



VALORACIÓN DE EMPRESA S.A.C.I FALABELLA

Por Flujo De Caja Descontados

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Jonathan Acevedo S.

Profesor guía: Mauricio Alejandro Jara Bertin

Santiago, Mayo 2015

Dedicatoria

Dedico este documento a quienes han hecho posible que todo haya salido bien y me encuentre escribiendo tal dedicatoria.

Primero quiero agradecer a toda mi familia, como siempre ellos han estado allí para apoyarme y darme ánimos todos los días en que estuve en el Magister, en especial a mi novia Macarena Tauler, quien siempre ha demostrado su preocupación por mí y me ha apoyado en cualquier situación. También gracias a ella pude hace un año conocer a mi bebe Catalina Acevedo, la que me espera todo los días con una sonrisa cuando me ve y me abraza con todo su cariño, además de sorprenderme todos los días con algo nuevo.

También quiero agradecer a mi madre Celinda Santibañez, quien también con su amor y preocupación incondicional ha hecho posible que hubiese podido llegar donde estoy y estoy seguro que se siente orgullosa de mi y espero poder darle más alegrías.

Por último y no menos importante quiero dejar mis agradecimientos a mi hermano David Acevedo, por el apoyo que me brindo durante este proyecto, me siento muy feliz ayudando ahora a mis sobrinos Matías y Cristofer, espero poder siempre darles un ejemplo y que sean los mejores.

Jonathan Acevedo Santibañez

Tabla de Contenido

1. Resumen Ejecutivo	8
2. Metodología	10
3. Descripción de la Empresa e Industria	12
3.1 Industria	12
3.2 Regulación	14
3.3 Descripción del negocio.....	14
3.4 Sectores donde participa	15
3.5 Filiales	16
3.6 Tiendas por Departamento.....	17
3.7 Mejoramiento del Hogar	18
3.8 Supermercados.....	19
3.9 Servicios Financieros.....	20
4. Descripción del Financiamiento de la Empresa.....	23
4.1 Características de las emisiones	23
5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	25
6. Estimación del Beta de la acción.....	27
7. Estimación del Costo de Capital de la Empresa	29
7.1 Costo de la Deuda	29
7.2 Beta de la Deuda	29
7.3 Beta de la acción	29
7.4 Beta patrimonial sin deuda.....	29
7.5 Beta patrimonial con deuda.....	30
7.6 Costo patrimonial.....	30
7.7 Costo de Capital.....	31
8. Análisis Operacional del Negocio e Industria	32
8.1 Tasas de crecimiento de ventas	32
8.2 Tasas de crecimiento de la industria	33
9. Análisis de los costos de operación	38
9.1 Negocio no Bancario	38
9.2 Negocio Bancario.....	39
10. Detalle de costos de operación	40

11. Análisis de cuentas no operacionales.....	41
12. Análisis de Activos	43
13. Proyección de EERR.....	44
13.1 Proyección de Costos por Operación.....	49
13.2 Proyección resultado no operacional.....	54
13.3 Ganancia Antes de Impuestos.....	55
13.4 Impuestos y Utilidad después de impuestos.....	56
13.5 Cuadro de Estados de Resultados proyectado	57
14. Proyección de Flujos de Caja Libre.....	58
14.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles.....	58
14.2 Inversión en Reposición.....	59
14.3 Proyección de la inversión por reposición de activos.....	59
14.4 Nuevas Inversiones en Activo Fijo (CAPEX).....	60
14.5 Inversión en Capital de Trabajo.....	61
14.6 Activos Prescindibles.....	62
14.7 Deuda Financiera.....	62
14.8 Valor terminal.....	63
15. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción.....	65
16. Conclusiones.....	66
17. Bibliografía.....	67

Índice de Tablas

Tabla 1: Ficha de la Empresa	12
Tabla 2: Tiendas por Departamento.....	18
Tabla 3: Tiendas de Mejoramiento del Hogar por país.....	19
Tabla 4: Supermercados por país	20
Tabla 5: Servicios Financieros por país.....	22
Tabla 6: Principales accionistas	22
Tabla 7: Bonos Corporativos	23
Tabla 8: Características Bonos Bancarios y Subordinados Bancarios de Banco Falabella ...	24
Tabla 9: Deuda Financiera S.A.C.I. Falabella.....	25
Tabla 10: Valor del Patrimonio de la compañía Período 2010-2014	25
Tabla 11: Estructura de Capital Falabella Período 2010-2014	26
Tabla 12: Resumen Estadístico de razones financieras período 2010-2014	26
Tabla 13: Razones de endeudamiento de la compañía período 2010-2014.....	26
Tabla 14: Resumen Beta patrimonial del período	27
Tabla 15: Crecimiento de las Ventas por País y Negocio	32
Tabla 16: Proyecciones Macroeconómicas de la industria	37
Tabla 17: Costos Operacionales Negocio Bancario y No Bancario.....	40
Tabla 18: Gastos Operacionales Negocio Bancario y No Bancario.....	40
Tabla 19: Otros gastos servicios bancarios	40
Tabla 20: Resultado No Operacional	41
Tabla 21: Inversiones en Asociadas.....	42
Tabla 22: Metros cuadrados promedio por tipo de local.....	45
Tabla 23: Ventas por Metro cuadrado	46
Tabla 24: Venta promedio proyectada (en MUF).....	47
Tabla 25: Proyección de Ingresos No Bancarios en MUF.....	48
Tabla 26: Proyección de Ingresos Negocio Financiero MUF	49
Tabla 27: Margen Bruto Histórico 2011-2014.....	49
Tabla 28: Costo de ventas como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario.....	50
Tabla 29: Gastos como porcentaje de las ventas.....	51
Tabla 30: Costo de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario	52
Tabla 31: Costo de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio bancario	52
Tabla 32: Costo de ventas proyectado como porcentaje de los ingresos, negocio no bancario y bancario	53
Tabla 33: Gasto proyectado de ventas.....	54
Tabla 34: Proyección Resultado No Operacional.....	55
Tabla 35 Proyección del resultado antes de impuestos por tipo de negocio	55
Tabla 36: Proyección de impuestos y resultados después de impuestos por tipo de negocio	56

Tabla 37: Proyección del Estado de Resultados de Falabella en MUF.....	57
Tabla 38: Depreciación por período.....	58
Tabla 39: Proyección de la depreciación por período.....	58
Tabla 40: Tasas de Reposición Históricas.....	59
Tabla 41: Incremento en Depreciación.....	59
Tabla 42: Proyección Inversión de Reposición.....	59
Tabla 43: CAPEX Falabella en MUF.....	60
Tabla 44: Determinación de CTON y RCTON.....	61
Tabla 45: Inversión en Capital de trabajo.....	61
Tabla 46: Proyección de incrementos en Capital de Trabajo.....	61
Tabla 47: Estado del Capital de Trabajo septiembre 2014.....	62
Tabla 48: Activos Prescindibles.....	62
Tabla 49: Determinación período implícito para Valor Terminal.....	63
Tabla 50: Proyección del flujo de caja libre.....	64
Tabla 51: Valorización económica de Falabella por Flujo de Caja Descontado.....	65

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1: Ebitda por Área de Negocios	15
Ilustración 2: Ingresos por País	15
Ilustración 3: Ebitda por País	16
Ilustración 4: Estructura corporativa de la empresa	16
Ilustración 5: Crecimiento de ingresos por línea de negocio	33
Ilustración 6: Crecimiento de ventas minoristas	34
Ilustración 7: Evolución de los tipos de cambio respecto al dólar	35
Ilustración 8: Crecimiento de las variables de la industria	36

1. Resumen Ejecutivo

A continuación se presenta la valoración de S.A.C.I Falabella. En la cual se emplea el método de flujo de caja descontado, a tal efecto se hace uso de los estados financieros del período comprendido entre los meses de septiembre del 2010 y septiembre del 2014, además de la información histórica de la empresa, el análisis incorpora las perspectivas y planes de desarrollo de la compañía en materia de inversiones, así como también la estrategia de expansión del negocio, de acuerdo con la información económica financiera relevante en los diferentes mercados donde desarrolla sus actividades.

A fin de sistematizar el proceso, a lo largo de este trabajo se exponen los supuestos en los que se enmarca, tomando especial detalle de los ingresos y costos históricos por línea de negocios, lo que juntamente con el análisis de las perspectivas macroeconómicas constituyen el insumo indispensable para proyectar la evolución de la compañía como prerequisite para obtener el valor presente de los flujos de la empresa.

El análisis de Valoración se inicia con una descripción detallada de la empresa y sus diversas líneas de negocios, así como un análisis geográfico de sus operaciones, además se realiza una descripción de la industria del retail a la cual pertenece. Posteriormente, se procede a determinar la tasa de costo de capital de la compañía tomando en cuenta los retornos semanales de las acciones de la compañía, así como también su estructura financiera, y el costo de la deuda por el método de Rubinstein.

También se realiza una proyección de los estados de resultado de la compañía para el período 2014-2018, a tal efecto se procede mediante un análisis de la estructura operacional a fin de proyectar los ingresos y costos de la empresa empleando una combinación de criterios no solo históricos, sino un análisis de las perspectivas futuras. Finalmente, se utilizan los resultados anteriores para determinar el flujo de caja libre, en donde se hizo necesario determinar no solo la política de inversiones, sino también la composición de la misma, a fin de que conjuntamente con la determinación del valor presente de los activos prescindibles y el cálculo del valor terminal de la empresa, fuera posible estimar mediante el método de flujo de caja descontado el valor de la acción al 30 de septiembre del 2014.

Finalmente, en el último apartado se exponen las conclusiones del proceso de valoración de S.A.C.I. Falabella a fin de presentar los resultados principales obtenidos al 30 de septiembre del 2014.

2. Metodología

En primer lugar, se utilizó el método de flujo de caja descontado, el cual consiste en determinar el valor de la empresa mediante el cálculo del valor presente del flujo de caja futuro proyectado¹, esta metodología es considerada una de las más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Bajo esta metodología, los flujos de caja de la empresa analizada son modelados para un período de tiempo determinado o periodo explícito de proyección, tomando como referencia supuestos acerca de factores macroeconómicos y de la industria que inciden sobre los resultados de la compañía, estas proyecciones son posteriormente actualizados, es decir traídas a valor presente mediante una tasa de descuento, dicha tasa representa el coste del capital asociado a la compañía, además el proceso de valoración requiere que sean incorporados también aquellos flujos de caja generados más allá del período implícito de proyección lo que se conoce como el Valor Terminal de la compañía.

