminar este 2021 que subirán con respecto del año 2020, esto debido al levantamiento paulatino de las restricciones impuestas durante el año 2020 por crisis por pandemia, luego de ello, todas las se contraen y vuelven a un crecimiento en torno al 2 o 3%, esto se basa específicamente en:

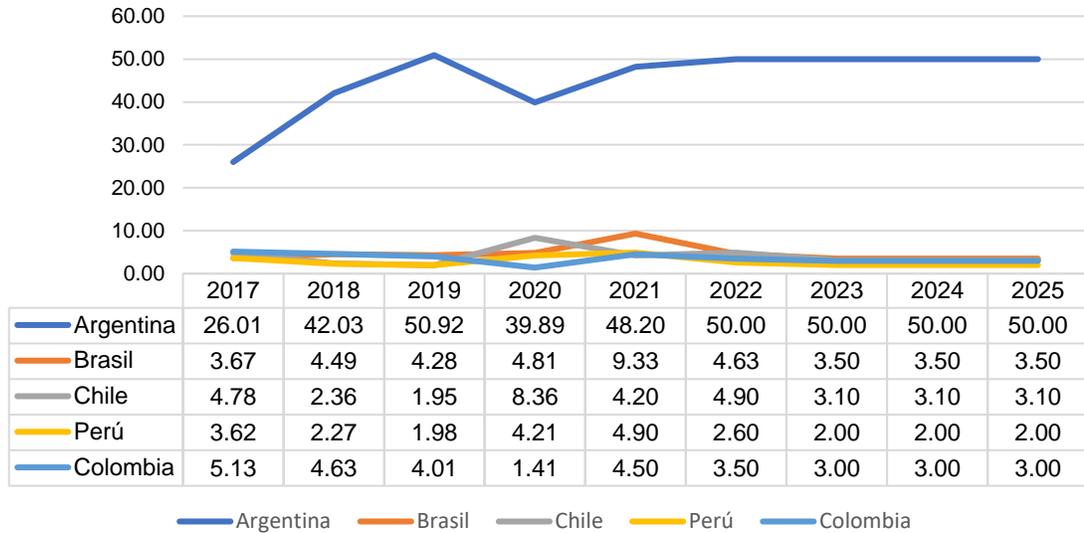
- **Chile:** La proyección del año 2021, hace reflejo de la campaña de vacunación que está llevando a cabo el país, junto a un sostenido y robusto nivel de consumo impulsado por las ayudas del estado y los retiros de los fondos de pensiones, lo cual se espera baje y vuelva a condiciones moderadas para el año 2022, pendiente de lo que suceda con economías de las que depende, en este caso la China (World Bank, 2021).
- **Perú:** El rebote desde el año 2020, se espera sea bastante fuerte a fines del año 2021, esto debido a incremento del consumo privado e incremento del turismo, el cual se espera, logré recuperar de la gran caída que tuvo durante el año 2020, luego de ello se espera que la economía tome niveles de

crecimiento moderados conforme se recupera la economía y evolucione el precio de los commodities (World Bank, 2021).

- **Argentina:** Se espera que la economía rebote a cerca de un 6% para fines del 2021, debido a una amplia capacidad de reserva que tiene el país, seguido de una crisis de contracción continua de 3 años, lo cual llevó el PIB a niveles equivalentes del 2009. Sin embargo este impulso se espera se suavice para el año 2022 y quede cercano a 1.7% (World Bank, 2021).
- **Brasil:** las transferencias seguirán durante el 2021 y significará un impulso al consumo, a pesar de ser inferiores con respecto a las realizadas durante el año 2020, proyectando un crecimiento moderado para el 2022 acorde al retiro de las políticas de apoyo a la población, para seguir relativamente estable para el año 2023 (World Bank, 2021).
- **Colombia:** al igual que las economías anteriores, el rebote se espera por un fortalecimiento y rebote de la demanda interna, debido a una tardía vacunación por covid-19, para luego suavizarse un poco para los años 2022.

Se prevé también, debido a la presión inflacionaria que en general enfrenta los países latinoamericanos, un posible endurecimiento del financiamiento de largo plazo por la alza y fortalecimiento de las tasas por parte de los gobiernos (Fondo Monetario Internacional, 2021), esto impacta en la renovación de activos y crecimiento de las empresas del rubro *retail* y el aumento del costo del fondeo para el negocio bancario, ya que se hace más caro obtener financiamiento a largo plazo. Además, en la **Figura 12** se analiza la inflación por país donde compete la Compañía.

Figura 12: Inflación por país histórico y proyectado (En %)

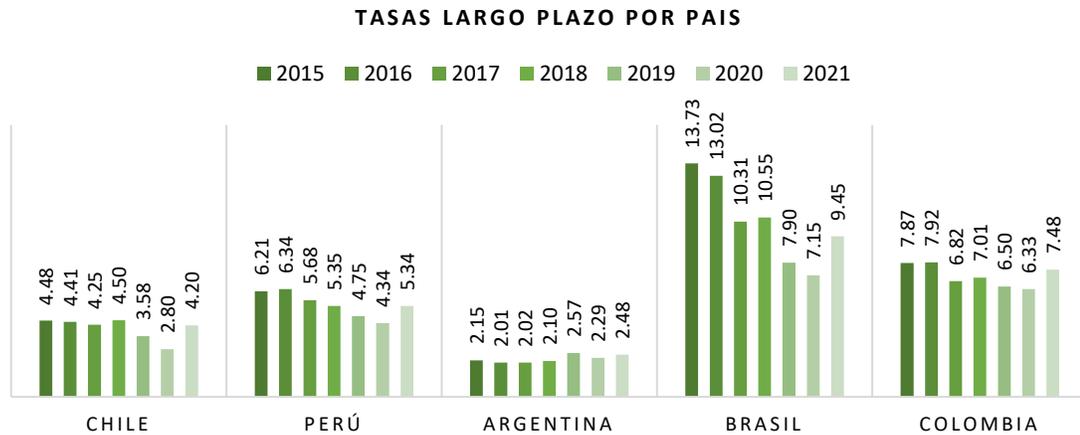


Fuente: Elaboración propia en base a datos del banco mundial.

Como se puede observar en la **Figura 12**, se resume la inflación por país histórico y proyectadas de la Compañía y de acuerdo con las realidades de cada país con un alza en el año 2020, para luego disminuir a la proyección del banco central de cada país.

En la **Figura 13**, se aprecia este crecimiento de tasas que han experimentado los países de operación de Falabella:

Figura 13. Evolución tasas largo plazo gubernamentales países que opera Falabella



Fuente: Elaboración propia a partir de datos estadísticos de Euromonitor consultados el 20/11/2021

Obtenido desde: <https://www.portal.euromonitor.com/portal/statisticsevolution/index>

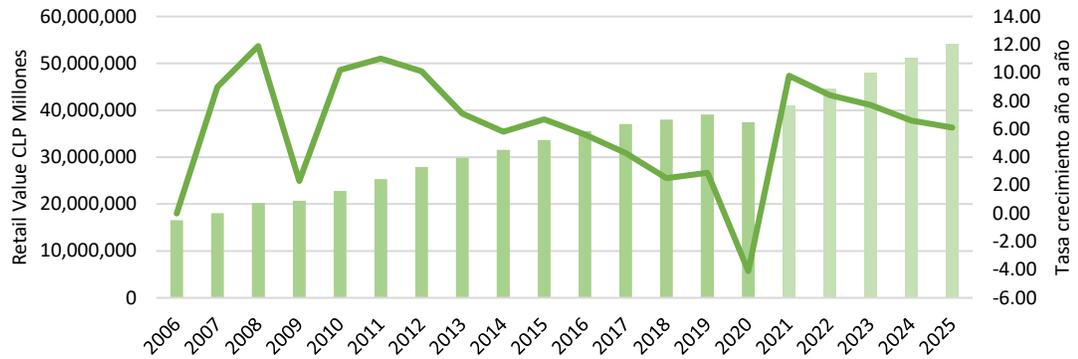
De acuerdo con Euromonitor estas tasas son del mercado secundario de bonos y corresponden a bonos de por lo menos 10 años y en todos los países, las tasas en el año 2021 suben con respecto del año anterior, en el caso de Chile pasa de 2,8% a una tasa de 4,2%, Perú salta de un 4,34% a un 5,34%, Brasil muestra un salto importante de más de 200 puntos base pasando de 7,15% a 9,45% al momento de la consulta en la base de datos. El caso mexicano, baja debido al control que se ha realizado sobre la inflación y la necesidad de reimpulsar la economía del país (El Financiero, 2021).

4.6.2 Retail Chile

Si bien durante el último periodo, la industria ha sido afectada por dos eventos totalmente anormales (estallido social y pandemia por covid-19) y además ha restringido sus niveles de inversión y aumentado su stock de deuda para hacerle frente, debido a su alta exposición a este tipo de riesgo (ICR Chile, 2021), las proyecciones de recuperación son optimistas, debido a la disminución de restricciones de movilidad y vuelta a la “normalidad” de la población. Esto significará aumento de ventas para el sector debido a la reaparición de estacionalidades que tiene la industria, como lo es la vuelta a clases presenciales y eventos de festejo como lo es navidad y año nuevo (Euromonitor, 2021g).

Para una mejor visualización de lo anterior, en la **Figura 14** se representa el comportamiento esperado en el *retail* chileno.

Figura 14. Proyecciones de *retail value* y crecimiento industria retail Chile



Fuente: Elaboración propia a partir de reporte Passport Euromonitor, para el retail chileno 2021

Como se puede apreciar en la figura anterior, en el eje izquierdo está el *retail value* de Euromonitor el cual se proyecta siga creciendo a tasas sobre el 6% año a año (eje derecho del gráfico).

4.6.3 Retail en Perú

En el caso del mercado peruano, de acuerdo al estudio realizado por Euromonitor, se prevé una situación similar a la que se espera en Chile, con la diferencia que la tasa de crecimiento es más alta puesto que la contracción que obtuvo el mercado peruano del *retail* fue más dura durante el año 2020 (Euromonitor, 2021i), tal como se aprecia en la

Figura 15, se espera recuperar el valor de mercado ya entrando en el año 2022, para seguir la tendencia de crecimiento con tasas de un 9,3% promedio.

Figura 15. Proyecciones de retail value y crecimiento industria retail Perú



Fuente: Elaboración propia a partir de reporte Passport Euromonitor, para el retail peruano 2021

Este incremento en la industria peruana, se ve fortalecido a que como consecuencia de la crisis pandémica vivida durante el año 2020, muchos participantes de esta industria tuvieron que forzosamente enfrentar una alta demanda en un corto tiempo, por lo que mediante reestructuraciones y mejoras tecnológicas, el rubro logró mejorar los tiempos de entrega a sus clientes, pasando de alrededor de 30 días máximo, a estándares de 24 a 72 horas, mejorando la confianza de los consumidores y la disponibilidad en este tipo de industria (Euromonitor, 2021i).

Si bien la infraestructura tanto de entregas como de medios de pago sin efectivo sigue siendo una dificultad relevante para la industria peruana fuera del radio de Lima, la crisis ha dado dinamismo al desarrollo de este tipo de infraestructuras, para que vayan de la mano con la creciente demanda en el rubro (Euromonitor, 2021i).

4.6.4 Retail en Argentina

Para el caso del mercado argentino, conforme la información obtenida del último reporte de *Euromonitor*, se indica que a pesar de haber comenzado con cuarentenas y limitación total a la movilización de las personas en el país, desde marzo 2020, las tiendas del rubro de ventas de alimentos se mantuvieron abiertas, sin ningún tipo de restricción de apertura en días a la semana lo que además, complementado con las aplicaciones de *delivery*, permitieron seguir llegando a los clientes finales, esto mitigo el impacto sobre el rubro del *retail*, el cual en general debió cerrar sus puertas durante ese periodo, impactando en algunos casos, debido a lo extenso del cierre, a cerrar tiendas en centros comerciales principalmente dedicados a la venta de ropa y accesorios (Euromonitor, 2021e).

En general y luego de un largo periodo en recesión, se espera que el consumo que fue fuertemente golpeado por la crisis sanitaria comience a crecer lentamente hacia los años siguientes, sin embargo, ante el gran número de pobreza que arrastra el país y el alto nivel de tiendas que han cerrado, se espera que el gobierno no pueda sortear estos impactos en la economía, repercutiendo en una baja del PIB. Esto último incrementado por el alto nivel de deuda que tiene el país y la falta de inversión (Euromonitor, 2021e).

Para su mejor ejemplificación, se presenta en la siguiente figura los valores esperados en el rubro del *retail* en moneda corriente para Argentina:

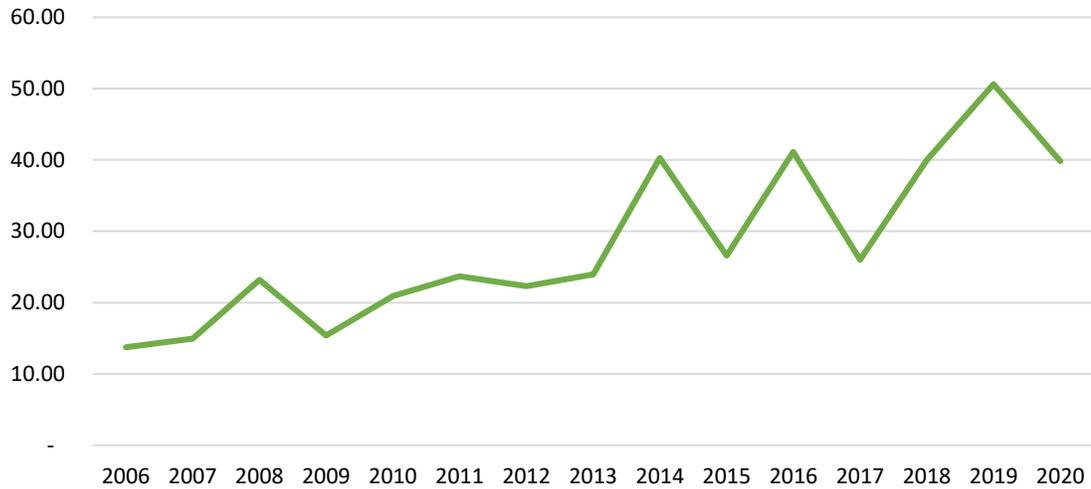
Figura 16. Proyecciones de retail value y crecimiento industria retail Argentina



Fuente: Elaboración propia a partir de reporte Passport Euromonitor, para el retail argentino 2021

Tal y como se aprecia en la gráfica anterior, se espera que la tasa de crecimiento en términos corrientes crezca año a año por sobre el 30% en los años 2021, 2022 y 2023 para terminar en cerca de un 20% de cambio año a año para el periodo 2025. Es relevante indicar que para tales efectos, es necesario indicar los niveles de inflación que ha tenido la economía Argentina en los últimos años y contextualizar esta tasa de crecimiento, la cual está por sobre las tasas de crecimiento del rubro, lo que indica que en términos constantes, el rubro pierde valor año a año, para ello en la **Figura 17**, se puede apreciar el comportamiento de la inflación de acuerdo a la información del banco mundial.