De acuerdo a lo expuesto precedentemente, puede inferirse que tanto el valor presente de los flujos proyectados así como el valor terminal de la compañía son extremadamente sensibles a la tasa de descuento aplicada, al respecto cabe señalar que la tasa incorpora el riesgo y las volatilidades históricas a las cuales se halla sujeta la compañía; para calcularla frecuentemente se estima un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas que se denomina costo patrimonial (k_p).

A fin de valorar la empresa de acuerdo a esta metodología, tal y como se verá más adelante, es necesario que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo²; además el método de flujo de caja descontado implica también la adición de los activos prescindibles, es decir aquellos activos que no son necesarios para la operación de la empresa además de la realización de ajustes en el capital de trabajo³. Finalmente, el valor del patrimonio se obtiene de

¹ Maquieira Carlos, Finanzas Corporativas Teoría y Práctica

² Si no existiera una estructura de capital objetivo no sería posible el uso de esta metodología y habría que recurrir al valor presente ajustado

³ Es decir incorporar más capital de trabajo en caso de déficit o reducirlo si al momento de la valoración existiese un superávit del mismo

la diferencia entre el valor de la empresa y el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

3. Descripción de la Empresa e Industria

Tabla 1: Ficha de la Empresa

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

Fuente: SVS

La empresa tiene a septiembre del 2014 una presencia bursátil del 100% con un total de 2.434.465.103 acciones que son transadas en las tres bolsas del país. Asimismo la compañía cuenta con ADR'S que se encuentran inscritas en la Bolsa de Valores de Nueva York.

3.1 Industria

Falabella participa en el sector retail, el cual abarca la distribución de bienes al detalle a través de una diversidad de formatos que satisfacen diferentes necesidades de consumo siendo como tal un subsector del comercio, que incluye los formatos de a) Tiendas por departamento: considera vestimenta y equipamiento del hogar; b) Tiendas de mejoramiento del hogar o Home-stores: vinculado con requerimientos del sector de la construcción, decoración y sus ramificaciones; y c) Supermercados: atiende el sector de alimentos principalmente. En general la industria del retail está estrechamente vinculada con el sector consumo, por lo cual es altamente sensible a los ciclos económicos y a las variables que determinan el poder adquisitivo de los consumidores.

La empresa concentra sus segmentos de negocios en tiendas por departamentos, servicios financieros (CMR, Banco Falabella, Seguros de corretaje, empresas de viajes y servicios móviles), mejoramiento del hogar, supermercados y centros comerciales con operaciones en Chile, Perú, Argentina, Colombia y Brasil, siendo como tal, uno de los proveedores líderes de América Latina, constituyéndose como el mayor referente en el rubro de tiendas por departamento en cuatro de los países en los que se encuentra presente (Chile, Perú, Argentina, Colombia), mientras que en el segmento de mejoras para el hogar es líder en tres de los cinco países donde desarrolla sus operaciones (Chile, Perú y Colombia). Falabella también lidera el mercado al por menor de tarjetas

de crédito en la región, siendo el principal emisor en este segmento tanto en Chile y Perú, países en donde también se destaca como el principal operador de centros comerciales.

Conviene destacar la posición competitiva de Falabella dentro de la industria en Chile donde es líder en el sector de Tiendas por Departamento (36,5% de participación), Mejoramiento del Hogar (25,9% del mercado), tarjetas de crédito no bancarias (39,2% de las transacciones). Asimismo, en cuanto a las perspectivas en relación a los riesgos y características de cada área de negocios de la industria cabe señalar lo siguiente:

- (i) La industria de las tiendas por departamento, presenta una alta competencia, con diversos actores, lo que ha implicado disminuciones de precios, impactando los márgenes operacionales y logrando utilidades sobre la base del desarrollo de un negocio financiero y de crédito, así como también mediante programas de fidelización.
- (ii) La industria de mejoramiento del hogar, presenta dependencia con la evolución del sector construcción y las reparaciones, no obstante, existe potencial de crecimiento, ya que aproximadamente un 57% del mercado en Chile se concentra en pequeños ferreteros.
- (iii) La industria de los centros comerciales presentan altos márgenes operacionales, y su estructura de cobro a los locatarios -que contempla montos mínimos garantizados de ingresos- permite que los ingresos no se vean mayormente afectados a los ciclos económicos.
- (iv) La industria de los supermercados presenta una tendencia a la concentración, con un alto nivel de competencia lo cual presiona los precios de venta y los márgenes operacionales.
- (v) El negocio de las tarjetas de crédito, cuyos principales riesgos son los costos de financiamiento (tasas de interés) y la recuperabilidad de los créditos, especialmente en periodos recesivos de la economía, donde las morosidades y las tasas de provisiones y de castigos se ven impactadas. Sin embargo, para Chile la cartera de

cuentas por cobrar del negocio de tarjetas de crédito, presenta adecuados indicadores de riesgo, siendo los de menor nivel de riesgo de la industria.

3.2 Regulación

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

Por otra parte cabe señalar que las sociedades filiales de S.A.C.I. Falabella de acuerdo a la naturaleza de las operaciones que desarrollan, se encuentran sujetas a diversas regulaciones entre las que se encuentran la Ley de Protección al Consumidor, Ley General de Bancos, así como también las diversas normativas de la Superintendencia de Valores y Seguros y las disposiciones emanadas de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras entre otras.

Asimismo, cabe señalar que además de Chile (clasificado en AA-/Estables por Standard & Poor's) la empresa tiene presencia de filiales en diversos países de Sudamérica que presentan un mayor riesgo soberano (Argentina: CCC+/Negativas, Colombia: BBB/Estables, Perú: BBB+/Estables), es por ello que todas sus operaciones se encuentran sujetas además de las regulaciones de Chile al marco normativo de cada país.

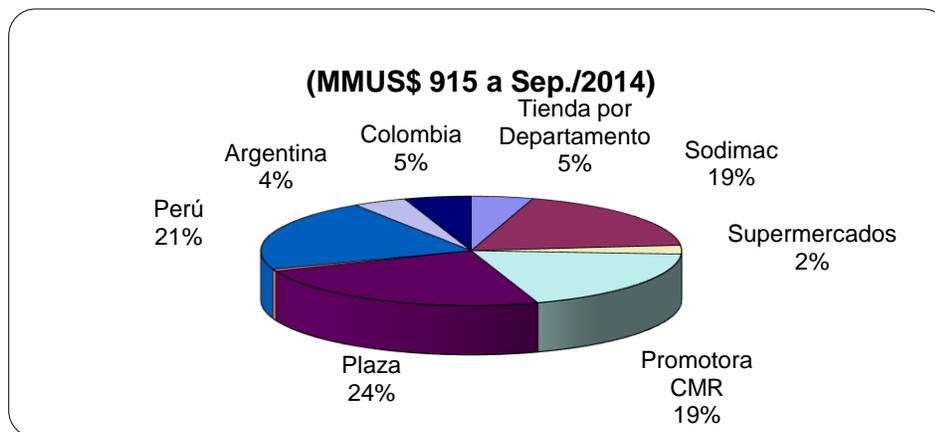
3.3 Descripción del negocio

Tal como se mencionara anteriormente S.A.C.I. Falabella, es un holding de empresas vinculadas a la industria del comercio, siendo uno de los principales operadores de retail tanto en Chile como en Sudamérica, sus inversiones se encuentran en Chile, Argentina, Perú y Colombia, desarrollando sus operaciones en las áreas de Tiendas por Departamento (Falabella), Servicios Financieros (CMR Falabella, Bancos, Seguros), Mejoramiento del Hogar (Sodimac), Supermercados (Tottus) y Centros comerciales (Mall Plaza).

3.4 Sectores donde participa

De conformidad a lo expuesto precedentemente se puede señalar la composición del EBIDTA desagregando por área de negocios para Chile y considerando en forma consolidada sus operaciones en los demás países donde desarrolla sus operaciones:

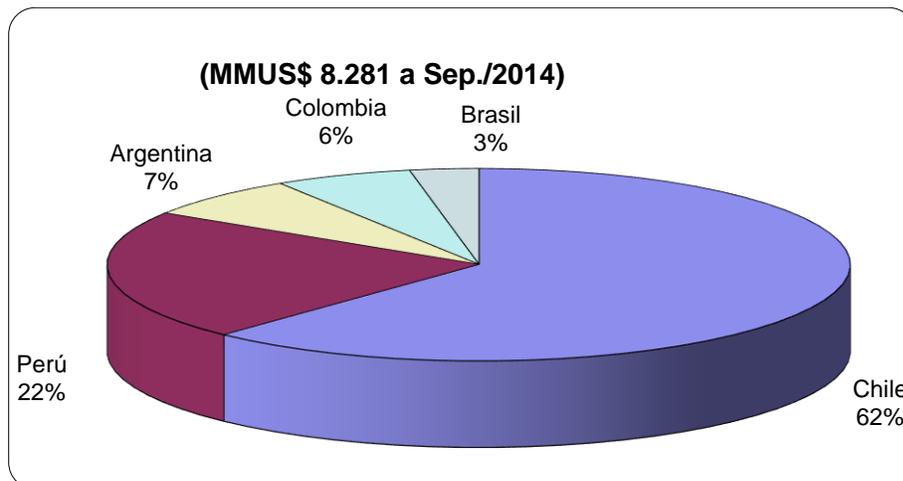
Ilustración 1: Ebitda por Área de Negocios



Fuente: Presentación de inversionistas septiembre 2014

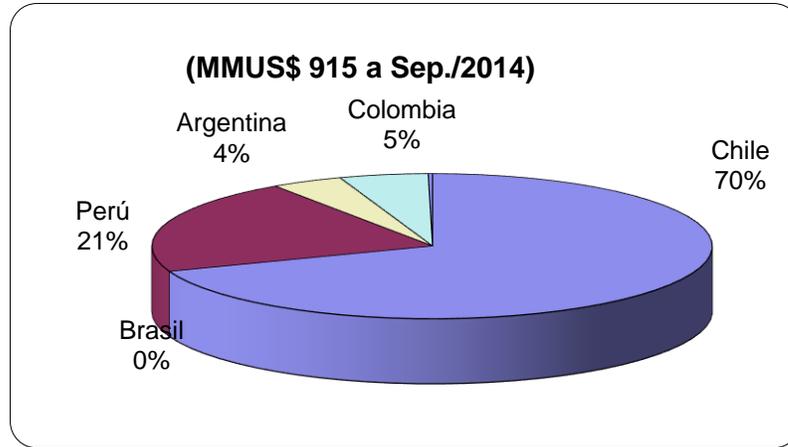
En términos generales, si se analiza por país, tenemos la siguiente estructura:

Ilustración 2: Ingresos por País



Fuente: Presentación de inversionistas

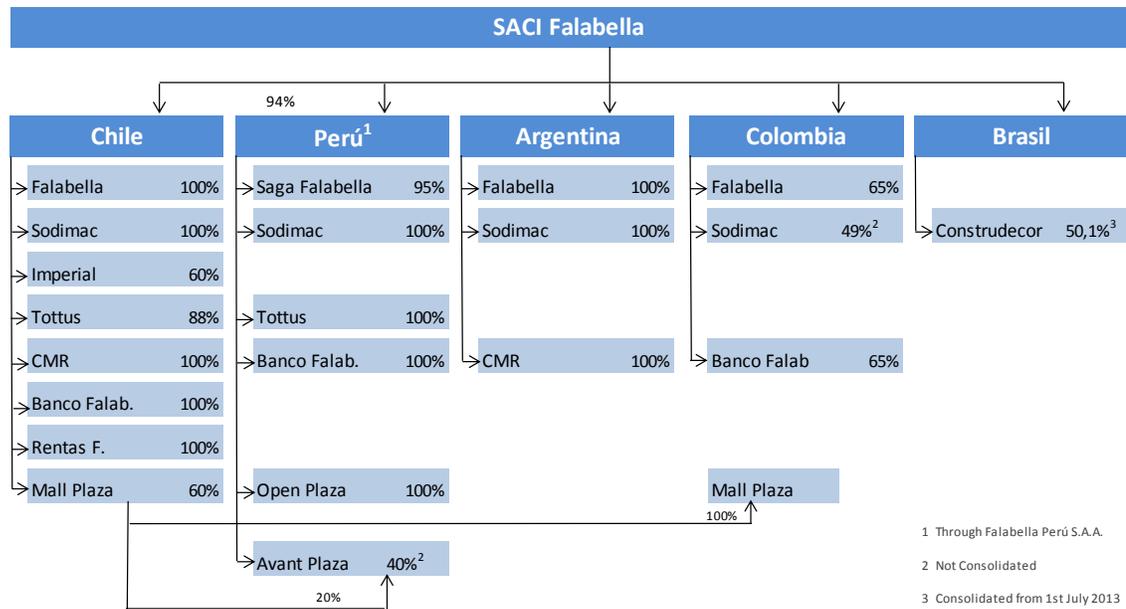
Ilustración 3: Ebitda por País



Fuente: Presentación de inversionistas septiembre 2014

3.5 Filiales

Ilustración 4: Estructura corporativa de la empresa



Fuente: Presentación corporativa septiembre de 2014

Grupo Falabella se ha convertido en una de las compañías líderes en retail de América Latina, con presencia en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil y próximamente en Uruguay. Por medio de una estrategia que equilibra crecimiento, rentabilidad y sostenibilidad, el Grupo Falabella se

organiza en cinco áreas de negocios: Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Servicios Financieros e Inmobiliaria los cuales se describen a continuación.

3.6 Tiendas por Departamento

Falabella opera con esta unidad de negocios en Chile, Perú, Colombia y Argentina, mercados donde ejerce liderazgo, la misma tiene presencia a través de grandes tiendas, donde comercializa la mayor gama de productos para uso personal y del hogar, ordenados por múltiples categorías como vestuario y calzado; artículos de belleza; artículos electrónicos y electrodomésticos; muebles y artículos de decoración; contando con marcas internacionales, locales, de segunda generación, exclusivas y también marcas propias.

Posee tiendas especializadas en vestuario y calzado para marcas exclusivas y de segunda generación, donde se ofrece una mayor variedad de esos productos que en las grandes tiendas.

El Grupo tiene diversos competidores en los países en los que opera dentro de la industria del comercio minorista. Se pueden distinguir tres distintos subsectores: las tiendas por departamento, las multitiendas - que se diferencia de las tiendas por departamento en la menor gama de productos que ofrece en sus locales y el foco del segmento socioeconómico - y las cadenas de especialidad, las cuales centran su oferta de productos en torno a un uso, concepto específico o características comunes.

De acuerdo a análisis de mercado realizados internamente por la empresa en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas y la Encuesta Casen de Chile, la Encuesta Nacional de Hogares de Perú, el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas de Colombia y Euromonitor, entre otras, la participación de mercado de las tiendas por departamento en la industria del comercio minorista de acuerdo a las categorías en las que participa es de alrededor de 24% en Chile, 17% en Perú, 6% en Colombia y 2% en Argentina.

Tabla 2: Tiendas por Departamento

País	Tiendas	Superficie de Ventas
Chile	45	305.000 m ²
Perú	25	155.000 m ²
Colombia	18	114.000 m ²
Argentina	11	58.000 m ²

Fuente: Falabella SVS 2014

3.7 Mejoramiento del Hogar

La compañía tiene presencia con esta unidad de negocios en Chile, Perú, Colombia, Argentina y Brasil, y próximamente estará en Uruguay. Al día de hoy, opera seis conceptos de ventas y servicios complementarios para sus clientes: **Sodimac Homecenter, Sodimac Constructor, Imperial, Homy, Dico y Maestro.**

Sodimac Homecenter está orientado al mejoramiento del hogar, ofreciendo a las familias chilenas, peruanas, colombianas y argentinas todo tipo de productos y servicios de equipamiento, renovación, remodelación y decoración de la casa.

Sodimac Constructor se focaliza en las necesidades de los profesionales del área de construcción y ferretería, entregándoles los mejores materiales al precio más conveniente.

Imperial, que opera sólo en Chile, cuenta con una oferta especializada de productos para el rubro de las maderas.

Homy pone a disposición de quienes gustan del diseño y la decoración, una alternativa accesible para llevar distintos estilos a los hogares chilenos.

Dico, en Brasil, se enfoca en las categorías de pisos y revestimientos, baño y cocina.

Maestro, tienda que a partir del 2014 opera Perú, que posee una oferta atractiva para quienes requieren de productos en el rubro de mejoramiento del hogar y construcción.

En el sector de mejoramiento del hogar, el Grupo tiene múltiples y diversos competidores en los distintos países en los que opera. Están las grandes tiendas de materiales de construcción y

mejoramiento del hogar, así como también existe una gran cantidad de ferreterías, muchas de las cuales están agrupadas en cadenas. Adicionalmente, existen otros competidores en productos de mejoramiento del hogar dentro de los cuales destacan todos los hipermercados, tiendas departamentales y tiendas de especialidad y por último proveedores que atienden directamente a clientes de empresas constructoras.

De acuerdo al análisis de mercado realizado con información del Instituto Nacional de Estadísticas, la Encuesta de Presupuestos Familiares y la Cámara Chilena de la Construcción de Chile, el Instituto Nacional de Estadística e Informática de Perú, el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas de Colombia, el Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina y el Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística, entre otras, la participación de mercado en este segmento es de 27% en Chile, 13% en Perú, 13% en Colombia, 1% en Argentina y menos de 1% en Brasil.

Tabla 3: Tiendas de Mejoramiento del Hogar por país

País	Tiendas	Superficie de Ventas
Chile	84	689.000 m2
Perú	56	364.000 m2
Colombia	34	331.000 m2
Argentina	8	84.000 m2
Brasil	58	125.000 m2

Fuente: Falabella SVS 2014

3.8 Supermercados

Falabella dispone de 3 formatos en esta unidad de negocios, con presencia en Chile y Perú.

Supermercados Tottus, donde se comercializan principalmente las categorías tradicionales de alimentos y productos de higiene.

Hipermercados Tottus, oferta ampliada de bienes durables básicos, línea blanca, vestuario, productos electrónicos y artículos para el hogar.

Hiperbodega Precio Uno, ofrece un surtido de productos con un mayor foco en los productos no perecibles, privilegiando la conveniencia en los precios para el mercado peruano.

El segmento de supermercados cuenta con diversos competidores, entre ellos hipermercados, supermercados, tiendas de autoservicio y almacenes de barrio de carácter familiar.

De acuerdo a análisis de mercado realizados internamente en base a información de Instituto Nacional de Estadísticas de Chile, Euromonitor, el Instituto Nacional de Estadística e Informática de Perú, Apoyo Consultoría, entre otros, la participación de mercado del Grupo en la industria de supermercados es de 4% en Chile y 5% en Perú.

Tabla 4: Supermercados por país

País	Tiendas	Superficie de Ventas
Chile	52	183.000 m ²
Perú	49	183.000 m ²

Fuente: Falabella SVS 2014

3.9 Servicios Financieros

Falabella Financiero ofrece una propuesta integral de productos y servicios en esta área, que permite entregar a sus clientes acceso al crédito de una forma responsable, por medio de una estrategia que combina la solidez de un negocio financiero tradicional con la cercanía a los clientes que caracteriza al retail, en términos geográficos sus operaciones se encuentran en Chile, Perú, Colombia, y Argentina a través de sus distintas unidades de negocio financiero.

CMR Falabella: con más de 35 años en el mercado chileno se ha convertido en el mayor emisor de tarjetas de crédito en el mercado nacional, otorgando a sus clientes un sistema de pago más cómodo y flexible. Hoy CMR también opera en Argentina, y está presente en Perú y Colombia a través del Banco Falabella. En el año 2010, se estableció una alianza con Visa y MasterCard, abriendo así la tarjeta y ampliando su uso en locales fuera del Grupo.

Banco Falabella: abrió la puerta a los clientes chilenos, peruanos y colombianos que no sólo querían acceder a créditos de consumo, sino que también necesitaban de un servicio bancario integral, donde pudieran obtener cuentas corrientes, créditos hipotecarios, depósitos a plazo y fondos mutuos; de forma simple, transparente y con la mayor conveniencia.