Figura 17. Comportamiento histórico inflación de Argentina



Fuente: Elaboración propia a partir de consulta base estadísticas banco mundial

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.DEFL.KD.ZG?end=2020&locations=AR&start=1961&view=chart>

Tal como se aprecia en la gráfica anterior, el control inflacionario en el país en los últimos 5 años, solo la ha contenido hasta un 26%, por lo que es esperable que a lo menos esta sea la inflación para los años posteriores, ya que tanto el aumento de deuda gubernamental en altos niveles, con cerca del 102% del PIB en el año 2020 (Datosmacro.com, 2021) y la baja inversión, empujan a que la inflación mantenga sus niveles.

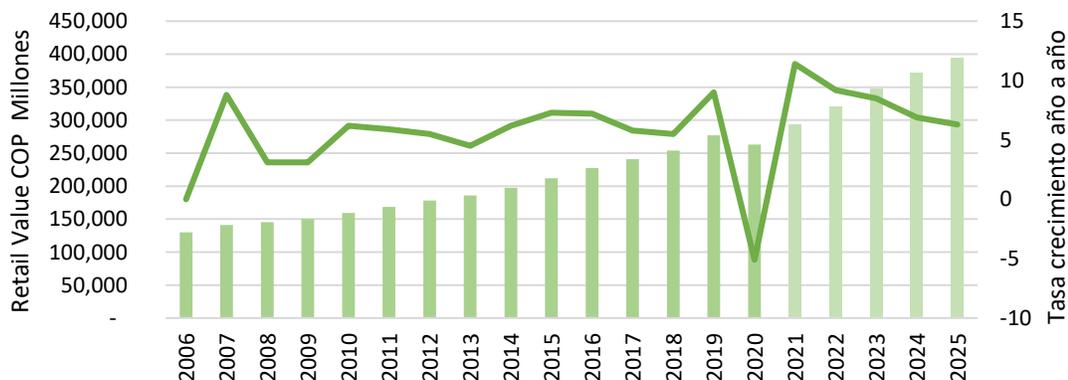
4.6.5 Retail en Colombia

Para el caso de Colombia, al igual que el resto de los países en Latinoamérica, desde el año 2020 se vivieron procesos de restricciones en sus economías, lo cual también afectó a parte de la industria del *retail*. Esto debido a que al igual que en los otros países donde opera Falabella, el rubro de venta de alimentos se mantuvo abierto, incrementando sus ventas en el comienzo de las restricciones debido al aumento de stock que buscaron los clientes para sobrellevar las cuarentenas. Los canales más golpeados del rubro fueron los de vestimenta y accesorios de apariencia, debido a que los clientes focalizaron su gasto solo en productos de primera necesidad. Sin embargo, el gobierno impulsó el rubro incluyendo días en los que no se recargó con impuesto de valor agregado (IVA) a las ventas, generando incrementos sobre 400% respecto a ventas del año anterior (2019), esto con la finalidad de compensar la baja de ventas producto de la crisis sanitaria (Euromonitor, 2021h).

El efecto de la pandemia, implicó un aumento en las tiendas digitales, cierre de tiendas menos eficientes y mejor gestión de los espacios de las tiendas, mejorando la logística y canales de ventas (Euromonitor, 2021h).

Con respecto a lo esperado en este rubro post 2021, en la figura **Figura 18**, se presenta la evolución esperada del rubro *retail* en Colombia para los próximos años.

Figura 18. Proyecciones de retail value y crecimiento industria retail Colombia



Fuente: Elaboración propia a partir de reporte Passport Euromonitor, para el retail colombiano 2021.

Tal y como se puede observar en la figura anterior, se espera una recuperación del valor *retail* medido por Euromonitor, con una tasa cercana al 11% para el año 2022 con respecto al año 2021, para seguir a tasas decrecientes y llegar a un 6% en el año 2025, esto por el impulso y cambios que ha llevado consigo la crisis sanitaria, la cual impactó en los canales de ventas, incrementando y robusteciendo los canales digitales, los que llevarán a los canales tradicionales de ventas físicas a cada vez ser menos relevantes (Euromonitor, 2021h).

4.6.6 *Retail* en Brasil

Brasil, siguió un comportamiento idéntico al resto de países latinoamericanos, donde las restricciones por la crisis sanitaria, obligó a muchas tiendas del rubro a cerrar sus puertas durante los periodos de cuarentena, lo cual sumado a los efectos que traía la economía brasileña y el impacto en distintas áreas claves de la economía por parte de la crisis por COVID-19, redujo fuertemente el nivel de ingresos de la población, reduciendo su capacidad de consumo, volviéndolos más cautos y mucho más reservados a la hora de realizar compras. Para aplacarlo el gobierno respondió con un fuerte estímulo a través de transferencias directas a la población siendo un gran salvavidas para el rubro durante el año 2020 (Euromonitor, 2021f).

Parte importante de la contención de la pérdida durante el periodo de la crisis pandémica, fue la migración a plataformas digitales de comercialización, junto con el entrenamiento del personal del rubro en herramientas como *whatsapp* para dar soporte a clientes de forma más directa, además del lanzamiento por parte de las autoridades brasileñas, de PIX, un sistema de pago nacional que ayudaría a consolidar los pagos en el *e-commerce*. Todo esto contuvo una mayor pérdida del *retail* en Brasil durante el 2020 (Euromonitor, 2021f).

En la **Figura 19** se puede apreciar la evolución del valor del *retail* y como este se espera sea proyectado para los años 2022 en adelante.

Figura 19. Proyecciones de retail value y crecimiento industria retail Brasil



Fuente: Elaboración propia a partir de reporte Passport Euromonitor, para el retail brasileño 2021.

Tal como se puede apreciar en la gráfica anterior, la pérdida de valor del rubro durante el año 2020 en Brasil, no fue mayor a -1,2%, dada las ayudas y condiciones que se generaron en la economía, se espera que desde el año 2021 el rubro crezca a tasas cercanas al 8-9% hasta fines del 2025, impulsado por la paulatina desconfinación y reapertura que se está comenzando a generar en algunas ciudades principales de Brasil, principalmente de comercio y colegios, además del avance de la campaña de vacunación en el país (Euromonitor, 2021f).

Parte de este desarrollo esperado futuro se da también por el significativo impacto que ha tenido la pandemia en la aceleración del comercio electrónico, lo cual forzó a muchos clientes, migrar a este tipo de canales para poder abastecerse y también obligo a las compañías a desarrollar cadenas logísticas más eficientes para sobrevivir, esto a pesar de la poca confianza por parte de los clientes a este tipo de canal, ya que los consumidores en Brasil, prefieren ir a tiendas físicas de vez en cuando para realizar sus compras (Euromonitor, 2021f).

4.6.7 Industria bancaria

Para analizar el segmento bancario, se considerará a través del mercado del financiamiento de las tarjetas y formas de pago.

Para Chile, 2020 fue un año de gran incertidumbre económica debido a la pandemia. A medida que los casos alcanzaban su punto máximo, el gobierno introdujo largos períodos de cuarentena que llevaron a muchas empresas a la quiebra y aumentaron la tasa de desempleo. Los consumidores chilenos se volvieron sensibles a los precios y cautelosos con el gasto, reduciendo el número de transacciones realizadas y el valor de transacción de las tarjetas de crédito, vinculando este último a compromisos de largo plazo en materia de deuda. A medida que el distanciamiento social y el miedo al contagio continuaron durante todo el año, las tarjetas de débito se convirtieron en el método de pago más popular, lo que redujo significativamente las transacciones en efectivo. El Banco Central de Chile incluso anunció medidas a medida que las monedas escasean. La histórica CuentaRUT del Banco del Estado y competidores recientes como la Cuenta Life del Banco Santander han permitido que tanto chilenos como no residentes en Chile opten por tarjetas de débito con bajos requisitos y, por lo tanto, las tarjetas de débito han sido más fáciles de adoptar por la población y aceleradas por la pandemia (Euromonitor, 2021b).

En 2020 para Perú, la aparición de la pandemia tuvo un impacto mixto en el desempeño de las tarjetas financieras y los pagos. El aumento del desempleo y la disminución de los ingresos disponibles obligaron a muchos peruanos a priorizar sus gastos y concentrarse en lo esencial, lo que provocó una disminución en las transacciones de pago de los consumidores durante el año. Las tarjetas de crédito se vieron significativamente afectadas por esta tendencia, ya que los consumidores buscaron evitar una mayor acumulación de deuda durante un período inestable, lo que resultó en caídas significativas en todos los indicadores para la categoría, mientras que las tarjetas prepagas de circuito cerrado se vieron negativamente afectadas por el uso limitado del transporte público debido a las medidas de encierro y distanciamiento social, dado el predominio de las tarjetas de transporte dentro de la categoría (Euromonitor, 2021d).

En Colombia, la pandemia afectó al financiamiento al consumo tanto como a cualquier otro sector vinculado a la economía colombiana. Los bloqueos estrictos, tempranos y prolongados impidieron que los consumidores visitaran físicamente las sucursales bancarias, lo que obligó a todos los actores a acelerar la innovación digital para satisfacer los requisitos cambiantes de los consumidores. Esta tendencia no solo aumentó la cantidad de consumidores que descargaban aplicaciones de banca digital, sino que continuó impulsando tasas de crecimiento de dos dígitos para el comercio móvil remoto a medida que los colombianos cambiaban al comercio electrónico. La inclusión financiera también dio un gran paso adelante, ya que los pagos virtuales fueron una de las herramientas del gobierno para distribuir ayuda a la población vulnerable afectada por los cierres (Euromonitor, 2021c).

5. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADO

5.1 Ingresos operacionales proyectados

La proyección de los ingresos operacionales se realizará a través de dos tipos de factores, los factores de crecimiento base y factores de crecimiento complementarios. Los factores de crecimiento base serán aquellos factores que están ligados directamente al ingreso de los negocios de los segmentos, mientras que los factores de crecimiento complementarios serán aquellas variables que aumentarán o disminuirán el factor base teniendo en cuenta variables tales como las inversiones, análisis histórico de los ingresos, inflación, PIB y de las proyecciones de la industria del *retail*. Para ello, se segmenta en las dos grandes líneas de negocio de Falabella, no bancario y bancario, y por país. Por un lado, el negocio no bancario se encuentran las tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, supermercados, inmobiliario y promotora CMR (se mantiene en Argentina, dado que en Chile fue reclasificado al sector bancario). En cambio, en la línea del negocio bancario se encuentran los servicios financieros tales como emisiones de tarjetas, seguros, créditos y depósitos.

Por su parte, la proyección se realiza desde el segundo semestre del 2021 (2S 2021) hasta el 2025 y se analizará los principales mercados de la Compañía, sin considerar Uruguay y México, dado que representan menos del 1% de los ingresos de la Compañía. Además, no se proyectará el tipo de cambio para determinar el crecimiento de la Compañía en los distintos segmentos en los que participa, debido a la variabilidad de los escenarios que genera la proyección de éstos tanto en el corto, mediano y largo plazo.

5.1.1 Proyección factores complementarios

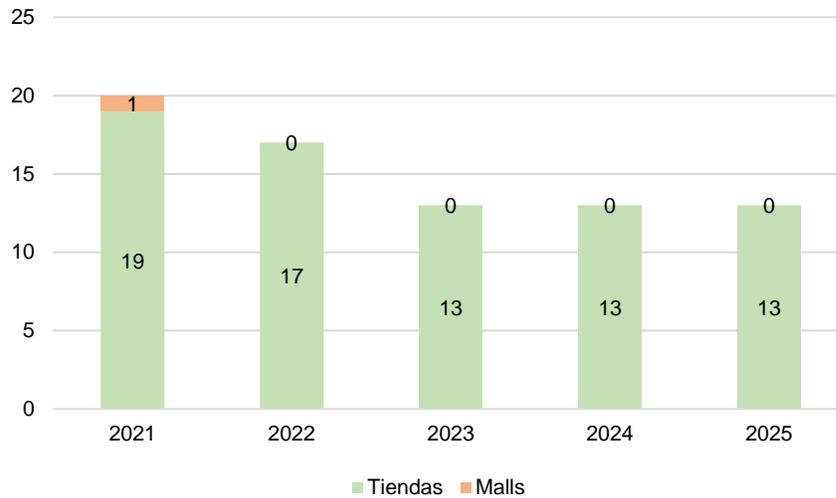
5.1.1.1 Factor inversión

Para mostrar mayor detalle de la proyección de la venta de sus segmentos de negocio, se considerará la **Tabla 12**, para determinar la proyección de donde se presentan las tiendas, superficie de ventas y superficie arrendables de la Compañía.

La Compañía proyecta una inversión de US\$796 millones para el 2021 en tecnología y logística. Del cual, corresponde a un 56% del total del plan de inversiones para 2021 anunciado el 6 de enero del 2021 para transformar a Falabella.com como su única plataforma de E-commerce y Marketplace. Además, el 44% restante se dedicará al desarrollo de IKEA en la región, y expansión de Tottus en Perú y Sodimac en México mediante renovaciones y remodelaciones que busquen integrar la experiencia física con la propuesta digital; en mejorar las propuestas de entretenimiento en los centros comerciales; y en la reparación de tiendas dañadas en Chile. Dado que no hay claridad de la cantidad de tiendas y donde se proyecta la apertura de tiendas de la Compañía en su plan de inversión más reciente, es que se utilizará el plan de inversiones 2020-2023 anunciado el 8 de enero del 2020 con ajustes en menores tiendas, dado que la inversión ha disminuido.

En base a las tiendas y malls proyectados dentro del plan de inversión 2020-2023 de Falabella S.A. con ciertas correcciones, se realiza un resumen de aquellas tiendas en la **Figura 20**. En esta figura se presenta la proyección de apertura de tiendas y centros comerciales proyectadas por la Compañía.

Figura 20. Proyección de apertura de tiendas y centros comerciales proyectadas - 2021-2025



Fuente: Elaboración propia en base al plan de inversión de Falabella S.A. 2020-2023

De acuerdo a como se presenta en la figura anterior, el plan de inversión de tiendas utilizado corresponde a la del 2020-2023, en base al monto de inversión e información disponible. Además de esto, en el plan de inversión no proporciona información respecto de los años 2024 y 2025 ni información detallada de donde se realizará la apertura de estas tiendas, pero si el total de éstos. Es por esto que para separar la inversión en las tiendas por segmento de negocio y país se realizarán ajustes tales como:

- De acuerdo a los estados financieros y memoria anual de la Compañía, se espera mayor desinversión en Argentina, por lo que se considerará una paulatina salida de inversión en el país. Considerando esto, la apertura de tiendas en Argentina es 0.
- En base al plan de inversión 2020-2023 de Falabella S.A. Además, con un ambiente de incertidumbre en Chile por el estallido social del 2019, redacción de la nueva constitución, pandemia, elecciones parlamentarias y presidenciales, se considerará que la Compañía esperará que se estabilice la situación actual para aumentar la proyección de tiendas, por lo que se proyecta que la Compañía realice menores inversiones en los próximos años en el país.

- Para la proyección de la apertura de tiendas en México, Colombia, Perú y Brasil, se utilizará la variación de las tiendas actuales. Además, en base a la información disponible presente en los estados financieros.
- Con la compra de IKEA por parte de Falabella S.A., se espera que gran parte del aumento de tiendas corresponda al segmento de mejoramiento del hogar (44% de las inversiones totales del 2021).
- Respecto de los años 2024 y 2025, se realizó una estimación de apertura de tiendas al nivel del 2023, debido a mayores inversiones en el E-commerce.

En la **Tabla 49** se presenta el estimado a proyectar de la apertura de tiendas y malls de Falabella S.A.

Tabla 49. Proyección de tiendas y malls nuevos por segmento

	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	6	6	5	5	5
Tiendas por departamento	2	2	1	1	1
Mejoramiento del hogar	2	4	2	2	2
Supermercados	2	2	2	2	2
Negocio Inmobiliario	1	0	0	0	0
Perú	8	7	5	5	5
Tiendas por departamento	1	1	1	1	1
Mejoramiento del hogar	2	3	2	2	2
Supermercados	2	3	2	2	2
Colombia	5	4	3	3	3
Tiendas por departamento	2	2	1	1	1
Mejoramiento del hogar	4	2	2	2	2
Brasil	1	0	0	0	0
Mejoramiento del hogar	1	0	0	0	0
Total	19	17	13	13	13

Fuente: Elaboración propia en base al plan de inversión de Falabella S.A. 2020-2023, 2021 y 2021-2023.

Para la estimación de la cantidad de tiendas nuevas por segmento y por país, se consideró un ponderado de los años 2017 - 1S 2021 de las tiendas históricas, además

de los ajustes presentados para cada país dado que no presenta detalle para los años 2024-2025 ni donde se abrirán las tiendas.

Dado lo obtenido en la **Tabla 49**, se preparó una proyección de tiendas por país y segmento de los periodos analizados, resumidos en la **Tabla 50**.

Tabla 50. Proyección de tiendas por país y segmento 2S 2021-2025

	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	230	236	241	246	252
Tiendas por departamento	48	49	51	52	53
Mejoramiento del hogar	86	90	92	95	97
Supermercados	70	72	74	76	78
Negocio Inmobiliario	27	27	27	27	27
Perú	192	199	203	208	212
Tiendas por departamento	31	32	33	34	35
Mejoramiento del hogar	58	61	63	64	66
Supermercados	85	88	90	93	95
Negocio Inmobiliario	15	15	15	15	15
Colombia	75	79	82	84	87
Tiendas por departamento	28	30	31	31	32
Mejoramiento del hogar	44	46	48	50	52
Negocio Inmobiliario	4	4	4	4	4
Argentina	7	3	0	0	0
Tiendas por departamento	0	0	0	0	0
Mejoramiento del hogar	7	3	0	0	0
Brasil	53	53	53	53	53
Mejoramiento del hogar	53	53	53	53	53
Total	556	569	579	591	604

Fuente: Elaboración propia en base al plan de inversión de Falabella S.A. 2020-2023, 2021 y 2021-2023.

Se procedió a proyectar las tiendas totales que tendría la Compañía, incluyendo al último periodo de valoración 1S 2021 y sumándole las tiendas nuevas para luego en base al plan de inversión de la Compañía determinado para los próximos años y que se

determinó en la **Tabla 49** y que se sumaron a las tiendas que tenía la compañía al 1S 2021. En la **Tabla 51** se presenta el factor de inversión de la Compañía para el periodo 2S 2021- 2025.

Tabla 51. Porcentaje de crecimiento de tiendas 2S 2021-2025

En %	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	2,57	5,22	7,59	9,96	12,33
Tiendas por departamento	3,92	7,42	10,10	12,78	15,46
Mejoramiento del hogar	1,52	6,16	8,81	11,46	14,11
Supermercados	3,98	7,53	10,25	12,97	15,69
Negocio Inmobiliario	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Perú	5,29	9,09	11,58	14,07	16,56
Tiendas por departamento	3,92	7,42	10,10	12,78	15,46
Mejoramiento del hogar	3,92	9,21	11,89	14,57	17,25
Supermercados	5,25	8,84	11,59	14,33	17,08
Negocio Inmobiliario	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Colombia	6,55	12,71	16,67	20,62	24,58
Tiendas por departamento	7,76	15,11	17,80	20,48	23,16
Mejoramiento del hogar	8,92	14,92	20,10	25,28	30,46
Negocio Inmobiliario	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Argentina	-50,00	-78,57	-100,00	-100,00	-100,00
Tiendas por departamento	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00
Mejoramiento del hogar	-12,50	-62,50	-100,00	-100,00	-100,00
Brasil	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Mejoramiento del hogar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	2,39	4,81	6,58	8,90	11,23

Fuente: Elaboración propia en base al plan de inversión de Falabella S.A. 2020-2023, 2021 y 2021-2023.

De acuerdo con la **Tabla 51**, se procedió a analizar las tiendas proyectadas cada uno respecto del anterior para obtener el crecimiento que pudiera tener tanto por país y segmento de negocio.

5.1.1.2 Factor PIB por país

Los segmentos de negocio de Falabella S.A. al ser un negocio cíclico, es que se analizará el factor de PIB por país, dado que, ante cualquier efecto que pudiera impactar tanto en el mercado como en los salarios generará un efecto en el crecimiento de Falabella S.A., es por ello que se considerará un crecimiento proyectado por país.

Para Chile, Falabella S.A. durante el año 2021, espera una recuperación de los ingresos, dado el primer, segundo, tercer retiro de las AFP (en trámite para el cuarto) y las políticas de estado, tales como el IFE, que aumentaron la liquidez de la población e incentivaron mayor consumo. Sin embargo, este aumento de liquidez proviene del dinero ahorrado que tienen las personas y que estaban en el mercado de capitales, lo que en el largo plazo genera efectos negativos tales como, mayores riesgos dado el menor capital en el mercado de capitales y mayor inflación en el país. Además, con las elecciones presidenciales en noviembre y el escrito de la constitución, han generado una mayor incertidumbre en la realidad chilena y en la inversión, lo que pudiera afectar en cierto grado al crecimiento que pudiera tener Falabella S.A., dado que gran parte de sus ingresos provienen de Chile. Incluso, de acuerdo a la **Tabla 48**, las inversiones históricas en la compra de propiedad planta y equipo para la distribución y venta de sus productos han ido a la baja, principalmente por mayor inversión en el extranjero de la Compañía, estallido social y posterior pandemia del COVID-19 (Fierro, 2021).

Para Perú, el efecto es similar a lo ocurrido en Chile, dado que durante el 2021 hubo un aumento en el retiro de las pensiones en un 100% de los fondos, lo que generó un aumento y mayor consumo de bienes y generó un aumento en la actividad de la industria del *retail*. Mientras que a nivel país, se espera un crecimiento proyectado del 10% (Euromonitor, 2021i; World Bank, 2021).

En Colombia, debido a que tiene un historial de gestión fiscal y macroeconómica prudente, basado en un régimen de inflación objetivo, una tasa de cambio flexible y un marco fiscal basado en reglas, lo cual permitió un crecimiento ininterrumpido de la economía desde el 2000 y generó un espacio de políticas que permitió responder a la crisis de la COVID-19. A pesar de ello, esta pandemia generó estragos en el país, que

con el tiempo pudo ser controlada debido a las restricciones de movilidad. Además, durante el año 2022 termina el mandato de Ivan Duque, lo que genera riesgo político en la inversión del país de lo que pudiera venir. En junio del 2021, la economía colombiana alcanzó casi los mismos niveles de finales del 2019, a pesar de una contracción temporal debida a las restricciones de movilidad en abril y las protestas sociales en mayo (Banco Mundial, 2021).

En Argentina el no pago al FMI, bloqueo de dólares y elecciones para el senado a noviembre 2021, genera grandes incertidumbres para los inversionistas, dado los altos impuestos y el no pago de deudas que tiene el país pendiente. A pesar de ello, en el año 2021 se espera una recuperación en el país respecto del año anterior, debido a la mayor cantidad de vacunación y libertades con respecto al año anterior (Europa Press, 2021).

La pandemia Covid-19 expuso a Brasil a un desafío sanitario, social, económico, además de incertidumbres al marco de política macroeconómica aumentando el riesgo país, lo que provocó una caída del PIB del 4,1 por ciento en 2020, seguida de una recuperación en 2021. Se espera una recuperación creciente. Las demandas internas y externas, así como el aumento de los productos básicos precios, impulsará el crecimiento del PIB al 5,3 por ciento para 2021. El aumento en las tasas de vacunación también ha contribuido a la mejora esperada en la tasa de crecimiento (The world bank, 2021).

En resumen, para este factor entendiendo la realidad en cada país, se considerará el PIB por país determinado en la **Figura 11**. También tener en consideración que, dado que el primer periodo de análisis corresponde al segundo semestre del 2021, para el crecimiento proyectado determinado en la **Figura 11** correspondiente al año completo se considerará la mitad del crecimiento de este.

5.1.1.3 Factor Industria

En los últimos años, respecto del crecimiento en la industria donde participa Falabella S.A., siendo principalmente Chile el de mayor importancia. En el 1S 2021 se tuvo una recuperación en la industria chilena de acuerdo a las menores restricciones a la movilidad de la población, mayor vacunación de la población y mayor adaptación a la tecnología para la venta en el sector. Sin embargo, este crecimiento se ve disminuido

levemente año a año a partir de 2022, como se ve en la **Figura 14** en un 6% de crecimiento promedio proyectado. Además, por la pandemia del COVID-19, no es un periodo típico del cual pudiera utilizarse para la proyección de la industria, pero si se espera que el crecimiento se vea afectado con menores crecimientos, debido a que el periodo de recuperación de la pandemia sea mayor y a la rápida propagación que tiene el COVID-19. Para el cálculo de esta variable, se utilizará el proyectado en la **Figura 15**, **Figura 16**, **Figura 18** y **Figura 19**.

5.1.1.4 Factor inflación

Para determinar el efecto de inflación, es importante considerar el efecto que pudiera tener este ítem en cada país, por lo que en la **Tabla 52** se presenta un resumen de esta proyección en los países donde tiene participación la Compañía.

Tabla 52. Proyección de la tasa de inflación por país

Año (En %)	2021	2022	2023	2024	2025
Chile	4,20	4,90	3,10	3,10	3,10
Perú	4,90	2,60	2,00	2,00	2,00
Argentina	48,20	50,00	50,00	50,00	50,00
Colombia	4,50	3,50	3,00	3,00	3,00
Brasil	9,33	4,63	3,50	3,50	3,50

Fuente: Elaboración propia en base a la información proporcionada de los Bancos Centrales de cada país.

En base a los datos del Banco Central de cada país, se consideró la proyección que tenían a septiembre del 2021 para determinar la inflación tanto para el 2021 y 2022, mientras que para los años 2023-2025 se consideró el promedio del rango meta de los Bancos Centrales respecto de cuanto se estimaba la inflación.

5.1.2 Factores de crecimiento base

5.1.2.1 Proyección base segmento inmobiliario y same store sales proyectadas

Para estimar la proyección de Falabella S.A., es que se calcularán tres factores base de acuerdo a los segmentos de negocio donde participa la Compañía, los cuales son el segmento inmobiliario, same store sales (supermercado, Mejoramiento del hogar y tiendas por departamento) y el factor colocación (Segmento bancario).

5.1.2.1.1 Segmento inmobiliario

El factor base relacionado al segmento inmobiliario se calcula en base al valor de los ingresos sobre los metros de superficie arrendable de manera histórica, por segmento de negocio y país. Sin embargo, de acuerdo a la información disponible en los estados financieros para el segmento inmobiliario en los países donde participa la Compañía, Chile, Perú y Colombia, es importante aclarar que los ingresos relacionados al segmento inmobiliario solo se encuentran disponibles para Chile. Mientras que, para Perú y Colombia, la información disponible de ingresos del segmento inmobiliario se encuentra en conjunto. Por lo cual, para estimar de mejor manera el factor base del segmento inmobiliario separado por país, es que primero será necesario realizar la separación de los ingresos proporcionales a la participación de la Compañía en cada país.

Para poder separar la información de los ingresos de cada país se realizará una proporción en base a la superficie de metros cuadrados arrendables pertenecientes a Perú y Colombia, de los cuales, los ingresos relacionados a este segmento se pueden obtener de la nota "Propiedad, planta y equipo". Para ello, primero se presenta la información disponible de la superficie arrendable de m² para Perú y Colombia en la **Tabla 53**.

Tabla 53. Superficie arrendable por país segmento inmobiliario – Negocio no bancario

MUF	2017 Superficie arrendable (M ²)	2018 Superficie arrendable (M ²)	2019 Superficie arrendable (M ²)	2020 Superficie arrendable (M ²)	1S 2021 Superficie arrendable (M ²)
Perú	518.000	522.000	519.000	595.433	592.699
Colombia	27.000	66.000	123.000	164.207	165.821
Total	545.000	588.000	642.000	759.640	758.520

Fuente: Elaboración propia en base a las memorías anuales de Falabella Investors

Memoria anual 2020, 2019, 2018, 2017 y release financiero 2Q 2021.

En base a la superficie arrendable para los países de Perú y Colombia, y para calcular los ingresos del segmento inmobiliario pertenecientes a cada país, se realizará una ponderación de acuerdo a la superficie arrendable a Perú y Colombia, dado que son aquellos donde no es posible determinar los ingresos del segmento inmobiliario.

Tabla 54. Ponderación de superficie arrendable por país segmento inmobiliario – Negocio no bancario

Negocio Inmobiliario	2017 Superficie arrendable (M ²)	2018 Superficie arrendable (M ²)	2019 Superficie arrendable (M ²)	2020 Superficie arrendable (M ²)	1S 2021 Superficie arrendable (M ²)
Perú	95,05%	88,78%	80,84%	78,38%	78,14%
Colombia	4,95%	11,22%	19,16%	21,62%	21,86%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia en base a las memorías anuales de Falabella Investors

Memoria anual 2020, 2019, 2018, 2017 y release financiero 2Q 2021.

Determinado la ponderación de Perú y Colombia, en la **Tabla 55** se resume la información disponible en los estados financieros de la Compañía.

Tabla 55. Ingresos consolidados por segmento inmobiliario – negocio no bancario

Ingresos Negocio Inmobiliario (En MUF)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1S 2021
Chile	13.361	14.442	13.633	8.716	5.224
Perú y Colombia	9.528	10.662	10.465	5.947	3.016
Total consolidado	22.889	25.104	24.098	14.663	8.240

Fuente: Elaboración propia en base a las memorias anuales de Falabella Investors Memoria anual 2020, 2019, 2018, 2017 y release financiero 2Q 2021.