Seguros Falabella: con el objetivo de entregar a sus clientes la tranquilidad que necesitan, la empresa les ofrece asesoría integral en la elección de alternativas de seguros, que se ajustan a sus necesidades particulares. Actualmente cuenta con operaciones en Chile, Perú, Colombia y Argentina.

Viajes Falabella: se ha transformado en la agencia de viajes de mayor crecimiento en los últimos años, ofreciendo a sus clientes chilenos, peruanos, colombianos y argentinos un servicio de primera clase que logra equilibrar calidad, precio y formas de pago.

Móvil Falabella: atendiendo a las necesidades de comunicación de sus clientes, Falabella ingresó al área de telefonía como operador móvil virtual en Chile, permitiendo que clientes de telefonía prepago accedan a beneficios similares a los de quienes tienen contrato con alguna compañía.

En el área de servicios financieros se compete tanto con bancos de personas como con operadores de tarjetas de crédito de casas comerciales. Adicionalmente, se compete con otras corredoras de seguro, agencias de viaje, líneas aéreas y proveedores de líneas móviles.

Según información de la SBIF, SVS y cajasdechile.cl, la participación de mercado de acuerdo al stock de colocaciones de consumo a diciembre de 2014 es del 9,1% en Chile, considerando las colocaciones de CMR y el Banco Falabella. En el caso de Perú, de acuerdo a la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de ese país, la participación de mercado de Banco Falabella en colocaciones de consumo a diciembre 2014 asciende a 6,9%. En Colombia, de acuerdo a la Super Financiera de ese país, la participación de mercado de Banco Falabella en colocaciones de consumo a diciembre 2014 asciende a 1,6%. Por último, de acuerdo al Banco Central de la República Argentina, la participación de mercado de CMR en ese país de acuerdo a colocaciones de tarjetas de crédito y préstamos personales asciende a 0,6%.

Tabla 5: Servicios Financieros por país

País	#Cuentas CMR con Saldo	Sucursales Bancarias	Nº Pasajeros en viajes Falabella	#Líneas Móvil
Chile	2.247.183	95	207.000	225.000
Perú	1.017.653	59	52.000	-
Colombia	803.984	53	102.000	-
Argentina	504.244	-	39.000	-

Fuente: Falabella SVS 2014

Tabla 6: Principales accionistas

Nombre o Razón Social	RUT	Número de acciones	% de propiedad
INVERSIONES LOS OLIVOS	76.360.576-0	291.569.988	11,98%
LUCEC TRES S A	99.556.440-8	258.913.368	10,64%
BETHIA S A	78.591.370-1	243.517.941	10,00%
INVERSIONES SAN VITTO LTDA	77.945.970-5	243.698.146	10,01%
INV Y RENTAS DON ALBERTO CUATRO S A	99.552.470-8	150.666.022	6,19%
DERSA SA	95.999.000-K	138.024.501	5,67%
MAPCOR CUATRO S A	99.556.480-7	108.247.346	4,45%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	97.004.000-5	96.743.123	3,97%
BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	76.645.030-K	88.728.580	3,64%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	97.036.000-K	64.839.897	2,66%
INPESCA S A	79.933.960-9	49.343.681	2,03%
IMPORTADORA Y COMERCIALIZADORA AMALFI SPA	87.743.700-0	45.224.102	1,86%
Propiedad total concentrada en los 12 mayores accionistas de la entidad		1.779.516.695	73%

Fuente: Falabella SVS 2014

Al 31 de diciembre de 2014, el patrimonio de la Sociedad estaba dividido en 2.434.465.103 acciones de igual valor pertenecientes a una serie única, con 1.529 accionistas registrados.

4. Descripción del Financiamiento de la Empresa

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

4.1 Características de las emisiones

Se exponen los bonos de la empresa de acuerdo con su clasificación respectiva⁴:

Tabla 7: Bonos Corporativos

Sociedad	Tipo Bono Emisión	Nº Inscripción	Fecha Inscripción	Unidad	Monto Inscrito (miles)	Serie	Tasa de Emisión (%)	Objetivo de la Emisión	Plazo Vencimiento (años)	Valor Nominal Inicial (U.Reaj)	Valor Nominal Vigente (U.Reaj)	Valor Nominal Reajustado (en miles de \$)
Plaza S.A.	1E	583	08/05/09	U.F.	5.000	A	3,00	RP	5,00	2.000.000		
Plaza S.A.	1E	583	08/05/09	\$	105.000.000	B	5,00	RP	5,00			
Plaza S.A.	2E	583	19/10/10	U.F.	3.000	D	3,85	RP	21,00	3.000.000	3.000.000	72.310.230
Plaza S.A.	1E	584	08/05/09	U.F.	5.000	C	4,50	RP	21,00	3.000.000	3.000.000	72.310.230
Plaza S.A.	2E	584	19/10/10	U.F.	2.000	E	3,85	RP	21,00	2.000.000	2.000.000	48.206.820
Plaza S.A.	2E	584	19/10/10	U.F.	2.000	F	3,55	RP	7,00			
Plaza S.A.	1E	669	31/05/11	U.F.	3.000	G	3,00	RP	5,00	1.000.000	1.000.000	24.103.410
Plaza S.A.	2E	669	24/05/12	U.F.	2.000	I	3,50	FI	6,00	1.000.000	1.000.000	24.103.410
Plaza S.A.	2E	669	24/05/12	U.F.	2.000	J	3,90	FI	22,00			
Plaza S.A.	1E	670	31/05/11	U.F.	4.000	H	3,50	RP	22,00	2.500.000	2.500.000	60.258.525
Plaza S.A.	2E	670	24/05/12	U.F.	3.500	K	3,90	FI	22,00	3.000.000	3.000.000	72.310.230
Plaza S.A.	1E	766	25/09/13	\$	103.450.000	L	6,20	RP FI	7,00			
Plaza S.A.	1E	766	25/09/13	U.F.	4.500	M	3,50	RP FI	7,00	1.500.000	1.500.000	36.155.115
Plaza S.A.	1E	767	25/09/13	U.F.	4.500	N	3,80	RP FI	22,00	3.000.000	3.000.000	72.310.230
S.A.C.I. Falabella	1E	395	08/11/04	U.F.	7.000	C	3,25	RP FI	5,00	6.500.000		
S.A.C.I. Falabella	2E	395	30/08/14	\$	72.000.000	K	4,70	RP	6,00			
S.A.C.I. Falabella	2E	395	30/08/14	U.F.	3.000	L	2,30	RP	6,00			
S.A.C.I. Falabella	1E	467	10/07/06	U.F.	6.500	E	3,50	FI	5,00	4.500.000		
S.A.C.I. Falabella	2E	467	30/08/14	U.F.	3.000	M	3,10	RP	23,00			
S.A.C.I. Falabella	1E	468	10/07/06	U.F.	6.500	F	4,25	FI	21,00	4.000.000	4.000.000	96.413.640
S.A.C.I. Falabella	1E	578	23/04/09	\$	167.630.000	G	5,30	RP	6,00	31.000.000.000	10.333.339.000	10.333.339
S.A.C.I. Falabella	1E	578	23/04/09	U.F.	8.000	H	2,80	RP	6,00	3.000.000	1.000.000	24.103.410
S.A.C.I. Falabella	1E	579	23/04/09	U.F.	8.000	I	3,80	RP FI	12,00			
S.A.C.I. Falabella	1E	579	23/04/09	U.F.	8.000	J	4,00	RP FI	24,00	3.500.000	3.500.000	84.361.935
Sodimac S.A.	1E	520	18/12/07	U.F.	1.500	E	3,00	FI RP	5,00			
Sodimac S.A.	2E	520	19/01/09	U.F.	1.500	G	5,00	RP	21,00			
Sodimac S.A.	1E	521	18/12/07	U.F.	1.500	D	2,50	FI RP	5,00	1.500.000		
Sodimac S.A.	2E	521	19/01/09	\$	32.170.000	F	7,00	RP	7,00	32.170.000.000	12.063.750.000	12.063.750
Sodimac S.A.	1E	676	13/09/12	U.F.	1.000	H	3,40	FI	5,00	1.000.000	1.000.000	24.103.410
Sodimac S.A.	1E	676	13/09/12	\$	22.800.000	I	6,50	FI	5,00			
Sodimac S.A.	1E	677	13/12/12	U.F.	1.000	J	3,60	RP	10,00			
Sodimac S.A.	1E	677	13/12/12	U.F.	1.500	K	3,70	RP	21,00	1.500.000	1.500.000	36.155.115
Plaza S.A.	1E	766	M		627.255							
Plaza S.A.	1E	767	N		1.361.095							

⁴ Los datos fueron extraídos de la página de la SVS al 31 de agosto del 2014

Fuente: SVS ⁵

Tabla 8: Características Bonos Bancarios y Subordinados Bancarios de Banco Falabella

Institución	Serie	Fecha de inscripción	Fecha límite para la colocación	Fecha de emisión nominal (2)	Plazo de los bonos	Moneda	Monto inscrito	Tasa de emisión	Monto nominal inicial colocado	Monto nominal colocado vigente	Valor par
Banco Falabella	A	09/07/2007	09/07/2010	15/06/2007	252	U.F.	41.085.634.000	4,0	41.085.634.000	41.085.634.000	41.560.358.804
Banco Falabella	A	01/06/2010	01/06/2013	15/05/2010	120	U.F.	72.504.060.000	3,3	24.168.020.000	24.168.020.000	24.466.257.509
Banco Falabella	B	01/06/2010	01/06/2013	15/05/2010	300	U.F.	72.504.060.000	3,8	48.336.040.000	48.336.040.000	49.021.859.166
Banco Falabella	C	09/08/2011	09/08/2015	31/07/2011	252	U.F.	60.420.050.000	3,9	36.252.030.000	36.252.030.000	36.481.419.041
Banco Falabella	D	09/08/2011	09/08/2015	31/07/2011	84	U.F.	60.420.050.000	3,4	24.168.020.000	24.168.020.000	24.303.269.523

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile

⁵ FG: Fines generales-FI: Financiamiento de inversión- RP: Sustitución de Pasivos

5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

A fin de analizar la estructura de capital de la empresa se ha hecho uso de la información suministrada por la compañía entre septiembre del 2010 y septiembre del 2014 de conformidad con los estándares de IFRS.

De acuerdo a los datos considerados fue posible determinar la deuda financiera de Falabella, a tal efecto a continuación se exponen los resultados en miles de unidades de fomento (MUF):

Tabla 9: Deuda Financiera S.A.C.I. Falabella

Años	2010	2011	2012	2013	2014
Otros Pasivos Financieros, Corrientes	18.643	19.545	24.286	27.512	25.966
Otros Pasivos Financieros, No Corrientes	52.973	60.303	63.411	73.809	98.277
Deuda Financiera MUF	71.616	79.848	87.697	101.322	124.243

Fuente: Elaboración propia en base los estados financieros de la compañía⁶

A continuación se presenta las estimaciones del valor del patrimonio de la compañía; para el efecto se ha procedido empleando el precio de cierre y el número de acciones de la bolsa de Santiago con lo cual es posible determinar el valor del patrimonio durante el mismo período de referencia:

Tabla 10: Valor del Patrimonio de la compañía Período 2010-2014

Años	2010	2011	2012	2013	2014
Miles de Acciones	2.404.291	2.406.369	2.418.751	2.422.583	2.434.465
Precio Cierre	5.257,80	4.039,10	4.931,40	4.713,00	4.513,50
Patrimonio M\$	12.641.281.598	9.719.563.966	11.927.830.713	11.417.635.456	10.987.958.242
Patrimonio MUF	589.185	435.972	522.217	489.826	454.649

Fuente: Elaboración propia⁷

⁶ La estimación de la deuda considera solamente el segmento de negocios no bancarios de la empresa en base los estados presentados a la SVS

⁷ Datos obtenidos de la Bolsa de Comercio de Santiago

Tomando como base el patrimonio y deuda del período de análisis, se procede a calcular la estructura de capital de la empresa de acuerdo al siguiente esquema:

Tabla 11: Estructura de Capital Falabella Período 2010-2014

Años	2010	2011	2012	2013	2014
Deuda (B)	71.616	79.848	87.697	101.322	124.243
Patrimonio (P)	589.185	435.972	522.217	489.826	454.649
Valor de la Empresa (V)	660.801	515.820	609.914	591.148	578.892
%Deuda (B/V)	11%	15%	14%	17%	21%
% Deuda/Patrimonio(P/V)	12%	18%	17%	21%	27%
% Patrimonio/[Deuda+Patrimonio] (P/V)	89%	85%	86%	83%	79%

Fuente: Elaboración propia

A partir del esquema definido anteriormente y con base a los resultados obtenidos se presenta un resumen a nivel descriptivo estadístico de las variables presentadas dentro de la estructura de capital de la empresa durante el período 2010-2014:

Tabla 12: Resumen Estadístico de razones financieras período 2010-2014

Estadísticas	B/V	P/V	B/P
Mediana	15,48%	84,52%	18,32%
Promedio	15,86%	84,14%	19,06%
Desviación Estandar	3,89%	3,89%	5,58%
Mínima	11%	79%	12%
Máxima	21%	89%	27%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 13: Razones de endeudamiento de la compañía período 2010-2014

Años	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
B/V	11%	15%	14%	17%	21%	16%
B/P	12%	18%	17%	21%	27%	19%

Fuente: Elaboración propia

6. Estimación del Beta de la acción

Tomando como fuente a la Bolsa de Comercio de Santiago, se procedió a obtener la serie histórica de precios semanales del índice IGPA así como la serie de precios semanales históricos de Falabella desde el 1 de octubre del 2008 hasta el 30 de septiembre del 2014 tomando como referencia el precio de cierre de los días viernes de cada semana.

A partir de la serie de datos considerados se obtuvieron los retornos semanales con lo cual se procedió a calcular el beta de la acción entre los años 2010 y 2014⁸, para el efecto se ha empleado el siguiente modelo:

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

Empleando el modelo descrito se procedió a realizar las estimaciones basadas en los retornos semanales de la acción a fin de presentar a continuación los resultados obtenidos:

Tabla 14: Resumen Beta patrimonial del período

Periodo	2010	2011	2012	2013	2014
Betas Accionarios	1,2170	1,2771	1,3527	1,2603	0,8472
P-value (significancia)	0	0	0	0	0
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente:

Elaboración propia

Puede observarse que los resultados presentan un elevado nivel de significancia atendiendo a que cada año considerado presenta una estimación robusta incluso al 1%.

A lo largo del período el valor de los betas de la empresa han sido todos mayores a 1 entre el 2010 y el 2013 lo que resulta consistente con lo que cabe esperar para una empresa del sector retail sujeta a un fuerte vínculo con las perspectivas económicas. El valor obtenido para el último año,

⁸ El análisis realizado permite obtener el beta de la acción al 30 de septiembre de cada año.

2014, presenta una marcada reducción, situándose en 0,8472, lo que indicaría que la empresa presentaría menores niveles de riesgo respecto al mercado en comparación a los últimos años.

El análisis realizado resulta confiable dada la elevada presencia bursátil de la empresa, que tal y como se observa muestra una participación del 100%, lo que indica un elevado volumen de transacciones en el mercado⁹.

De acuerdo a los resultados obtenidos, se utilizara como valor del beta obtenido para el año 2014, correspondiente a 0,8472; con el mismo se procederá a determinar el Costo de Capital de la empresa.

⁹ La estimación de presencia bursátil cambió el año 2012. A contar del 1 de febrero de 2012, la estimación de presencia bursátil pasó a ser UF 1.000 diarias transadas entre las tres bolsas del país. Previo a esa fecha, el monto correspondía a UF 200.

7. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

7.1 Costo de la Deuda

En base a los datos obtenidos a partir de la terminal de Bloomberg hemos obtenido como referencia el bono de largo plazo BFALA-M emitido el 29 de septiembre del 2014 y con un plazo de 22 años en UF a fin de obtener una TIR de 3,319% que será utilizada como la tasa (k_b) o tasa de costo de la deuda.

7.2 Beta de la Deuda

A continuación procedemos a calcular el Beta de la deuda, a tal efecto se utiliza el CAPM

Partimos con $r_d = r_f + (PRM)$

Despejamos $\beta_d = (r_d - r_f) / PRM$

$$r_d = 3,319\%$$

$$r_f = 1,91\%$$

$$PRM = 5,93\%$$

$$\beta_d = (3,319\% - 1,91\%) / 5,93\% = 0,2376$$

7.3 Beta de la acción

Tal como se señalase anteriormente al 30 de septiembre del 2014, el beta de la acción fue obtenido a partir de los retornos semanales, este presenta un valor de 0,8472.

7.4 Beta patrimonial sin deuda

El beta patrimonial sin deuda de la empresa, a septiembre del 2014, se obtiene utilizando la fórmula de Rubinstein, puesto que como se observa, la deuda de Falabella no está libre de riesgo, además de ello se utiliza para tal efecto la estructura de capital de la empresa por lo que se procede a desapalancar el Beta mediante la siguiente fórmula:

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

De acuerdo a la fórmula precedente consideramos el beta de la acción=0,8472, la tasa de impuestos $t_c=20\%$, la razón deuda patrimonio B/P de los periodos 30 de septiembre de 2014 y 2013 es de 0,2401 en promedio y el beta de la deuda $\beta_d=0,2376$, con lo cual se obtiene un beta patrimonial sin deuda $(\beta_p^{S/D})=0,749$.

7.5 Beta patrimonial con deuda

Para determinar el beta patrimonial con deuda, se utiliza la estructura de deuda objetivo establecida anteriormente, dicha estructura corresponde al promedio de los últimos 4 años de la razón (B/P) entre los años 2010 y 2014 cuyo resultado es 19,06% para re-apalancar el beta.

De la misma forma empleando Rubinstein, se procede a sustituir la estructura de deuda de 24,01% a 19,06% y se obtiene un nuevo beta patrimonial con deuda $(\beta_p^{C/D})=0,767$.

El resultado obtenido es consistente con lo que cabría de espera al tener como promedio simple entre los años 2010 y 2014 una estructura de deuda B/P menor que la que se tenía al 30 de septiembre, esto en rigor implica una reducción del riesgo de la empresa, lo que se traduce en una disminución del valor de su beta.

7.6 Costo patrimonial

Al obtener el nuevo beta patrimonial de la empresa $(\beta_p^{C/D})=0,767$ en base a la estructura de deuda objetivo, se procede a determinar el costo patrimonial objetivo de Falabella mediante CAPM tal como se presenta a continuación:

$$E(R_i) = k_{p,i} = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_{p,i}^{C/D}$$

$$K_p = 1,91\% + 5,93\% * 0,767 = 6,46\%$$

7.7 Costo de Capital

Finalmente, utilizando la tasa K_0 , es decir la tasa que permite ponderar el efecto de la deuda sobre el costo de capital de la empresa (y no solo del patrimonio de los accionistas dado que es una empresa con deuda) se obtiene el costo de la empresa Falabella de acuerdo a su estructura de capital objetivo tal como se detalla a continuación:

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

$$K_0 = 6,46\% * 84,14\% + 3,319\% * (1 - 0,20) * 15,86\%$$

$$K_0 = 5,85\%$$

Esta tasa es la que se utilizará para descontar los flujos futuros de la empresa al emplear el método de valorización por flujos descontados, ya que su valor refleja el promedio ponderado del riesgo de los accionistas y bonistas de la empresa.