Con la información disponible en la nota relacionada a la “Propiedad, planta y equipo” respecto de los ingresos del segmento inmobiliario en los estados financieros de la Compañía resumidos en la **Tabla 55**, es que es necesario separar aquellos ingresos pertenecientes a Perú y Colombia, para ello se considerará la ponderación determinada en la **Tabla 54** para determinar los ingresos pertenecientes a cada país para luego multiplicarlo por la proporción correspondiente a cada país.

Tabla 56. Ingreso por país segmento inmobiliario – Segmento no bancario

EN MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	2S 2021	2017-2019
Chile	13.361	14.442	13.633	8.716	5.224	13.812
Perú	9.056	9.465	8.460	4.661	2.357	8.994
Colombia	472	1.197	2.005	1.286	659	1.225
Total consolidado	22.889	25.104	24.098	14.663	8.240	24.030

Fuente: Elaboración propia en base a las memorias anuales de Falabella Investor Memoria anual 2020, 2019, 2018, 2017 y release financiero 2Q 2021.

Determinado los ingresos en el sector inmobiliario separado para los 3 países, es que se utilizarán para el cálculo de la proyección del segmento inmobiliario aquellos años donde pudiera no tener efectos adversos momentáneos, tales como el estallido social y la pandemia. Es por ello que se considerará la información histórica entre los años 2017

y 2019, dado que el efecto del estallido social respecto de los ingresos históricos en periodos normales se encuentra dentro del promedio.

Determinado los ingresos del segmento inmobiliario para el periodo histórico, es necesario preparar la proyección para este segmento. Para ello, se calculará la variación del crecimiento de los ingresos que han tenido históricamente resumidos en la **Tabla 56** periodo a periodo. Es importante notar que para dic-17 se realizó una columna base de dic-16 para ver la variación entre estos años, así como para 1S 21 se consideró el crecimiento en base a 1S 20.

Tabla 57. Ingreso porcentual por país segmento inmobiliario – Segmento no bancario

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1S 21
Chile	0,58	0,58	0,57	0,59	0,63
Perú	0,40	0,38	0,35	0,32	0,29
Colombia	0,02	0,05	0,08	0,09	0,08
Total consolidado	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Fuente: Elaboración propia en base a las memorias anuales de Falabella Investors Memoria anual 2020, 2019, 2018, 2017 y release financiero 2Q 2021.

Para la determinación del factor base de crecimiento de los ingresos para el segmento inmobiliario se utilizará un promedio la variación porcentual entre los 5 años debido a la estabilidad de crecimiento que se tiene periodo a periodo. Esta misma variación del promedio de los 5 años se utilizará en igualdad de proporción para los periodos proyectados.

Tabla 58. Proyección crecimiento base porcentual por país segmento inmobiliario

En %	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59
Perú	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Colombia	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Total consolidado	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Fuente: Elaboración propia en base a las memorias anuales de Falabella Investors Memoria anual 2020, 2019, 2018, 2017 y release financiero 2Q 2021.

El factor base relacionado al segmento inmobiliario se realizará en base al crecimiento que pudiera tener los ingresos históricos del 2017 al 2021, principalmente por la estabilidad de éstos a través del tiempo.

5.1.2.1.2 Same Store Sales

El segundo factor base se relaciona a los segmentos supermercado, mejoramiento del hogar y tiendas por departamento de Falabella S.A. de la **Tabla 15**, con el fin de determinar el efecto de ver el incremento de las ventas sin el efecto de las nuevas tiendas para la proyección de la Compañía en los países que opera. Los años 2020, y 2Q 2021 tiene efectos de la pandemia, lo que lo hace no aplicable para las afecciones operacionales a las tiendas físicas. Por otro lado, el año 2019 en Chile está contaminado por un efecto particular respecto del estallido social en Chile, por lo que en términos del cálculo de proyección se consideró un promedio de periodos normales para Chile, siendo estos el año 2017 y el 2018, mientras que para el resto de los países se consideró desde el 2017 al 2019, quedando el ratio de same store sales proyectado de acuerdo con lo mostrado en la **Tabla 59**.

Tabla 59. Same store sales - Falabella S.A.

En %	2S 2021	2022	2023	2024	2025
Chile					
Tiendas por departamento	0,30	0,60	0,60	0,60	0,60
Mejoramiento del hogar	1,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Supermercados	0,75	1,25	1,25	1,25	1,25
Perú					
Tiendas por departamento	0,80	1,60	1,60	1,60	1,60
Mejoramiento del hogar	1,14	2,27	2,27	2,27	2,27
Supermercados	1,42	2,83	2,83	2,83	2,83
Colombia					
Tiendas por departamento	3,17	6,23	6,23	6,23	6,23
Mejoramiento del hogar	1,20	2,40	2,40	2,40	2,40
Argentina					
Tiendas por departamento	15,30	30,60	30,60	30,60	30,60
Mejoramiento del hogar	11,50	23,00	23,00	23,00	23,00
Brasil					
Mejoramiento del hogar	2,85	5,70	5,70	5,70	5,70

Fuente: Elaboración propia en base a los earning release de Falabella Investors.

5.1.3 Cálculo proyectado factores base y complementarios segmento no bancario

Determinado los factores base y complementarios tanto del segmento inmobiliario como *retail*, se calculará los efectos que pudieran generar los factores complementarios en los factores base. Para ello, es que se consideró un promedio de las ventas que realizan por metro cuadrado de la **Tabla 14**.

Tabla 60. Ingreso por metro cuadrado y segmento de negocio

MUF/ M2	2017-2018
Chile	0,4162
Tiendas por departamento	0,1717
Mejoramiento del hogar	0,1019
Supermercados	0,1338
Negocio Inmobiliario	0,0088
Perú	0,3154
Tiendas por departamento	0,1237
Mejoramiento del hogar	0,0602
Supermercados	0,1137
Negocio Inmobiliario	0,0178
Colombia	0,0358
Tiendas por departamento y mejoramiento del hogar	0,0258
Negocio Inmobiliario	0,0101
Argentina	0,2374
Tiendas por departamento	0,1761
Mejoramiento del hogar	0,0613
Brasil	0,0414
Mejoramiento del hogar	0,0414
Total	1,0463

Fuente: Elaboración propia en base a las memorias anuales de Falabella Investor Memoria anual 2020, 2019, 2018, 2017 y release financiero 2Q 2021.

Para quitar los efectos del estallido social, pandemia y posterior recuperación, es que se considerará para proyección al promedio de la ponderación entre el 2017 y 2018 la venta por metro cuadrado. Además, para incluir los efectos de las nuevas tiendas, es que se tomará en cuenta la cantidad de metro cuadrados por tiendas nuevas con base el 1S 21 de la **Tabla 13**. Por lo que, ya determinado el metro cuadrado por venta de las tiendas nuevas por país y segmento de negocio de la **Tabla 14**, crecimiento del número de tiendas proyectadas de la **Tabla 51** y el crecimiento del same store sales proyectadas de la **Tabla 59**, es que se calculó la proyección de ingresos para el segmento no bancario:

Tabla 61. Ingreso por país y segmento no bancario proyectado

MUF	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	91.996	186.062	190.655	193.845	197.052
Tiendas por departamento	31.543	62.714	64.972	65.569	66.517
Mejoramiento del hogar	44.608	91.545	93.147	95.202	96.750
Supermercados	15.845	31.804	32.536	33.074	33.785
Negocio Inmobiliario	8.103	15.735	15.662	15.502	15.429
Perú	52.828	107.651	108.838	109.914	111.499
Tiendas por departamento	13.896	28.281	28.766	29.231	29.814
Mejoramiento del hogar	14.090	29.295	29.842	29.900	30.550
Supermercados	18.546	37.437	37.765	38.488	38.954
Negocio Inmobiliario	6.295	12.638	12.466	12.295	12.181
Colombia	8.559	19.205	19.673	19.359	19.800
Tiendas por departamento y mejoramiento del hogar	7.508	16.944	17.423	17.145	17.599
Negocio Inmobiliario	1.051	2.261	2.250	2.214	2.201
Argentina	3.456	2.712	0	0	0
Tiendas por departamento	0	0	0	0	0
Mejoramiento del hogar	3.456	2.712	0	0	0
Brasil	3.672	7.949	7.932	7.958	7.958
Mejoramiento del hogar	3.672	7.949	7.932	7.958	7.958
Total	160.510	323.579	327.099	331.077	336.310

Fuente: Elaboración propia en base a las memorias anuales de Falabella Investor Memoria anual 2020, 2019, 2018, 2017 y release financiero 2Q 2021.

Como se refleja en la **Tabla 61**, la proyección de crecimiento que se refleja un crecimiento constante en base a la cantidad de tiendas que Falabella S.A. tiene incluido en sus inversiones para abrir en una proyección futura. Además, incluyendo las políticas para el cierre de locales como en Argentina, lo que a nivel segmento no bancario disminuye levemente el crecimiento que pudiera tener en los periodos venideros. El segmento que se espera que tenga mayor aumento es el del mejoramiento del hogar, del cual se refleja levemente por sobre el resto de los segmentos, principalmente por la compra de la franquicia IKEA que se pretende que aterrice pronto en Latinoamérica. Además, al ser una empresa que recibe efectos cíclicos en sus ingresos, se incluyeron las proyecciones tanto de las industrias en la que opera, la inflación, PIB por país en los

países donde opera y la inversión que tiene proyectada la Compañía en los distintos segmentos y efectos que pudiera tener en cada una de las tiendas en sus ingresos.

5.1.3.1 CMR Argentina

Dado que este segmento no cuenta con el indicador Same Store Sales, se quiso calcular su variación histórica para determinar su tasa de crecimiento proyectada, de la que esta información de igual manera es en base a la **Tabla 10**. Sin embargo, de acuerdo a la evolución de los ingresos y la información a 1S 21 de los estados financieros de Falabella S.A., el segmento CMR Argentina y su cartera se vendió al Banco Columbia, mientras que la británica Aon se hizo cargo de los seguros, por lo que la estimación proyectada para el periodo 2S 21- dic-25 para este segmento es 0.

5.2 Proyección de ingresos operacionales segmento bancario

Para la proyección del negocio bancario, se realizará mediante factores como el análisis del crecimiento histórico de las colocaciones, factor PIB y factor inflación. Para esto se necesita conocer previamente el comportamiento de los ingresos durante el periodo de estudio por país en el que tienen operaciones y así conocer el origen de donde provienen la mayoría de estos ingresos.

5.2.1 Factores complementarios

5.2.1.1 Factor PIB

Se consideró este ítem debido a que principalmente, ante cualquier cambio o variación del PIB, aumento de deuda, efecto de las clasificadoras de riesgo a nivel país tienen efectos en las colocaciones que pueda realizar por la Compañía. Por lo que, para ello, se considerará la información de la **Figura 11** de crecimiento promedio por país que pudieran tener los países.

5.2.1.2 Factor inflación

Para este ítem en el segmento de operaciones Bancario, se utilizarán las tasas de inflación determinadas en la **Tabla 52**.

5.2.2 Factores de crecimiento base

5.2.2.1 Factor colocación

Dada la importancia de las colocaciones para el ingreso bancario para la proyección es que se considerará dentro de la **Tabla 16** la variación promedio de los 3 países del año 2018 para el nivel de crecimiento de las colocaciones, que equivalen a un 6,65%.

Determinado el porcentaje de crecimiento en un periodo normal para la proyección de las colocaciones. Para ello en la **Tabla 62**, se estimará en base a los MUF de las colocaciones por país y año promedio, incluyendo la reclasificación de CMR:

Tabla 62. Monto de las colocaciones proyectadas por país y año

En MUF	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	121.074	129.123	137.707	146.862	156.626
Perú	17.046	18.179	19.388	20.677	22.051
Colombia	27.878	29.731	31.708	33.816	36.064

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

Para el cálculo de las colocaciones se consideró como monto base el 1S 2021, para luego proyectar crecimientos de 6,65% por país. El ingreso del negocio bancario depende del nivel de colocaciones que tenga. Por lo que, ya determinado el monto proyectado de colocaciones, se tratará de estimar una relación que se tengan las colocaciones con los ingresos por intereses y comisiones históricas para proyectar, que se resume en la **Tabla 63**.

Tabla 63. Promedio ingreso bancario

En MUF	2019-2021 ¹⁵
Chile	26.922
Ingreso por intereses y reajustes	23.022
Ingreso por comisiones	3.899
Perú	7.090
Ingreso por intereses y reajustes	5.449
Ingreso por comisiones	1.641
Colombia	6.749
Ingreso por intereses y reajustes	4.946
Ingreso por comisiones	1.803
Total intereses y reajustes	33.417
Total comisiones	7.344
Total	40.760

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

Con la inclusión del segmento de CMR generó efectos en los costos para la variación que pudiera generar entre los años 2018 y 2019, lo que genera distorsión de lo que son los ingresos reales que tiene la Compañía. Es por ello que se consideró un periodo que incluyera el segmento de CMR correspondiente a 2019-2021, debido a que este forma parte y está proyectado de lo que son los ingresos bancarios.

En la **Tabla 64**, se resume el promedio de ingreso bancario y cuanto corresponde por país y tipo de ingreso respecto del total.

¹⁵ Considera un 2021 anualizado proyectado de acuerdo a un 2S similar al 2S

Tabla 64. Promedio ingreso bancario respecto del total

En %	2019-2021
Chile	66,12
Ingreso por intereses y reajustes	56,46
Ingreso por comisiones	9,66
Perú	17,17
Ingreso por intereses y reajustes	13,20
Ingreso por comisiones	3,97
Colombia	16,71
Ingreso por intereses y reajustes	12,24
Ingreso por comisiones	4,46
Total intereses y reajustes	81,90
Total comisiones	18,10
Total	100,00

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

La ponderación de los ingresos entre los países se concentró en Chile correspondiente al 66,12% de los ingresos totales, seguido de Perú y luego Colombia con proporciones de 17,17% y 16,71% respectivamente. Dese el total de ingresos, un 81,90% corresponde a intereses y reajustes, mientras que el 18,10% corresponde a ingresos por comisiones.

A través de la **Tabla 19**, se considera el promedio entre los años 2019-2021 de la proporción que tienen el ingreso de las comisiones con las colocaciones resumidas en la **Tabla 65**.

Tabla 65. Promedio de la proporción entre los intereses por comisiones y las colocaciones

En %	2017-2021
Chile	21,21
Ingreso por intereses y reajustes	18,32
Ingreso por comisiones	9,17
Perú	34,90
Ingreso por intereses y reajustes	27,71
Ingreso por comisiones	7,19
Colombia	26,62
Ingreso por intereses y reajustes	19,04
Ingreso por comisiones	7,58

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros consolidados y release de resultados Falabella Investors.