8. Análisis Operacional del Negocio e Industria

8.1 Tasas de crecimiento de ventas

A continuación se presenta un resumen de las tasas de crecimiento de las ventas de Falabella, a tal efecto se ha desagregado dicho crecimiento por país así como también por área de negocio durante el período de análisis considerado a lo largo del proceso de valoración:

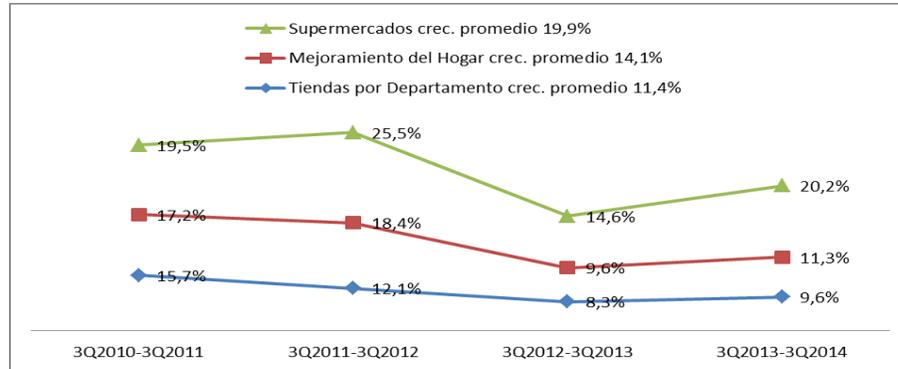
Tabla 15: Crecimiento de las Ventas por País y Negocio

País	3Q2010-3Q2011	3Q2011-3Q2012	3Q2012-3Q2013	3Q2013-3Q2014	Promedio
Argentina Crec. Promedio 12,9%	22%	14%	14%	2%	19,5%
Tiendas por Departamento	19,5%	15,9%	11,9%	2,4%	12%
Mejoramiento del Hogar	28,8%	31,1%	21,5%	-0,2%	20%
Chile Crec. Promedio 10,4%	12%	13%	9%	8%	10,4%
Tiendas por Departamento	12,3%	6,4%	7,3%	6,3%	10%
Mejoramiento del Hogar	12,1%	15,2%	8,3%	6,3%	12%
Supermercados	14%	18,2%	15,6%	14,7%	14%
Colombia Crec. Promedio 20,3%	27%	23%	8%	22%	20,3%
Tiendas por Departamento	37,8%	28,2%	8,0%	20,9%	24%
Mejoramiento del Hogar	23,2%	21,0%	8,2%	21,8%	19%
Perú Crec. Promedio 19,7%	23%	28%	12%	21%	19,7%
Tiendas por Departamento	12,6%	19,9%	9,0%	16,0%	14%
Mejoramiento del Hogar	39,7%	32,1%	16,3%	21,3%	27%
Supermercados	27,6%	34,7%	13,3%	26,6%	26%

Fuente: Elaboración propia basada en los estados financieros de la empresa

Es necesario destacar el crecimiento sustancial experimentado en todo el período en Colombia, Perú y Argentina; sin embargo conviene señalar que las expectativas de la industria se presentan diferentes a lo observado anteriormente, puesto que mientras se espera un favorable crecimiento en Colombia y Perú, para Argentina la situación económica de inestabilidad que atraviesa en el contexto actual podría afectar el crecimiento del sector en dicho país situación que debe incorporarse en las estimaciones futuras.

Ilustración 5: Crecimiento de ingresos por línea de negocio



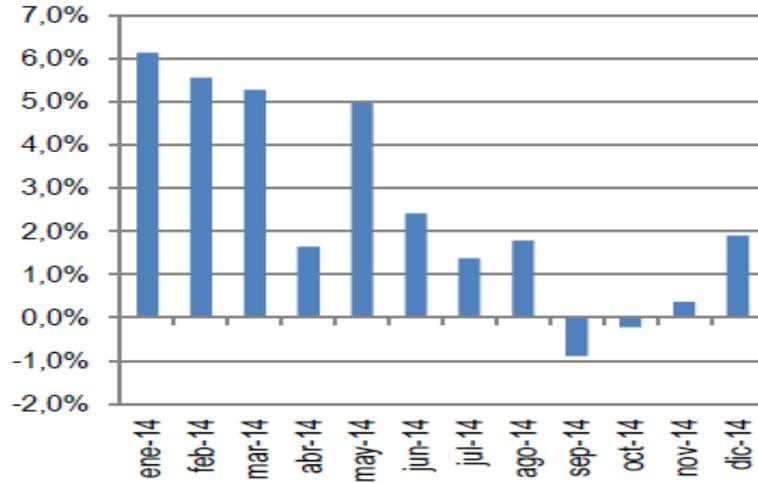
Fuente: Elaboración propia

Al analizar el crecimiento de estas 3 áreas de negocios se observa que los ingresos del segmento de supermercados ha experimentado una mayor expansión en relación con las demás no obstante todos ellos han registrado un promedio de crecimiento positivo a lo largo de todo el período.

8.2 Tasas de crecimiento de la industria

La industria del sector retail presenta una fuerte correlación con el crecimiento del consumo, como tal la presente coyuntura económica en la región tiene fuertes efectos en las compañías del sector y Falabella no es la excepción puesto que se espera una desaceleración de las economías de la región que se traduce en una reducción en el crecimiento de Same Store Sales a causa del menor consumo privado. En general como un indicador de ello puede señalarse una continua desaceleración del índice de ventas del comercio al por menor durante el 2014 que alcanzó una tasa de crecimiento mínima de -0,9% para el mes de septiembre, con lo cual puede inferirse que más allá de que las perspectivas indican una leve recuperación de este indicador aun cabría esperar que este se mantenga en niveles relativamente bajos al menos en el corto plazo.

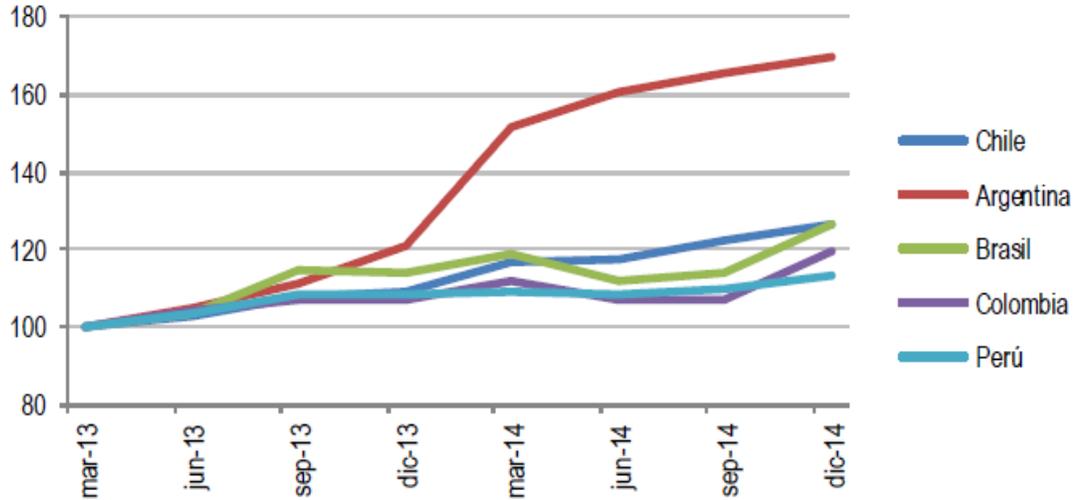
Ilustración 6: Crecimiento de ventas minoristas



Fuente: Corp Research

Otro factor que podría afectar la generación de flujos de Falabella, es la depreciación de las monedas locales respecto al dólar, en este sentido las proyecciones indican que para el 2015 las monedas de la región continúen depreciándose en relación al dólar norteamericano, lo cual podría traducirse en menores ventas dentro del sector retail.

Ilustración 7: Evolución de los tipos de cambio respecto al dólar



Fuente: Banco Central de Chile

La industria del Retail tiene una fuerte correlación con los datos macroeconómicos, en particular está estrechamente vinculado al crecimiento económico de cada país, es por ello que a continuación se presenta una revisión general de algunos indicadores para conocer u observar la situación particular de la región en la que Falabella realiza sus operaciones, a tal efecto se ha tomado información de diversas fuentes desde Organismos internacionales (CEPAL, BANCO MUNDIAL, BID) así como también informes de consultoras privadas (Larrain Vial, Corp Research etc), con el objeto de entender las fuentes que explican el crecimiento experimentado a la fecha como así también cuales serían las proyecciones futuras de la industria a fin de incorporarlas en las estimaciones a realizar.

Ilustración 8: Crecimiento de las variables de la industria

Tasas de crecimiento de la industria	Período 2012-2014			
	2012	2013	2014e	Promedio%
Chile				
Crecimiento económico	5,50%	4,20%	1,70%	3,80%
Inflación	1,70%	3%	4,60%	3,10%
SSS Tiendas por Departamento	3%	5%	2%	3,17%
SSS Mejoramiento del Hogar	9,60%	6,60%	5,30%	7,17%
SSS Supermercados	8%	7,40%	6%	6,97%
Argentina				
Crecimiento económico	0,90%	2,90%	-1,50%	0,77%
Inflación	10%	10,90%	23,90%	14,93%
SSS Tiendas por Departamento	16,70%	31,60%	24,70%	24,33%
SSS Mejoramiento del Hogar	25,90%	29,70%	26,10%	27,23%
Colombia				
Crecimiento económico	4%	4,70%	4,70%	4,47%
Inflación	4,40%	1,90%	3,30%	3,20%
SSS Tiendas por Departamento	8,10%	0,80%	7,80%	5,57%
SSS Mejoramiento del Hogar	3,10%	1,90%	6,00%	3,67%
Perú				
Crecimiento económico	6%	5,80%	2,40%	4,73%
Inflación	3,20%	2,90%	3,10%	3,07%
SSS Tiendas por Departamento	8,7%	5,90%	-0,7%	4,63%
SSS Mejoramiento del Hogar	13,8%	7,30%	-3,4%	5,90%
SSS Supermercados	14,4%	6,90%	5,1%	8,80%
Brasil				
Crecimiento económico	1%	2,50%	0,10%	1,20%
Inflación	5,79%	5,90%	6,60%	6,10%

Fuente: elaboración propia

En términos generales se puede notar la sólida expansión de las economías de Chile Colombia y Perú mientras que las economías de Argentina y Brasil han venido desacelerándose en el período de análisis situación que se traduce indefectiblemente en una reducción de su aporte a la expansión de Falabella¹⁰.

¹⁰ A septiembre del 2014 el EBIDTA de Falabella era explicado por Chile (70%), Perú (21%), Colombia(5%), Argentina(4%) mientras que el Brasil en esta etapa resulta insignificante dado el reciente inicio de las actividades de Falabella en el país (0%).

Tabla 16: Proyecciones Macroeconómicas de la industria

Proyecciones del Período			
Años	2015e	2016e	2017e
Chile			
Crecimiento económico	2,90%	3,80%	4,20%
Inflación	2%	2,70%	2,70%
Demanda Doméstica	2,60%	3,50%	3,50%
Consumo Privado	2,40%	3,30%	3,30%
Inversiones	2,20%	3,90%	3,90%
Colombia			
Crecimiento económico	4,40%	4,30%	4,30%
Inflación	2,30%	3%	3%
Demanda Doméstica	2,80%	4%	4%
Consumo Privado	3%	4%	4%
Inversiones	-5%	6,50%	6,50%
Perú			
Crecimiento económico	4,80%	5,50%	5,90%
Inflación	3,2	3%	3%
Demanda Doméstica	4,30%	5%	5%
Consumo Privado	4,70%	5%	5%
Inversiones	5%	5,50%	5,50%
Argentina			
Crecimiento económico	-0,30%	1,60%	3,10%
Brasil			
Crecimiento económico	1%	2,50%	2,70%

Fuente: Elaboración Propia

Tal como puede verse las dos mayores economías de la región muestran niveles de desaceleración que constituyen un factor gravitante a la hora de determinar cuál sería la importancia relativa de estas en la generación de los ingresos futuros de la empresa, cabe destacar que de las proyecciones macroeconómicas realizadas por diversos organismos internacionales y privados puede inferirse que la expansión de Falabella en la región estará explicada principalmente por las oportunidades de crecimiento de Colombia y Perú, así como también por el desafío de mantener y consolidar aún más la posición de primer orden dentro del retail en Chile puesto a que es en estos países en donde considerando el estrecho vínculo del retail con las tendencias macroeconómicas se podrían encontrar las mejores oportunidades de desarrollo de sus negocios al menos en el corto plazo¹¹.

¹¹ Para terminar cabe señalar que el crecimiento del sector retail en Chile se encontrará en torno al 13% para el periodo 2013-2017 de acuerdo a las estimaciones de Global Retail Development

9. Análisis de los costos de operación

De acuerdo a la estructura de negocios de la compañía existen dos segmentos claramente delimitados, por lo que el análisis de los costos operacionales de la empresa se realiza tomando en consideración por un lado los costos del segmento no bancario y por otra parte el correspondiente a los costos del segmento bancario de las operaciones que realiza Falabella; al separar su tratamiento lo que se pretende es considerar las características y condiciones particulares que inciden en su desarrollo.

9.1 Negocio no Bancario

Puede señalarse dentro de las **Operaciones Continuas** la existencia de tres clases de costos:

- Costo de ventas de bienes y servicios: es el más significativo de los tres e incluye el costo de la mercadería, así como las provisiones de valor neto realizable.
- Costo de venta de entidades financieras: constituye el segundo más importante y está conformado por el costo del negocio financiero no bancario de la compañía, entendiéndose éste como la venta de productos a través del crédito con la tarjeta de la empresa (incluye intereses, otros costos de ventas así como la provisión por castigos e incobrabilidad).
- Costos propiedades de inversión: es el tercero en importancia y básicamente se compone por la depreciación y los costos de mantenimiento.

Por otra parte dentro del segmento **No Bancario** también se deben considerar **los Gastos de Administración**, en este sentido la empresa desglosa los mismos de la siguiente manera:

- Remuneraciones
- Arriendos y gastos comunes
- Depreciaciones y amortizaciones
- Servicios básicos
- Materiales e insumos
- Viajes, estadía y movilización

- Impuestos, contribuciones, patentes, seguros y otros
- Honorarios y servicios de terceros
- Mantenimiento y reparación
- Comunicación
- Otros

9.2 Negocio Bancario

En el segmento Bancario Falabella considera el siguiente detalle de costos:

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

Al 30 de septiembre de 2014, el gasto por intereses y reajustes constituye la partida más importante, en segundo lugar por su volumen se encuentra la provisión por riesgo de crédito y por último el análisis indica en menor medida los gastos por comisiones. Cabe señalar que dichas partidas del negocio bancario no constituyen un volumen significativo pues el grueso de las operaciones de la empresa se concentra principalmente dentro del negocio no bancario por lo cual se explica el menor peso relativo del sector bancario dentro de los costos de la compañía.

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

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

Por último cabe señalar que la empresa presenta por separado la partida **Otros Costos y Gastos**, en el cuál se consideran los rubros **Costos de Distribución** así como también la existencia de **Otros Gastos por Función**.

10. Detalle de costos de operación

A partir del análisis de la estructura de costos de la empresa, procedemos a detallar a continuación cada una de las partidas desde el año 2010 hasta septiembre del 2014:

Tabla 17: Costos Operacionales Negocio Bancario y No Bancario

Costos por identificación según estados financieros	2010	2011	2012	2013	sep-14
Negocio No Bancario					
Costo de Ventas de bienes y servicios	119.265	136.555	154.594	169.553	131.272
Costo de Venta entidades financieras	3389	3015	4853	4.403	3.386
Costo por intereses	523	887	922	1.617	981
Otros costos de ventas	38	51	223	542	738
Provisión y Castigo incobrabilidad	2827	2077	3708	2.087	1.667
Costos de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento	4387	3868	2164	1.943	1.507
Depreciación	1753	1016	661	763	735
Mantenimiento y otros	2634	2852	1504	1.180	772
Negocio Bancario					
Gastos por intereses y reajustes	2322	3780	4704	4.845	3.918
Gastos por comisiones	348	529	715	966	837
Provisión por riesgo de crédito	1860	2709	4427	3.781	2.850

Fuente: Elaboración propia

Tabla 18: Gastos Operacionales Negocio Bancario y No Bancario

Gastos Operaciones según estados financieros	2010	2011	2012	2013	sep-14
Negocio No Bancario					
Remuneraciones	21.093	24.188	27.149	30.395	24.221
Arriendo y Gastos Comunes	5.091	2.985	3.516	4.631	3.642
Depreciaciones y Amortizaciones	3.405	5.174	5.166	5.751	4.838
Servicios Básicos Energía y Agua	1.710	1.415	1.659	1.579	1.339
Servicios Computación	853	441	315	149	172
Materiales e Insumos	767	921	1.036	1.487	1.107
Viajes, Estadía y Movilización	2.331	1.111	502	702	491
Impuestos, Contribuciones, Patentes, Seguros y otros			1.280	1.696	1.557
Honorarios, Servicios a Terceros			3.092	4.863	3.584
Mantenimiento y Reparación			1.023	1.323	861
Comunicación			104	197	186
Otros			745	112	451
Incobrabilidad Cuenta Punto Com S.A.			908	-	-
Negocio Bancario					
Remuneraciones y Gastos del Personal	1.920	2.247	2.649	2.972	2.511
Gastos de Administración	2.185	2.778	2.873	3.483	2.964
Depreciaciones y Amortizaciones	382	361	462	504	457
Otros Gastos Operacionales	286	199	294	473	317

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 19: Otros gastos servicios bancarios

Otros Costos y Gastos	2010	2011	2012	2013	sep-14
Costos de Distribución	2.180	2.907	3.503	4.061	2.529
Otros Gastos por Función	5.234	7.680	4.140	5.050	4.102

Fuente: Elaboración Propia

11. Análisis de cuentas no operacionales

En esta partida se consideran aquellas cuentas que por su naturaleza no forman parte del negocio principal, por lo cual no aparecen dentro del resultado operacional.

Del análisis realizado al estado de resultados de la empresa, particularmente el componente no bancario, pertenecen a esta categoría las siguientes cuentas:

Tabla 20: Resultado No Operacional

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

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a las notas de los estados financieros de la empresa, se ha podido constatar que las partidas citadas precedentemente han sido recurrentes en los últimos años. Cabe señalar que por su magnitud y en orden decreciente las cuentas más importantes son:

- Gastos financieros, se compone principalmente por los compromisos que tiene la empresa como emisor de instrumentos de deuda que presentan un comportamiento relativamente estable a lo largo del período de análisis.
- Resultados por unidad de ajuste, dicha partida considera los reajustes correspondientes a los resultados de las diferentes líneas del holding en el exterior, así como también las operaciones financieras realizadas.
- Participación de ganancias o pérdidas en empresas relacionadas, bajo esta partida se encuentran las operaciones de empresas que no consolidan dentro del resultado

operacional de Falabella pero en las cuales tiene participación aunque no sea controladora de las mismas¹².

Tabla 21: Inversiones en Asociadas

Nota 11 – Inversiones en Asociadas

a) Inversiones en Asociadas Negocios no Bancarios

A continuación se presenta la información respecto de las inversiones que posee la Compañía en Asociadas de negocios no bancarios en forma directa e indirecta al 30 de septiembre de 2014 y al 31 de diciembre de 2013, además de los resultados reconocidos a septiembre 2014 y 2013:

Asociada	Pais de origen	Moneda Funcional	30-09-2014 porcentaje de participación %	31-12-2013 porcentaje de participación %	30-09-2014 Valor en Libros M\$	31-12-2013 Valor en Libros M\$	30-09-2014 Resultado del periodo M\$	30-09-2013 Resultado del periodo M\$
Sodimac Colombia S.A.	Colombia	COP	49,00%	49,00%	100.449.662	82.810.858	12.756.558	9.571.531
Aventura Plaza S.A. ⁽¹⁾	Perú	PEN	60,00%	60,00%	77.167.473	65.670.471	4.703.349	2.545.801
Italmod S.A. ⁽²⁾	Chile	CLP	0,00%	0,00%	-	-	-	142.989
Inmobiliaria Cervantes S.A.	Chile	CLP	33,70%	33,70%	295.553	293.917	11.774	10.746
Total					177.912.688	148.775.246	17.471.681	12.271.067

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

⁽²⁾ Con fecha 6 de junio de 2013, la Compañía vendió el 50% de participación que mantenía en Italmod S.A. por M\$ 5.000.000.

Fuente: Estados Financieros 30-09-2014 SACI Falabella

¹² Considera a Aventura Plaza en Perú, Sodimac Colombia

12. Análisis de Activos

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

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

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

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

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

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

13. Proyección de EERR

Empleando las proyecciones de la industria tanto en Chile como a nivel regional así como también el CAPEX definido por la empresa a continuación se expone los supuestos básicos empleados para realizar una proyección de los ingresos:

Ingresos: Partiendo del análisis de la industria de cada país mediante el SSS de cada línea de negocio (Same Stores Sales), fue posible establecer el análisis de los ingresos basados en una comparación interanual de las ventas que son el resultado de dos componentes por una parte la habilitación de nuevos locales y por otra parte el incremento de los metros cuadrados de venta construidos.