<https://investors.falabella.com/Spanish/informacion-financiera/default.aspx#section=annual>

Para efectos de cálculo de proyecciones, se consideró entre 2017 y 2021 principalmente por la poca variación que hay entre los años respecto de ingresos de comisiones y las colocaciones.

Determinado la proporción de los intereses con respecto a las colocaciones se consideró, para proyectar los ingresos base, se multiplicó las colocaciones proyectadas en la **Tabla 62** con el porcentaje de las proporciones de cuanto equivaldrían los intereses considerando montos de la colocación de la **Tabla 65**. Además, basándose en la representación promedio de cuanto equivaldría cada tipo de ingreso y por país respecto del total de la **Tabla 64**.

Tabla 66. Proyección base de ingresos bancarios 2S 2021- 2025

En MUF	2S 2021	2022	2023	2024	2025
Chile	12.838	27.384	29.204	31.146	33.217
Ingreso por intereses y reajustes	10.962	23.382	24.937	26.595	28.363
Ingreso por comisiones	1.876	4.001	4.267	4.551	4.854
Perú	2.974	6.344	6.766	7.216	7.696
Ingreso por intereses y reajustes	2.286	4.876	5.200	5.546	5.915
Ingreso por comisiones	688	1.468	1.566	1.670	1.781
Colombia	3.711	7.916	8.442	9.003	9.602
Ingreso por intereses y reajustes	2.719	5.800	6.186	6.597	7.036
Ingreso por comisiones	992	2.115	2.256	2.406	2.566
Total intereses y reajustes	15.968	34.059	36.323	38.738	41.313
Total comisiones	3.556	7.585	8.089	8.627	9.201
Total	19.524	41.644	44.412	47.365	50.514

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

Determinado el factor base de los ingresos, se incluirán efectos de inflación y PIB correspondiente a que pudiera tener en promedio cada país de manera proyectada en la **Figura 11** y un factor de descuento relacionado a la inflación de la **Tabla 52**. En la **Tabla 67** se presenta el porcentaje de crecimiento determinado de los intereses que podría tener la Compañía, considerando como crecimiento el factor base e incluyendo los factores complementarios.

Tabla 67. Proyección base de ingresos bancarios 2S 2021- 2025

En MUF	2S 2021	2022	2023	2024	2025
Chile	13.145	28.039	29.914	31.902	34.023
Ingreso por intereses y reajustes	11.224	23.940	25.542	27.240	29.051
Ingreso por comisiones	1.922	4.099	4.372	4.663	4.973
Perú	3.098	6.629	6.978	7.442	7.937
Ingreso por intereses y reajustes	2.389	5.095	5.363	5.720	6.100
Ingreso por comisiones	709	1.534	1.615	1.722	1.837
Colombia	3.808	8.167	8.701	9.279	9.896
Ingreso por intereses y reajustes	2.787	5.974	6.368	6.792	7.243
Ingreso por comisiones	1.021	2.193	2.333	2.488	2.653
Total intereses y reajustes	16.399	35.008	37.273	39.751	42.394
Total comisiones	3.653	7.826	8.320	8.873	9.463
Total	20.052	42.834	45.593	48.624	51.856

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros consolidados y release de resultados Falabella Investors.

<https://investors.falabella.com/Spanish/informacion-financiera/default.aspx#section=annual>

Como se puede analizar en la **Tabla 67**, esta corresponde a la proyección de ingresos bancarios incluyendo los efectos complementarios, de la cual, en base a lo determinado en la **Tabla 66**, se multiplica con el factor crecimiento del PIB, dado que pudiera ser afectado de acuerdo a los movimientos cíclicos del mercado. Además, se descontó con el factor inflación debido principalmente a la inclusión del crecimiento del PIB nominal en el análisis. Por otro lado, se ve una proyección de crecimiento constante entre los periodos 2S 2021 y 2025 para los 3 países. Sin embargo, en el periodo 2022 disminuye levemente principalmente por efectos de inflación en Chile en el valor de la UF mayor que los otros factores de crecimiento, y este al ser proporcionalmente mayor respecto de la inversión e ingresos de otros países tiene un efecto mayor en el cálculo general.

5.3 Costos y gastos operacionales proyectados

Para los costos y gastos operacionales se analizará a nivel empresa respecto de las ventas, dado que no es posible determinar dentro de la información disponible en sus estados financieros mayor detalle del criterio de cálculo de costos que tiene Falabella

S.A. Además, considerar como una variable relevante que los costos y gastos dependan de las ventas, precisamente al ser operacionales un aumento o disminución en las ventas proyectadas tiene repercusión directa en mayores o menores costos y gastos proyectados.

Para la determinación de tanto los gastos y costos operacionales proyectados se hará en base a la ponderación real promedio de estos costos y gastos con las ventas que tuvieron en los años 2017 y 2018, dado que los efectos del estallido social, pandemia y posterior recuperación no permiten reflejar los reales costos y ponderación de éstos que pudieran tener sobre los ingresos totales dentro de los periodos analizados.

5.3.1 Costos operacionales proyectados

5.3.1.1 Segmento no Bancario

En la **Tabla 68** se resume la ponderación de los costos no bancarios respecto de los ingresos totales:

Tabla 68. Ponderación costos históricos sobre ingresos – Segmento no bancario

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1S 21	Costo objetivo
Costo de ventas de bienes y servicios	62,04	65,46	65,70	68,39	67,82	62,04
Costo de venta entidades financieras	1,99	2,41	0,43	0,10	0,05	1,99
Costo por intereses	0,74	0,95	0,22	0,03	0,01	0,74
Otros costos de venta	0,15	0,15	0,11	0,06	0,05	0,15
Provisión y castigo incobrabilidad	1,11	1,31	0,10	0,01	-0,01	1,11
Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento	1,00	1,18	1,33	1,43	1,33	1,00
Depreciación	0,49	0,61	0,65	0,70	0,65	0,49
Mantenición y otros	0,51	0,58	0,68	0,74	0,67	0,51
Total costo de venta no bancario	65,03	69,06	67,46	69,93	69,19	65,03

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

La **Tabla 68** se hizo en base a la ponderación que tuvieran los costos no bancarios respecto de los ingresos no bancarios para poder proyectar la ponderación que tuvieran estos. Además, se consideró el año 2017 para estimar la ponderación de la proyección, dado que éste considera un histórico de costos reales para un periodo normal de proyección y que no se ven en los periodos posteriores. Además, dado que no incluye efectos que pudieran afectar tales como el 2018, 2019, 2020 y 2021 afectados por el estallido social, pandemia y mayores costos internos principalmente por costos de inventarios.

En la **Tabla 69** se presenta la proyección de costos no bancarios para el periodo 2S 2021 a dic-25.

Tabla 69. Costos Proyectados – Segmento no bancario

En MUF	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Costo de ventas de bienes y servicios	102.320	206.272	208.515	211.051	214.387
Costo de venta entidades financieras	3.536	7.129	7.206	7.294	7.409
Costo por intereses	1.358	2.738	2.768	2.801	2.845
Otros costos de venta	236	476	481	487	494
Provisión y castigo incobrabilidad	1.942	3.916	3.958	4.006	4.070
Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento	1.753	3.535	3.573	3.617	3.674
Depreciación	885	1.783	1.803	1.824	1.853
Mantenimiento y otros	869	1.752	1.771	1.792	1.820
Total costo de venta no bancario	107.610	216.935	219.295	221.962	225.470

Fuente: Elaboración propia

Para el cálculo de los costos proyectados de los periodos S2-2021 a Dic-25, se hizo en base a la multiplicación de los ingresos proyectados por el promedio de la ponderación que resultó de un periodo normal.

5.3.1.2 Segmento Bancario

Para el cálculo de los costos proyectados, se utilizará en base a la ponderación de los costos históricos sobre ingresos, como se ve a continuación:

Tabla 70. Ponderación costos históricos sobre ingresos - Segmento bancario

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21	2017-2018
Gastos por intereses y reajustes	18,11	16,47	13,53	11,64	9,31	17,29
Gastos por comisiones	5,84	6,25	8,57	7,32	7,22	6,05
Provisión por riesgo de crédito	24,71	23,70	24,95	32,45	8,26	24,20
Total negocio bancario	48,67	46,42	47,05	51,42	24,78	47,54

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

Con el costo histórico, se utilizó un promedio de la ponderación entre los años 2017 y 2018, con el fin de quitar los efectos que pudieran haber dejado el estallido social, pandemia y post recuperación a los costos reales bancarios que pudiera tener la Compañía. A continuación, se presenta la proyección de los costos de la Compañía:

Tabla 71. Costos proyectados - Segmento Bancario

En MUF	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Gastos por intereses y reajustes	3.467	7.405	7.882	8.407	8.965
Gastos por comisiones	1.213	2.590	2.757	2.940	3.136
Provisión por riesgo de crédito	4.853	10.368	11.036	11.769	12.552
Total negocio bancario	9.533	20.364	21.675	23.116	24.653

Fuente: Elaboración propia.

5.3.2 Gastos operacionales proyectados

5.3.2.1 Segmento no Bancario

Para la proyección de los gastos operacionales del rubro no bancario al igual que en los costos se utilizará el promedio histórico ponderado de los gastos en los años 2017 a 2018 por la estabilidad que estos presentan respecto de sus ventas a diferencia de los 2019 a 2021, por lo cual después de estos eventos se espera un comportamiento similar hacia el futuro, además se considerará la inclusión de ciertas cuentas relevantes tales como elementos de seguridad, dado que se espera que paulatinamente aumente, para ello se incluirá la ponderación del promedio del 2017 al 2021. Además, la cuenta de remuneraciones y gastos del personal dentro del periodo histórico a analizar se encuentra relativamente alto, por lo que se consideró el año 2017 para su inclusión. A continuación, se presenta la ponderación de los gastos de administración en función de sus ingresos del segmento:

Tabla 72. Ponderación de Gastos administrativos no bancarios respecto de los ingresos

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21	2017-2018
Remuneraciones y gastos del personal	12,55	13,41	13,49	13,11	11,36	12,78
Arriendos y gastos comunes	1,97	2,44	0,93	0,74	0,63	2,21
Depreciaciones y amortizaciones	2,70	3,16	4,28	4,38	3,74	2,93
Servicios básicos energía y agua	0,67	0,69	0,72	0,67	0,58	0,68
Servicios computación	0,07	0,12	0,12	0,23	0,09	0,10
Materiales e insumos	0,54	0,56	0,54	0,55	0,39	0,55
Viajes, estadía y movilización	0,25	0,25	0,28	0,12	0,09	0,25
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	0,98	0,96	0,93	0,99	0,83	0,97
Honorarios y servicios de terceros	1,53	1,64	1,78	1,77	1,54	1,58
Mantenimiento y reparación	0,43	0,56	0,60	0,59	0,58	0,49
Elementos de seguridad	0,00	0,00	0,00	0,10	0,08	0,04
Comunicación	0,04	0,05	0,08	0,03	0,03	0,04
Comisiones	0,47	0,50	0,56	0,58	0,50	0,49
Otros	0,00	0,08	0,04	0,15	-0,04	0,04
Total negocio no bancario	22,22	24,41	24,34	24,01	20,40	23,16

Fuente: Elaboración propia.

En base a la ponderación histórica y los ingresos totales proyectados, se procedió a realizar una proyección de gastos administrativos entre los periodos a analizar, como se refleja en la **Tabla 73**.

Tabla 73. Proyección gastos administrativos no bancarios

En MUF	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Remuneraciones y gastos del personal	20.519	41.366	41.816	42.324	42.993
Arriendos y gastos comunes	3.542	7.140	7.217	7.305	7.421
Depreciaciones y amortizaciones	4.701	9.476	9.579	9.696	9.849
Servicios básicos energía y agua	1.097	2.211	2.235	2.262	2.297
Servicios computación	155	312	316	320	325
Materiales e insumos	885	1.785	1.804	1.826	1.855
Viajes, estadía y movilización	403	813	822	832	845
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros	1.562	3.148	3.182	3.221	3.272
Honorarios y servicios de terceros	2.541	5.123	5.178	5.241	5.324
Mantenimiento y reparación	791	1.594	1.612	1.631	1.657
Elementos de seguridad	58	118	119	121	122
Comunicación	71	143	145	146	149
Comisiones	780	1.572	1.589	1.609	1.634
Otros	65	130	132	133	136
Total negocio no bancario	37.169	74.931	75.746	76.667	77.879

Fuente: Elaboración propia.

En base a la ponderación realizada de los gastos históricos respecto de los ingresos no bancarios, y el uso del promedio de la ponderación de un periodo normal, es que se proyectó los gastos administrativos del segmento no bancario, incluyendo un elemento relacionado a la seguridad entendiendo que el COVID se prolongará aun por unos años.

5.3.2.2 Segmento Bancario

Para la proyección del segmento bancario de los gastos operacionales, se incluirá Utilidad (Pérdida) neta de operaciones financieras, dado que tiene que ver con la operación del negocio. Sin embargo, para las cuentas utilidad (pérdida) de cambio neta e otros ingresos (egresos) operacionales, no se incluirán debido a que, las primeras tienen que ver con el efecto del tipo de cambio, y como se explicó al comienzo de la proyección, no se proyectaría el tipo de cambio debido a la dificultad que genera este, y la segunda cuenta debido a que los estados financieros no proporcionan mayor detalle de lo que contiene la cuenta. A continuación, se presentan los gastos de operación ponderados del segmento bancario de acuerdo a los ingresos del segmento. Para luego, al igual que en los costos se utilizará el promedio histórico ponderado de los gastos en los años 2017 a 2018 por la estabilidad que estos presentan respecto de sus ventas a diferencia de los 2019 a 2021:

Tabla 74. Ponderación gastos administrativos negocio bancario

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1S 21	2017-2018
Remuneraciones y gastos del personal	13,85	14,68	11,04	11,79	12,33	14,27
Gastos de administración	19,32	20,64	14,61	17,42	23,53	19,98
Depreciaciones y amortizaciones	2,72	2,82	2,59	3,16	3,64	2,77
Utilidad (Pérdida) neta de op. financieras	0,69	-2,75	1,27	2,27	2,71	2,08 ¹⁶
Otros gastos operacionales	1,80	2,73	3,27	4,19	4,95	2,27
Total negocio bancario	38,38	38,13	32,78	38,83	47,17	38,25

Fuente: Elaboración propia.

¹⁶ Considera un promedio entre 2019, 2020 y 2021 principalmente por la distorsión entre los periodos 2017-2018

A través de la ponderación de gastos administrativos históricos del segmento bancario se procedió a proyectar el gasto administrativo, multiplicando por el total de ventas proyectadas, dando el siguiente resultado en la **Tabla 75**:

Tabla 75. Proyección gastos administrativos bancarios y otros.

En MUF	S2 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Remuneraciones y gastos del personal	2.860	6.111	6.504	6.936	7.398
Gastos de administración	4.006	8.558	9.109	9.715	10.361
Depreciaciones y amortizaciones	556	1.188	1.264	1.348	1.438
Utilidad (Pérdida) neta de op financieras	418	893	950	1.013	1.081
Otros gastos operacionales	454	970	1.033	1.102	1.175
Total negocio bancario	7.670	16.385	17.441	18.600	19.837

Fuente: Elaboración propia.

5.4 Resultado no operacional proyectado

Las cuentas de resultado no operacional de la Compañía se componen de cuentas que no se relacionan directamente con la operación del negocio, tanto para el segmento bancario como no bancario, las cuales están compuestas por:

Segmento no bancario:

- Otras ganancias (pérdidas)
- Ingresos financieros
- Costos financieros
- Participación ganancia pérdida asociada
- Diferencia de cambio
- Resultado por unidad de ajuste

Segmento bancario:

- Resultado por inversiones en sociedades

Para el caso del negocio no bancario, la primera cuenta considera conceptos esporádicos de la compañía y de muy bajo monto con relación a las ventas, tales como demandas, litigios, gastos por daños por eventos naturales, entre otros, tal como se presentó en la sección 6.3.

5.4.1 Negocio no bancario

5.4.1.1 Otras ganancias (pérdidas)

Se considerarán en la proyección las 4 partidas más relevantes, debido a que, en el total este ítem completo, solo representa a lo más el 0,54% de las ventas. Para ello se considerará la partida de indemnizaciones, reestructuración en Argentina, reverso de provisiones y perdida por baja de PPE.

- **Indemnizaciones**, Representan cerca del 0,17% de las ventas durante el segundo semestre del 2021, siendo particularmente altas durante el año 2019 y 2020 producto de los eventos del estallido social, llegando prácticamente a 0,47% y 0,33% respectivamente, para los efectos de esta proyección se tomarán la representación del promedio de los años 2017 (0,19%), 2018 (0,03%), 2019 (0,47%), 2020 (0,33%) y primer semestre 2021 (0,17%), quedando en un 0,24% de las ventas del negocio no bancario. Dado su comportamiento esporádico, se considerará como un valor estático dentro de la proyección en anteriormente señalado.
- **Reestructuración Argentina**, Esta es una pérdida que comenzó a ser parte del estado de resultado desde el año 2020 con un desembolso equivalente al 0,74% de las ventas no bancarias de ese año para terminar el primer semestre 2021 en 0,39%. Dado que la estrategia de Falabella es desinvertir en este mercado y conforme a lo señalado en las secciones anteriores, es que se considerará para la proyección, un punto intermedio entre lo alcanzado durante el 2020 y el primer semestre 2021 para el año completo 2021

(0,56%), para terminar durante el año 2022 con un equivalente a lo que se lleva en el primer semestre 2021, entendiendo que este tipo de gastos de reestructuración debiesen ir a la baja, conforme se avanza en la reestructuración y salida del negocio de Argentina, por lo que para ello, se considerarán en cero posterior al año 2022.

- **Perdidas por baja PPE**, para los años que se realiza este tipo de movimientos en Falabella (2017, 2019, 2020 y 1S 2021), en promedio ha alcanzado el 0.09% de las ventas, con un fuerte movimiento durante los años 2019 y 2020 con un 0,18% y un 0,21% sobre ventas del negocio no bancario respectivamente, para una mejor representación de esta partida se considerará un promedio de los años en que la partida es distinta de cero, lo cual representa cerca del 0,11% de las ventas no bancarias.
- **Reverso provisiones**, Se han mantenido relativamente bajas durante todo el periodo de análisis, promediando en los años de estudio 0,07% de las ventas no bancarias, para efectos de proyección, se considerará este como valor final y constante para todo el periodo.

5.4.1.2 Ingresos y costos financieros

Para el caso de ingresos financieros, los estados financieros de Falabella no señalan mayor detalle del mismo, indicando solamente que representan cerca del 0,46% de los ingresos no bancarios en todo el periodo de evaluación, situación que para el primer semestre del 2021 no es similar ya que representan el 0,60%. Para efectos de esta proyección, se considerará un promedio de los años 2018 al primer semestre 2021, precisamente por ser una cuenta del cual va al alza y quitar en parte el efecto bajista, llegando a un 0,49%.

Para el caso del costo financiero, este es prácticamente similar durante todos los años completos en el análisis (2017 al 2020) promediando un 2,44% en dicho periodo, el primer semestre del año 2021 refleja un 1,30%, pero se estimará que el año terminará de igual manera que el promedio de los años anteriores, ya que, si se compara con

mismo periodo 2020, no existe diferencia relevante en las cifras, con ellos se proyectará el 2,44% en forma lineal para los años de proyección.

5.4.1.3 Participación ganancia (pérdida) asociada.

Esta partida, que corresponde a las inversiones que tiene la compañía en empresas del rubro donde no tiene más del 50% +1 de la participación de estas, no representa grandes movimientos con respecto a las ventas, promediando en todos los años de estudio un 0,04%, siendo particularmente bajos los años 2019 y 2020, que si se eliminan del análisis, estas partidas reflejarían el 0,05% de las ventas no bancarias, por lo que para efectos de la proyección, se dejará el promedio de los años 2017, 2018 y 2021 como ponderación para los periodos en proyección.

5.4.1.4 Diferencias de cambio.

Esta partida contiene dificultades en su proyección ya que depende de la fortaleza del peso chileno con relación a las divisas de los países que opera, dada la contingencia actual y la inflación que están actualmente sufriendo las economías. Se considerará un paso secuencial desde el segundo semestre 2021 hasta el 2025 para llegar a niveles de efecto de tipo de cambio equivalente a años más normales, que serían el año 2017 y 2018 (cabe destacar que esta partida contiene los efectos del negocio argentino). Para efecto de esta proyección se considerará un promedio del periodo 2017 al 2019 del que corresponde a periodos normales y el 2019 incluye un grado de mayor diferencia de cambio a la proyección a analizar.

5.4.1.5 Resultado por unidad de ajuste

Esta partida del resultado no operacional se mueve entre -0,21 y -0,54% desde el año 2017 al primer semestre 2021, por lo que debido al comportamiento que tiene, se estima un promedio desde el año 2017 al primer semestre 2021 correspondiente a un 0,28%.

De esta manera y a modo de resumen en la siguiente tabla se puede apreciar el porcentaje en función de las ventas que se tendrá por cada una de estas partidas en la proyección.

Tabla 76. Proyección ingresos no operacionales en función de ventas negocio no bancario

En %	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Otras ganancias (pérdidas)	-0,19	-0,19	0,20	0,20	0,20
Ingresos financieros	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Costos financieros	-2,44	-2,44	-2,44	-2,44	-2,44
Participación ganancia (pérdida) asociada	0,18	0,15	0,15	0,15	0,15
Diferencia de cambio	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16
Resultado por un. Ajuste	-0,28	-0,28	-0,28	-0,28	-0,28
Total otros ingresos no operacionales	-2,40	-2,42	-2,03	-2,03	-2,03

Fuente: Elaboración propia.

En general, como se puede apreciar en la **Tabla 76**, los ingresos (egresos) no operacionales, se considerarán entre un -2,03% y -2,42% como pérdida del total de ventas del negocio no bancario. Esto llevado en cifras de venta proyectadas, se puede apreciar en la siguiente tabla:

Tabla 77. Proyección ingresos (egresos) no operacionales negocio no bancario

En MUF	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Otras ganancias (pérdidas)	-305	-616	667	675	686
Ingresos financieros	794	1.600	1.617	1.637	1.663
Costos financieros	-3.918	-7.898	-7.984	-8.081	-8.209
Participación ganancia (pérdida) asociada	283	486	491	497	505
Diferencias de cambio	-254	-512	-518	-524	-532
Resultado por un. Ajuste	-446	-898	-908	-919	-933
Total otros ingresos no operacionales	-3.846	-7.838	-6.634	-6.715	-6.821

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar de la tabla anterior, los resultados estimados, dan como muestra una situación similar a los resultados del año 2020, siendo una parte importante de este gasto los costos financieros de la compañía.

5.4.2 Negocio Bancario

En el caso del negocio bancario, los estados financieros muestran una sola partida que compone el ingreso no operacional, la cual corresponde a Resultados por inversiones en sociedad, la cual tiene un movimiento discreto en relación con los ingresos bancarios, promediando un 0,06% en todos los años de evaluación, manteniéndose en 0,06% desde el año 2019, por lo que, para efectos de esta proyección, se considerará el promedio de todo el periodo anterior al primer semestre 2021.

Tabla 78. Proyección ingresos no operacionales en función de ventas negocio bancario

En %	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Inversiones en sociedades	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06

Fuente: Elaboración propia.

Para efectos proyección y considerando las ventas ya proyectadas del sector bancario, los resultados de **Tabla 78**, se expresan en MUF en la **Tabla 79**.

Tabla 79. Proyección ingresos no operacionales en función de ventas negocio bancario

En MUF	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Inversiones en sociedades	12	26	27	29	31

Fuente: Elaboración propia.

Se puede apreciar que los ingresos no operacionales del rubro bancario no tienen mayores diferencias con lo que actualmente la compañía ha obtenido en años cerrados.

5.5 Impuesto corporativo proyectado

Falabella S.A. al tener entidades en los distintos países, es que la tasa de impuesto corporativo se ve afectada entre ellos. Sin embargo, se considerará el impuesto corporativo de Chile, principalmente al ser el de mayor importancia para el Grupo, además de tener la casa matriz en el país. Para poder realizar ello, es importante entender la dificultad de proyección de acuerdo con las elecciones, y las propuestas de los candidatos presidenciales respecto del impuesto corporativo en el año 2021, por lo que se determinará la tasa de impuestos actual que afecta a Falabella S.A. para los años proyectados en un 27% y a cada segmento de negocio que pertenece a la Compañía. Para muestra de los resultados en la proyección, en la **Tabla 80** se presentarán los resultados de la tasa impositiva propuesta.

Tabla 80. Impuesto corporativo

	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Negocio no bancario					
Impuesto %	27	27	27	27	27
EBT	3.831	7.436	8.740	7.790	8.270
Impuesto	-1.034	-2.008	-2.360	-2.103	-2.233
Negocio bancario					
Impuesto %	27	27	27	27	27
EBT	2.457	5.186	5.606	5.979	6.376
Impuesto	-663	-1.400	-1.514	-1.614	-1.722

Fuente: Elaboración propia.

5.6 Estado de resultados proyectado en miles de UF

A continuación, en la **Tabla 81**, se presenta la información del estado de resultado proyectado en base a lo señalado en las secciones anteriores, tanto para el negocio no bancario como el no bancario.

Tabla 81. Estado de resultado proyectado Falabella S.A. resumido

En MUF	dic-20	S1 2021	S2 2021	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Negocio no bancario								
Ingresos de negocios	284.863	155.055	160.510	315.565	323.579	327.099	331.077	336.310
Costos de ventas	-199.197	-107.290	-104.377	-211.668	-210.419	-212.708	-215.295	-218.698
Margen de venta	85.665	47.765	56.133	103.898	113.160	114.391	115.782	117.612
Depreciación / Amortización	-14.477	-6.806	-6.306	-13.112	-12.712	-12.850	-13.006	-13.212
GAV	-66.362	-30.037	-37.503	-67.541	-75.604	-76.427	-77.356	-78.579
Resultado operacional - EBIT	4.826	10.921	12.324	23.245	24.844	25.114	25.420	25.822
Resultado no operacional	-1.550	-194	-3.846	-4.040	-7.838	-6.634	-6.715	-6.821
Resultado antes de impuestos	3.276	10.728	8.478	19.205	17.006	18.480	18.705	19.001
Impuesto a la renta	-1.536	-3.314	-2.289	-5.603	-4.592	-4.990	-5.050	-5.130
Ganancia / (pérdida) neta	1.740	7.414	6.189	13.602	12.415	13.491	13.655	13.871
EBITDA	19.303	17.728	18.629	36.357	37.556	37.964	38.426	39.034
Negocio Bancario								
Ingresos de negocios	40.785	17.393	19.524	36.917	41.644	44.412	47.365	50.514
Costos de ventas	-7.733	-2.874	-4.679	-7.554	-9.996	-10.640	-11.347	-12.101
Provisiones	-13.236	-1.436	-4.853	-6.290	-10.368	-11.036	-11.769	-12.552
Margen de venta	19.815	13.082	9.991	23.074	21.280	22.737	24.249	25.861
Depreciación y amortización	-1.290	-633	-556	-1.189	-1.188	-1.264	-1.348	-1.438
GAV / Gastos operacionales	-12.732	-6.126	-6.903	-13.030	-14.746	-15.696	-16.740	-17.852
Resultado operacional – EBIT	5.793	6.323	2.532	8.855	5.346	5.777	6.161	6.570
Resultado no operacional	24	7	-12	-5	-26	-27	-29	-31
Resultado antes de impuestos	5.817	6.330	2.520	8.850	5.321	5.750	6.132	6.539
Impuesto a la renta	-1.355	-1.414	-680	-2.094	-1.437	-1.552	-1.656	-1.766
Ganancia / (pérdida) neta	4.462	4.916	1.840	6.756	3.884	4.197	4.476	4.774
EBITDA	7.083	6.956	3.088	10.044	6.534	7.041	7.509	8.008

Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Falabella S.A.

Tal y como se observa en la tabla anterior, se espera que las utilidades del negocio no bancario estén por sobre las 3.884 MUF desde el año 2022 en adelante en relación con la recuperación de los mercados, sobrellevando así de las pérdidas que se obtuvieron durante el ejercicio 2019 y 2020. En el caso del negocio no bancario, se espera siga con utilidades conforme las economías logren seguir desarrollándose posterior a las restricciones por pandemia.

5.7 Estado de resultados proyectado porcentual

A continuación, en la **Tabla 82** se presentan los resultados proyectados en ponderación a las ventas de cada sector

Tabla 82. Estado de resultado proyectado porcentual

En %	dic-20	1S 2021	2S 2021	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Negocio no bancario								
Ingresos de negocios	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Costos de ventas	-69,93	-69,19	-65,03	-67,08	-65,03	-65,03	-65,03	-65,03
Margen de venta	30,07	30,81	34,97	32,92	34,97	34,97	34,97	34,97
Depreciación / Amortización	-5,08	-4,39	-3,93	-4,16	-3,93	-3,93	-3,93	-3,93
GAV	-23,30	-19,37	-23,36	-21,40	-23,36	-23,36	-23,36	-23,36
Margen EBIT	1,69	7,04	7,68	7,37	7,68	7,68	7,68	7,68
Resultado no operacional	-0,54	-0,13	-2,40	-1,28	-2,42	-2,03	-2,03	-2,03
Resultado antes de impuestos	1,15	6,92	5,28	6,09	5,26	5,65	5,65	5,65
Impuesto a la renta	-0,54	-2,14	-1,43	-1,78	-1,42	-1,53	-1,53	-1,53
Margen neto	0,61	4,78	3,86	4,31	3,84	4,12	4,12	4,12
Margen EBITDA	6,78	11,43	11,61	11,52	11,61	11,61	11,61	11,61
En %	dic-20	1S 2021	2S 2021	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Negocio Bancario								
Ingresos de negocios	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Costos de ventas	-18,96	-16,53	-23,97	-20,46	-24,00	-23,96	-23,96	-23,96
Provisiones	-32,45	-8,26	-24,86	-17,04	-24,90	-24,85	-24,85	-24,85
Margen de venta	48,58	75,22	51,17	62,50	51,10	51,20	51,20	51,20
Depreciación y amortización	-3,16	-3,64	-2,85	-3,22	-2,85	-2,85	-2,85	-2,85
GAV	-31,22	-35,22	-35,36	-35,29	-35,41	-35,34	-35,34	-35,34
Margen EBIT	14,20	36,35	12,97	23,99	12,84	13,01	13,01	13,01
Resultado no operacional	0,06	0,04	-0,06	-0,01	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06
Resultado antes de impuestos	14,26	36,39	12,91	23,97	12,78	12,95	12,95	12,95
Impuesto a la renta	-3,32	-8,13	-3,49	-5,67	-3,45	-3,50	-3,50	-3,50
Margen neto	10,94	28,27	9,42	18,30	9,33	9,45	9,45	9,45
Margen EBITDA	17,37	39,99	15,82	27,21	15,69	15,85	15,85	15,85

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede apreciar en la tabla anterior, las utilidades del negocio están proyectadas en cerca de un 4% sobre ingresos, para la recuperación del segmento no bancario y así con un crecimiento menor en el 2do semestre del 2021, para el caso del negocio bancario, las utilidades se encuentran en torno al 9% respecto de las ventas.

6. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

6.1 Inversión en reposición

La inversión en reposición consiste en la compra de activos para reponer los activos que se van depreciando y llegan al fin de su vida útil. Por lo que, en la **Tabla 83** se analizará la inversión en reposición histórica.

Tabla 83. Inversión en reposición histórica Falabella S.A.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1S 2021
Segmento bancario					
Compras de propiedades, planta y equipo	14.062	13.154	12.970	9.611	3.667
Compras de activos intangibles	1.636	2.001	2.307	1.717	669
Compras de otros activos a largo plazo	5.880	3.651	6.485	4.244	1.052
Segmento no bancario					
Compras de activos fijos	1.268	1.198	1.080	1.169	416
Compras totales segmento bancario y no bancario	22.846	20.003	22.842	16.741	5.804
Depreciación	10.561	11.664	15.265	15.767	7.440
Depreciación / Compras AF (En %)	46,23	58,31	66,83	94,18	128,18

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros consolidados

<https://investors.falabella.com/Spanish/informacion-financiera/default.aspx#section=annual>

Como se ve en la **Tabla 83**, en la inversión en reposición histórica se ve que las compras están por sobre la depreciación desde el 2017 al 2020, mientras que al 2021 es mayor la depreciación por sobre la inversión. Esto es debido principalmente a la detención de proyectos que ha significado la pandemia para la Compañía.

Para términos de la proyección en la

Tabla 84 se resume el monto a utilizar proyectado.

Tabla 84. Inversión en reposición proyectado

En MUF	S2 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Inversión en reposición	6.862	13.899	14.114	14.355	14.650

Fuente: Elaboración propia.

Con el fin de mantener el nivel de ventas en el crecimiento proyectado, es que la Compañía debe mantener como mínimo reinvertir en reposición el 100% de la depreciación y amortización proyectado correspondiente a los segmentos bancarios y no bancarios. Además, considerando que las compras hayan sido menores que la depreciación es información correspondiente al primer semestre del 2021 como se refleja en la **Tabla 83**, lo que la tendencia podría cambiar al normalizarse la pandemia.

6.2 Nuevas inversiones de capital

Para las nuevas inversiones de capital de Falabella S.A., se utiliza el plan de inversión 2020 a 2023 de la Compañía publicado el 6 de enero del 2020 por una inversión inicial de 70.951 MUF, el cual considera un ajuste respecto del plan de inversiones anunciado a inicios del 2019. El plan de inversiones de Falabella S.A. está compuesto por tres tipos de inversiones:

- (i) Inversiones en TI, logística y otros (38%)
- (ii) Remodelación y ampliación de tiendas existentes (31%),
- (iii) Apertura de nuevas tiendas y centros comerciales a nivel regional (31%).

En la **Tabla 85**, se presenta un resumen del plan de inversión de la Compañía, con un ajuste de acuerdo al *press release* del 8 de enero del 2021.

Tabla 85. Plan de inversión ajustado – Falabella S.A.

Inversión	dic-20	dic-21	2S 2021	dic-22	dic-23
Inversión en MUSD	800.000	796.000	398.000	722.000	577.000
Inversión en MUF	19.799	19.700	7.854	13.424	10.728
Proporción de la inversión (En %)					
Nuevas tiendas y malls	31,00	13,82	6,91	31,00	31,00
Remodelación y ampliación de Tiendas y Malls existentes	31,00	30,53	15,26	31,00	31,00
TI, logística y otros	38,00	55,65	27,83	38,00	38,00

Fuente: Elaboración propia en base a *press release* al 8 de enero 2021, 6 de enero 2020 y de la memoria anual 2019.

Debido a la pandemia, el plan de inversión de la Compañía se ha ido ajustando de acuerdo al *press release* del 8 de enero del 2021 para el año 2021, la remodelación, apertura de nuevas tiendas y ampliación de tiendas existentes se reduce a un 30,53%, las nuevas tiendas y malls en un 13,82% y el resto en un 55,65%. Además, entre los años 2020-2023 de acuerdo al *press release* del año 2021 se espera que invierta 26.234 MUF en nuevas tiendas, remodelación y ampliación de tiendas existentes, principalmente a traer IKEA a Latinoamérica. Mientras que para la inversión en tecnología y logística las inversiones correspondientes solamente están para el año 2021 y no se realizará ajustes en los próximos años, debido a que el desarrollo tecnológico de la compañía está fuertemente enfocado en desarrollos de aplicaciones y de soluciones tecnológicas de corta duración distintas a las implementaciones de software de sistemas *world class* de largo uso en el tiempo que se activan y amortizan en el tiempo (Capex) (Falabella, 2021a). Dada la inversión proporcionada del año 2021 respecto de las nuevas tiendas y remodelaciones y dado que no hay información disponible para el resto de los años, es que se realizará un ajuste a la inversión para estos periodos.

Tabla 86. Ajustes plan de inversión Falabella S.A. 2021-2023

Inversión en tiendas en MUF (2021-2023)	26.234	
Proporción de inversión de cada año respecto del total		
En %	dic-22	dic-23
	55,58	44,42
Monto equivalente MUF	9.725	7.772

Fuente: *Elaboración propia en base a press release al 8 de enero 2021.*

De acuerdo a la **Tabla 86**, el monto de inversión de la Compañía para los periodos 2021-2023 en tiendas nuevas, remodelaciones y ampliación es de 26.234 MUF, mientras que solo para el año 2021 se va a invertir 8.736 MUF. Por lo que, la proporción de inversión se determinó restando la información disponible correspondiente al año 2021 y calculando el valor de cada año restante dividido por el total entre los años 2022 y 2023

de la **Tabla 85**. En la **Tabla 87** se resume la estimación de cada año cuanto se invertirá en tiendas.

Tabla 87. Plan de inversión ajustado

MUF	dic-20	dic-21	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24
Nuevas tiendas y malls	6.138	2.722	1.361	3.031	2.422	2.684
Remodelación y ampliación de Tiendas y Malls existentes	6.138	6.014	3.007	6.695	5.350	6.049
Inversión en TI, logística y otros	7.524	10.964	5.482	8.143	6.508	4.701
Total plan de inversion	19.799	19.700	9.850	17.868	14.280	13.434

Fuente: Elaboración propia en base a press release al 8 de enero 2021.

Debido a la pandemia, el plan de inversión de la Compañía se ha ido ajustando de acuerdo al press release del 8 de enero del 2021 para el año 2021, la remodelación, apertura de nuevas tiendas y ampliación de tiendas existentes se reduce a un 30,53%, las nuevas tiendas y malls en un 13,82% y el resto en un 55,65%. Además, entre los años 2020-2023 de acuerdo al *press release* del año 2021 se espera que invierta 26.234 MUF en nuevas tiendas, remodelación y ampliación de tiendas existentes, principalmente a traer IKEA a Latinoamérica. Mientras que para la inversión en tecnología y logística las inversiones correspondientes solamente están para el año 2021 y no se realizará ajustes en los próximos años, debido a que el desarrollo tecnológico de la compañía está fuertemente enfocado en desarrollos de aplicaciones y de soluciones tecnológicas de corta duración distintas a las implementaciones de software de sistemas *world class* de largo uso en el tiempo que se activan y amortizan en el tiempo (Capex) (Falabella, 2021a). Dada la inversión proporcionada del año 2021 respecto de las nuevas tiendas y remodelaciones y dado que no hay información disponible para el resto de los años, es que se realizará un ajuste a la inversión para estos periodos. Además se realizará un ajuste a la baja para el 2022 a las nuevas tiendas y malls, además de la inversión en TI, logística y otros dado el no cumplimiento de metas precisamente por comienzos de pandemia del 2021.

En la **Tabla 88** se presenta un ajuste al ítem de remodelación, ampliación de tiendas y malls.

Tabla 88: Plan de inversión de Falabella S.A. con ajuste en remodelación.

MUF	dic-20	dic-21	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24
Nuevas tiendas y malls	6.138	2.722	1.361	2.131	2.422	2.684
Remodelación y ampliación de Tiendas y Malls existentes	6.138	6.014	1.011	2.250	1.798	2.033
Inversión en TI, logística y otros	7.524	10.964	5.482	6.143	6.508	4.701
Total plan de inversion	19.799	19.700	7.854	10.424	10.728	9.418

Fuente: Elaboración propia

La **Tabla 88** corresponde al plan de inversión de Falabella, donde se realizó un ajuste en las remodelaciones debido a que éstas ya fueron calculados en el 8.1, por lo que se desglosó aquellas inversiones que correspondieran a ampliación de nuevas tiendas y malls dentro del plan de inversión de Falabella S.A., usando el promedio depreciación/compra AF histórico de la **Tabla 83** bajo el 100% debido a que se considera periodos de inversión y crecimientos en la Compañía. Esto equivale al promedio de los periodos 2017 y 2020, dando como resultado de 66,39% que se descontaría de la inversión como parte de la remodelación, quedando un 33,61% para ampliación de nuevas tiendas y malls y con el supuesto de mantener la inversión en reposición igual a la depreciación para estimar crecimiento en la Compañía.

6.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

El capital de trabajo corresponde al activo corriente menos el pasivo corriente. Por lo que, al calcular el capital de trabajo operativo neto (CTON), no se considera los activos no operacionales como tampoco la deuda de corto plazo (la que es considerada como deuda financiera para efectos de esta valorización). Para efectos del cálculo del capital de trabajo neto proyectado, es que se considerará en base al histórico calculado en la **Tabla 47**. En base a ello, se considerará para la proyección el RCTON del año 1S 2021, debido principalmente a que se proyecta crecimiento en los ingresos, y a las inversiones que tiene la Compañía. En la **Tabla 89** resume la proyección del CTON para Falabella S.A.

Tabla 89. Proyección CTON

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ventas proyectadas (En MUF)	352.482	365.223	371.511	378.442	386.824
RCTON proyectado (En %)	11,34	12,67	12,67	12,67	12,67
CTON proyectado (En MUF)	39.968	46.274	47.070	47.949	49.011
Variación CTON (En MUF)	-6.306	-797	-878	-1.062	0

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar en la **Tabla 89**, el CTON proyectado para dic-21 se tomó como supuesto que se mantiene de acuerdo a junio 2021. Para el 2022 en adelante, este CTON proyectado va aumentando periodo a periodo levemente, lo que implica que cada año necesita incorporar nuevas inversiones en capital de trabajo. Mientras que la variación CTON se calcula como la diferencia entre el CTON del próximo periodo menos el CTON del periodo actual, considerando que la inversión se tiene que hacer en el año actual para que sea utilizada en el próximo periodo. Se considera el RCTON del promedio de los periodos 2017 y 2018 principalmente porque se espera de la normalización de la economía y proyección sostenido de las ventas mayores después de pandemia después del periodo de recuperación, lo que implica considerar un periodo normal del CTON, que de acuerdo al histórico corresponde al promedio de los periodos

2017 y 2018 obteniendo un promedio de 12,67% y que se considerará para la proyección de los periodos proyectados.

6.4 Valor terminal

El valor terminal corresponde al periodo implícito de la Compañía, en el cual es analizar los flujos desde el año 2026 hacia adelante (perpetuidad). Para efectos de la proyección de éste, Falabella S.A. no se está considerando en la proyección de crecimientos en el largo plazo dentro de la industria donde compite, principalmente porque Falabella S.A. no solo es una empresa madura, también se encuentra en una industria altamente competitiva, esto implica que no se consideró para la proyección inversión en nuevos activos, pero sí se incluye la inversión en reposición que es necesaria para la operación en el tiempo. En la **Tabla 90** se presenta el resumen del cálculo del valor terminal.

Tabla 90. Valor terminal de la Compañía

En MUF	dic-26
EBIT después de impuestos	23.646
Depreciación	12.059
Inversión en reposición	-12.059
Nuevas inversiones	0
Liberación CTON	0
Flujo de caja libre proyectado	23.646
WACC (En %)	5,85%
Valor terminal (En MUF)	404.510

Fuente: Elaboración propia.

El valor terminal fue calculado con información en base al año 2025

6.5 Flujos de caja libre proyectados

En la **Tabla 91** se resume el flujo de caja proyectado de Falabella S.A.

Tabla 91. Flujo de caja libre proyectado

En MUF	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
EBIT después de impuestos	10.845	22.039	22.551	23.054	23.646	23.646
Depreciación	6.862	13.899	14.114	14.355	14.650	14.650
Inversión en reposición	-6.862	-13.899	-14.114	-14.355	-14.650	-14.650
Nuevas inversiones	-7.854	-10.424	-10.728	-9.418	0	0
Inversión en CTON	-6.306	-797	-878	-1.062	0	0
Flujo de caja libre proyectado	-3.315	10.818	10.944	12.574	23.646	23.646

Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en la **Tabla 91** el flujo de caja de la Compañía es negativo para el 2S 2021 principalmente por mayores inversiones en CTON e inversiones en base al plan de la Compañía, siendo mayor que el EBIT. Para luego tener un FCL proyectado positivo en los periodos proyectados del 2022 en adelante donde se incluye mayor inversión en CTON al aumentar las ventas, mayores inversiones tanto en reposición como en AF de acuerdo al plan de inversión de la Compañía.

7. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

7.1 Valor presente de los flujos de caja libre

En la **Tabla 92** se resume el valor presente de los flujos de caja de Falabella S.A.

Tabla 92. Valor presente de los flujos de caja

En MUF	2S 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Flujo de caja libre proyectado	-3.315	10.818	10.944	12.574	23.646	23.646
Valor terminal al 2025					404.510	
WACC (En %)	5,85%					
Valor presente total (En MUF)	358.083					

Fuente: *Elaboración propia.*

Para el cálculo del valor presente de los flujos de caja libre, se realiza descontando los flujos de caja libre como también el valor terminal a la tasa WACC, en este caso, del 5,85%. Además, para el cálculo de los flujos se descuenta en 0,5 años (6 meses) para el primer periodo, para luego descontar en los periodos dic-22, dic-23, dic-24, dic-25 los periodos 1,5, 2,5, 3,5, 4,5 respectivamente. Para el periodo dic-26 al ser perpetuo se calculó el valor terminal de acuerdo a la **Tabla 90** quedando para el año 2025, para luego sumarlo al flujo del mismo periodo y descontarlo a la tasa WACC con descuento del periodo de 4,5 años.

7.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

En la **Tabla 93** se presenta el exceso o déficit de CTON.

Tabla 93. Exceso o déficit de CTON

En MUF	Monto
CTON real al 30 de junio 2021	39.734
CTON proyectado al 31 de diciembre del 2021	39.968
Deficit de CTON	-234

Fuente: *Elaboración propia.*

El CTON real de la compañía al 30 de junio del 2021 es de 39.734 MUF, mientras que al 31 de diciembre del 2021 es de 39.968 MUF, esto es debido principalmente a la proyección que tiene la Compañía respecto de los ingresos, lo que va requiriendo necesidad en capital de trabajo.

7.3 Activos prescindibles y otros activos

En la **Tabla 94** se presentan los activos prescindibles de la Compañía al 1S 2021.

Tabla 94. Activos prescindibles de Falabella S.A. y otros activos

En MUF	1S 2021
Otros activos financieros Corrientes	1.377
Activos mantenidos para la venta	978
Otros activos financieros no corrientes	2.886
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	6.411
Inversiones en sociedades	108
Total	11.760

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

De acuerdo a **Tabla 94** se puede observar que los activos prescindibles de Falabella S.A. corresponde a aquellos activos no operacionales determinados en la **Tabla 46**. Además, incluye otros activos tales como las inversiones de las Compañías, debido a que son relevantes para la Compañía, pero como es difícil proyectarlos a futuro se

valorizan a la fecha de valoración a su valor contable. Los activos prescindibles y otros activos de Falabella S.A. totalizan un monto a junio 2021 de MUF 11.760.

7.4 Valorización económica de la empresa

En la **Tabla 95** se presenta el resumen del precio de la acción estimado para Falabella S.A. mediante flujo de caja descontado al 30 de junio 2021.

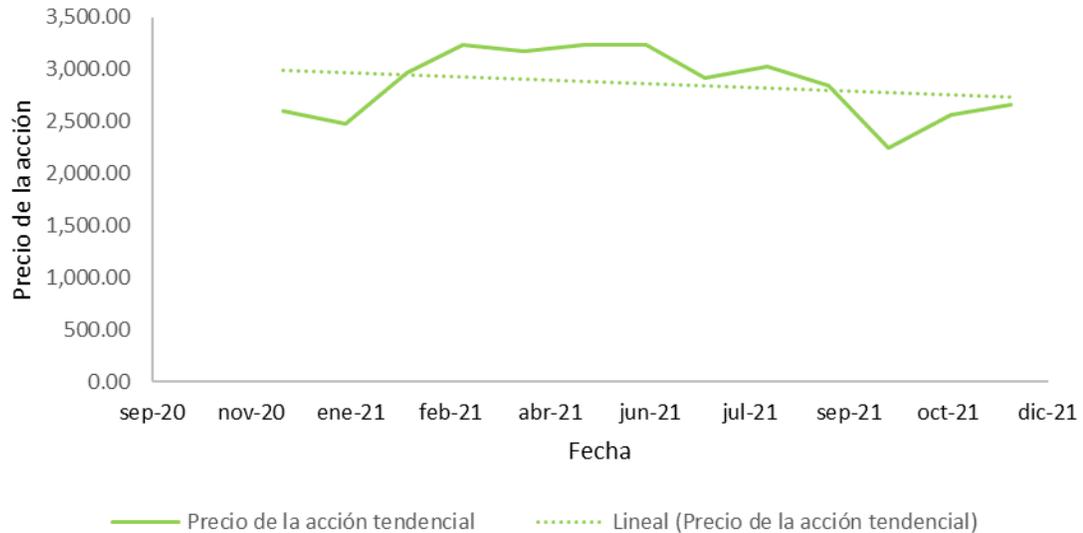
Tabla 95. Precio acción y el valor económico Falabella S.A.

Al 30 de junio de 2021	
Valor presente FCL (En MUF)	358.083
Deficit CTON (En MUF)	-234
Activos prescindibles y otros activos (En MUF)	11.760
Valor total de activos (En MUF)	369.609
Deuda financiera (En MUF)	117.621
Patrimonio económico (En MUF)	251.988
Número de acciones	2.508.845
Precio acción estimado (En MUF)	0,10
Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)	2.984
Precio acción real en CLP	3.132
Diferencia de precios (En %)	-4,72

Fuente: *Elaboración propia.*

En base al valor presente de los flujos de caja, se restó la deuda financiera de la Compañía para determinar el patrimonio económico proyectado. Con este, se dividió por el número de acciones para obtener el precio de la acción en UF. Al multiplicarlo por el valor de la UF al 30 de junio del 2021 se obtuvo un precio de la acción de \$2.984 CLP, comparándolo al precio real de \$3.132 CLP es un valor 4,72% inferior. Sin embargo, para analizar si el precio estimado es razonable, se analizará en dos partes, la primera en la **Figura 21** muestra en el comportamiento histórico de la acción de Falabella, y luego en el rango intercuartil los precios históricos con el fin de ver donde se encuentra el precio de la acción estimado respecto del histórico.

Figura 21. Comportamiento precio de la acción Falabella S.A. – Dic 2020 al Dic 2021



Fuente: Elaboración propia en base a los precios de la acción en investing.com.

La **Figura 21**, considera entre los periodos diciembre 2020 a diciembre 2021, además como se puede observar, el precio de la acción de Falabella S.A. muestra una tendencia a la baja entre los periodos a analizar. En la **Tabla 96** se considera un análisis de un rango intercuartil para analizar el precio de la acción estimado donde se encontraría.

Tabla 96. Rango intercuartil del precio de Falabella S.A.

En CLP	Dic-20 al Dic-21
Mínimo	2.250
Cuartil inferior	2.598
Mediana	2.918
Cuartil superior	3.171
Máximo	3.237

Fuente: Elaboración propia en base a los precios de la acción en investing.com.

En la **Tabla 96**, entre los periodos diciembre 2020 y diciembre 2021 se analizan los precios mensuales de la acción, en el que el mínimo precio de la acción de Falabella

S.A. llegó a los \$2.250. Además, al analizar el cuartil inferior entre los precios, éste bordea los \$2.598. La mediana corresponde a un precio de \$2.918 y el cuartil superior a los \$3.171 con un máximo de \$3.237. Por lo que, al analizar el precio estimado de la Compañía en \$2.984 está dentro del rango intercuartil entre la mediana y el cuartil inferior, por lo que implica que es un precio que está bajo el histórico del año, pero que es un valor razonable entre los valores que ha tenido.

7.5 Análisis de sensibilidad

Con el fin de determinar la sensibilidad que generan las variables relevantes tales como la tasa de descuento, o los ingresos que tienen un impacto importante en los flujos de efectivo de la Compañía, es que en la **Tabla 97** y **Tabla 98**, se analiza el impacto ante una variación porcentual tanto de los ingresos totales como tasa de descuento respectivamente.

Tabla 97. Sensibilidad variación en los ingresos totales

Variación ingresos (En %)	Precio de la acción (En CLP)	Variación precio de la acción (En %)
0,30	3.154	5,71%
0,20	3.098	3,80%
0,10	3.041	1,90%
0,00	2.984	0,00%
-0,10	2.927	-1,90%
-0,20	2.871	-3,80%
-0,30	2.814	-5,71%

Fuente: Elaboración propia.

En la **Tabla 97** ante un impacto de una variación porcentual, podemos observar que por un lado varía hasta un 5,71% ante un cambio porcentual de los ingresos de hasta 0,3%. Por el lado contrario, ante una variación negativa en los ingresos totales de hasta 0,3% tiene un efecto en el precio de la acción de hasta -5,71%. Además, se consideró los ingresos como variable crítica debido principalmente al efecto directo que tiene estos en

los FCL, lo que también impacta tanto en la valorización de la Compañía como en el precio de la acción de esta. Dado ello, es que a través de una mayor o menor valorización de flujos futuros de la Compañía podría impactar positivamente o negativamente en el precio de la acción, así como un contexto de menor crecimiento en los segmentos donde participa en la Compañía podría tener un impacto en el precio de la acción. Otro contexto donde se podría ver afectado es con las inversiones, a pesar de que con un aumento de las inversiones podría disminuir los flujos de caja, lo que disminuirían el precio de la acción, este podría tener un impacto de mayores ingresos en el largo plazo, lo que aumentaría el precio de la acción en el largo plazo.

En la **Tabla 98** se presenta la sensibilidad de la variación de la tasa de descuento y los efectos que este tiene ante el precio de la acción.

Tabla 98. Sensibilidad variación tasa de descuento

Variación ingresos (En %)	Precio de la acción (En CLP)	Variación precio de la acción (En %)
0,30	2.970	-0,47%
0,20	2.975	-0,32%
0,10	2.979	-0,16%
0,00	2.984	0,00%
-0,10	2.989	0,16%
-0,20	2.994	0,32%
-0,30	2.998	0,48%

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar, al ser la tasa de descuento el denominador de los flujos de caja tiene el efecto inverso, ante un aumento en la tasa porcentual de hasta 0,3% tiene efectos de disminución en el precio de la acción de 0,47%. Por el lado contrario, ante disminución en la tasa de descuento genera un aumento en el precio de la acción, debido al menor riesgo que podría tener, ante un cambio de hasta -0,3% tiene un efecto en el precio de la acción de 0,48%. Además, se consideró al WACC como una variable crítica debido principalmente a que, al ser en base a la empresa en Chile tiene una gran

repercusión por la incertidumbre del contexto político, social, económico, industrial del país en la Compañía y que tiene también efectos en el precio de la acción. Otro motivo del cual se consideró es precisamente por el riesgo de la Compañía, lo que repercutiría en un mayor costo de deuda, mayor WACC por lo tanto menor precio de la acción.

7.5.1 Sensibilización del beta patrimonial.

Dado los acontecimientos ocurridos durante el periodo de evaluación considerado en este informe (2017 a S1 2021), correspondiente a comportamientos anormales en el mercado accionario por efectos de estallido social y efectos pandémicos en Chile, se sensibilizará los cambios en la valorización si se considera el comportamiento de retornos de mercado equivalentes a una situación pre-pandemia, para lo cual se recalculará el WACC en función de los retornos logarítmicos semanales de la acción de Falabella desde el 2016 al 2017.

Siguiendo los pasos descritos en el capítulo 5 de este informe se obtiene a modo de resumen los resultados que se muestran en la **Tabla 99**:

Tabla 99. Sensibilización WACC por medio del Beta

Variab les	Valores
β c/d	0,8513
B / P 16-17	0,2712
Rf	0,0094
PRM	0,0540
Bd	0,0731
β s/d	0,7227
B / P Objetivo	0,3577
β c/d Objetivo	0,8923
Kp nuevo	0,0544
WACC	0,0429
P/V Objetivo	0,7422
B/V Objetivo	0,2578

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede apreciar en **Tabla 99**, el beta pre-estallido social, el cual abarca el periodo de retornos desde el año 2016 hasta fines del 2017, esta bastante por debajo de lo que se considera como base del informe, llegando a 0,85 comparado al 1,43 que da con los retornos del periodo anormal del precio de la acción (S1 2019 al S1 2021). Esto da resulta un cambio en el WACC, el cual llega a 4,29%, muy por debajo del 5,85% que fue calculado previamente en este informe.

Dada la sensibilidad que posee el método de flujo de caja descontado ante cambios en el WACC, solo considerar un cambio a la baja de más de 26,6% en el WACC, afecta en un alza del precio de acción, llegando a una valorización de \$ 4.705 CLP por acción, es decir un incremento del 57,68% respecto del valor original obtenido con los retornos del periodo anormal de estallido social y pandemia.

Por lo mismo, es considerable no contemplar dicho periodo para proyectar el precio actual de la acción de Falabella, puesto que la incertidumbre de mercado aún prevalece y el precio se aleja bastante de lo que el mercado valoriza al 30 de junio del 2021.

8. CONCLUSIÓN

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

9. ANEXOS

Anexo 1. Estado de resultado Falabella S.A.

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

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

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

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

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

Anexo 3. Estado de resultado proyectado Falabella S.A

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

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

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

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

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

10. BIBLIOGRAFIA

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

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

Euromonitor. (2021b). *Financial Cards and Payments in Chile*. www.euromonitor.com

Euromonitor. (2021c). *Financial Cards and Payments in Colombia*.
www.euromonitor.com

Euromonitor. (2021d). *Financial Cards and Payments in Peru*. www.euromonitor.com

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

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

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

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

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

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

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

cuencia=-1&t=1635041371

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

Falabella. (2019). *Release resultado cuarto trimestre 2018.*
https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2018/2018.02.26_Release-4Q18_VF.pdf

Falabella. (2020a). *Memoria anual 2020 Falabella S.A.*
https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/Falabella-Memoria-Anual-2020.pdf

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

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

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

Falabella. (2021c). *Resultados Segundo Trimestre 2021.*
https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2021/Falabella-Earnings-Release-2Q-2021-ESP.pdf

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

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

https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2018/EE.FF.-4Q18.pdf

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

https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2019/EEFF-2019.pdf

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

https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2020/Estados-Financieros-4Q-2020.pdf

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

[https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=90749000&mm=06&aa=2021&archivo=pdf_90749000_202106_c_20210831171606.pdf&desc_archivo=Estados financieros \(PDF\)&tipo_archivo=PDF](https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=90749000&mm=06&aa=2021&archivo=pdf_90749000_202106_c_20210831171606.pdf&desc_archivo=Estados%20financieros%20(PDF)&tipo_archivo=PDF)

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

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

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

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

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

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

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

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

Forus, & EY. (2021). *Estados Financieros Consolidados FORUS S.A. Y AFILIADAS*.
http://forus.cl/wp-content/uploads/2021/08/2021_EEFF_IFRS_Consolidado_-_Forus_S_A_30.06.2021_VFF.pdf

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

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

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

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

Lintner, J. (1965). The valuation of Risk Assets and selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47, 13–186

37.

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

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

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

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

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

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

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

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