Tomando en cuenta los aspectos citados precedentemente, se confeccionaron cuadros para la cantidad en que se incorporaron las proyecciones de aperturas de nuevos locales, metros cuadrados de venta (antiguos, nuevos), metros cuadrados promedio por local y ventas promedio por metro cuadrado. Todo lo anterior para conseguir finalmente los ingresos por negocio i en función del período t :

$$Ingresosti = VentaPromedioMtti^2 tn = t-2 * Porcentaje Ventasni * ConstruidosMtni^2$$

Dónde:

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

$$Venta Promedio Mtti^2 = Venta Promedio (t-1)^2 * Crecimiento Realti$$

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

$$ConstruidosMTti^2 = Construidos inicial (t-1)^2 + Construidos Nuevos (t-1)^2 + Nuevos Localesti * Promedio Local Mtti$$

Proyección de locales: Para el efecto se ha empleado el CAPEX anunciado por Falabella mediante comunicado de prensa del 5 de enero de 2015. Con ello ha sido posible definir la cantidad de centros comerciales y nuevas tiendas, empleando los siguientes supuestos en los diferentes mercados en que se desarrollan las actividades de la empresa.

Los Metros Cuadrados promedio de cada año por tipo de local se calculan de manera a tener en cuenta por un lado las proyecciones de crecimiento de los diversos países en que opera Falabella tal es así que se definió un crecimiento de 105% de los metros cuadrados promedio del año anterior para los locales en Chile, mientras que se estableció un crecimiento de 102% de los metros cuadrados promedio del año anterior para los locales en Argentina (Falabella), y finalmente un mayor porcentaje de crecimiento equivalente a 108% de los metros cuadrados promedio del año anterior para los locales en Perú y 107% en Colombia al contar sus formatos aún con mayores perspectivas de desarrollo respecto a los demás mercados principalmente por el grado de madurez del negocio así como por las favorables perspectivas macroeconómicas de sus economías para los siguientes períodos.

Con los supuestos anteriormente descritos fue posible establecer una proyección a fin de cuantificar el promedio de metros cuadrados por tipo de local para el período de valoración a considerar, tal como se presenta en la siguiente tabla:

Tabla 22: Metros cuadrados promedio por tipo de local

M2 Promedio Local	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Chile							
Falabella	7.006	7.059	6.870	7.213	7.574	7.952	8.350
Sodimac	8.153	8.241	8.195	8.605	9.035	9.487	9.961
Tottus	3.603	3.568	3.564	3.742	3.929	4.126	4.332
Shopping	51.907	50.548	51.051	53.604	56.284	59.098	62.053
Argentina							
Falabella	5.404	5.404	5.251	5.356	5.463	5.572	5.684
Sodimac	10.684	10.684	10.536	10.747	10.962	11.181	11.405
Perú							
Falabella	6.951	6.473	6.372	6.882	7.432	8.027	8.669
Sodimac	7.700	7.491	6.487	7.006	7.566	8.172	8.825
Tottus	4.254	4.002	3.841	4.148	4.480	4.838	5.225
Colombia							
Falabella	6.517	6.478	6.360	6.806	7.282	7.792	8.337
Sodimac	10.217	9.953	9.776	10.460	11.193	11.976	12.814

Fuente: Elaboración propia

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

Tabla 23: Ventas por Metro cuadrado

Crecimiento Real Ventas por M2					
Chile	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Falabella	10,30%	10,80%	10,80%	10,80%	10,80%
Sodimac	8,20%	8,60%	8,60%	8,60%	8,60%
Tottus	7,50%	7,50%	7,40%	7,40%	7,40%
Shopping	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Argentina					
Falabella	11,70%	12,70%	14,10%	14,10%	14,10%
Sodimac	10,30%	11,20%	12,50%	12,50%	12,50%
Perú					
Falabella	8,10%	8,10%	7,90%	7,10%	7,10%
Sodimac	12,20%	12,00%	11,70%	10,90%	10,90%
Tottus	12,00%	11,80%	11,60%	10,80%	10,80%
Colombia					
Falabella	9,80%	10,10%	9,60%	9,60%	9,60%
Sodimac	15,25%	15,25%	15,25%	15,25%	15,25%

Fuente: Elaboración Propia

De esta manera se puede incorporar en las proyecciones el crecimiento de las ventas respecto al año anterior tomando en cuenta los efectos del aumento de los metros cuadrados de ventas anuales esperados en el período de valoración, de esta manera fue posible presentar las ventas promedios en UF en la siguiente tabla:

Tabla 24: Venta promedio proyectada (en MUF)

Crecimiento Real Ventas por M2							
Chile	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Falabella	0,188159	0,187744	0,207082	0,229447	0,254227	0,281683	0,312105
Sodimac	0,106853	0,109947	0,118962	0,129193	0,140304	0,152370	0,165474
Tottus	0,131021	0,134197	0,144261	0,155081	0,166557	0,178882	0,192119
Shopping	0,005956	0,006071	0,006253	0,006441	0,006634	0,006833	0,007038
Argentina							
Falabella	0,288261	0,329342	0,367875	0,414596	0,473054	0,539754	0,615859
Sodimac	0,023628	0,026682	0,029431	0,032727	0,036818	0,041420	0,046597
Perú							
Falabella	0,147986	0,140944	0,152361	0,164702	0,177713	0,190331	0,203844
Sodimac	0,078036	0,068869	0,077271	0,086543	0,096669	0,107206	0,118891
Tottus	0,129580	0,127652	0,142970	0,159841	0,178382	0,197648	0,218994
Colombia							
Falabella	0,136745	0,140433	0,154196	0,169769	0,186067	0,203930	0,223507
Sodimac	0,014911	0,014406	0,016603	0,019135	0,022053	0,025416	0,029292

Fuente: Elaboración propia

Para el caso de la proyección de CMR se hizo un promedio de las tasas de crecimiento de esa línea de negocio entre los años 2011 y 2013, de esta forma se obtuvo un crecimiento promedio del 3%, el cual fue empleado como parámetro para todo el período de valoración.

De acuerdo al proceso descrito anteriormente a continuación se presenta el total de ingresos no bancarios:

Tabla 25: Proyección de Ingresos No Bancarios en MUF

Ingresos Negocio No Bancario en MUF					
Chile	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Chile	188.054	203.870	221.097	239.893	260.408
Falabella	58.471	64.786	71.783	79.536	88.125
Sodimac	80.388	87.301	94.809	102.963	111.818
Tottus	24.704	26.557	28.523	30.633	32.900
Shopping	11.379	11.721	12.072	12.435	12.808
CMR Chile	13.111	13.505	13.910	14.327	14.757
Crec % total	8,04%	8,41%	8,45%	8,50%	8,55%
g fala	10,30%	10,80%	10,80%	10,80%	10,80%
g sodimac	8,20%	8,60%	8,60%	8,60%	8,60%
g tottus	7,50%	7,50%	7,40%	7,40%	7,40%
g shopping	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
g cmr	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Argentina	24.071	27.095	30.876	35.185	40.097
Falabella	21.870	24.647	28.123	32.088	36.612
Sodimac	2.201	2.447	2.753	3.098	3.485
Crec % total	11,57%	12,56%	13,96%	13,96%	13,96%
Perú	59.461	65.666	72.391	79.248	86.778
Falabella	22.684	24.521	26.458	28.337	30.349
Sodimac	13.892	15.559	17.379	19.273	21.374
Tottus	22.886	25.586	28.554	31.638	35.055
Crec % total	10,52%	10,44%	10,24%	9,47%	9,50%
Colombia	20.272	22.591	25.104	27.911	31.048
Falabella	14.984	16.497	18.081	19.817	21.719
Sodimac	5.288	6.094	7.024	8.095	9.329
Crec % total	11,17%	11,44%	11,12%	11,18%	11,24%
Total Retail	291.858	319.222	349.469	382.238	418.331
Crec % total	9,04%	9,38%	9,48%	9,38%	9,44%

Fuente: Elaboración Propia

Para el negocio bancario se consideró una metodología de valorización menos desagregada respecto al negocio no bancario, en rigor la estimación se basa en el crecimiento registrado por país durante el último año, con lo cual se realizó una proyección los ingresos del negocio, por país, manteniendo la tasa de crecimiento del último año constante a lo largo de todo el período de análisis.

Tabla 26: Proyección de Ingresos Negocio Financiero MUF

Ingresos Negocio Financiero en MUF						
Ingresos por Intereses	Tasas Crec.	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Banco Chile	14%	9.571	10.953	12.534	14.344	16.414
Banco Perú	11%	5.244	5.834	6.490	7.219	8.030
Banco Colombia	4%	2.729	2.825	2.924	3.026	3.132
Consolidado	11%	17.545	19.562	21.812	24.320	27.117
Ingresos por Comisiones						
Banco Chile	30%	1.344	1.747	2.272	2.953	3.839
Banco Perú	8%	1.648	1.775	1.911	2.057	2.215
Banco Colombia	12%	1.495	1.671	1.869	2.090	2.337
Consolidado	14%	4.487	5.193	6.051	7.100	8.391

Fuente: Elaboración Propia

13.1 Proyección de Costos por Operación

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

Tabla 27: Margen Bruto Histórico 2011-2014

Margen Bruto Retail	2011	2012	2013	2014	Promedio
Tiendas por Departamento	28%	29%	30%	29%	29%
Mejoramiento del Hogar	29%	29%	30%	28%	29%
Supermercados	23%	24%	24%	24%	24%
CMR	50%	40%	50%	52%	48%
Bienes Inmobiliarios	78%	78%	76%	78%	77%
Total Chile	33%	32%	33%	33%	33%
Tiendas por Departamento	30%	29%	30%	27%	29%
Mejoramiento del Hogar	26%	25%	28%	27%	27%
Supermercados	23%	24%	25%	23%	24%
Total Perú	27%	26%	28%	25%	26%
Tiendas por Departamento	39%	40%	41%	43%	41%
Mejoramiento del Hogar	50%	50%	46%	32%	45%
Total Argentina	40%	41%	41%	41%	41%
Tiendas por Departamento	30%	28%	28%	25%	28%
Mejoramiento del Hogar	92%	88%	83%	97%	90%
Total Colombia	32%	31%	30%	30%	31%
Mejoramiento del Hogar	0%	0%	33%	32%	32%
Total Brasil	0%	0%	33%	32%	32%
Total Retail	32%	31%	33%	32%	32%

Fuente: Elaboración propia

Como se visualiza en el cuadro presentado el margen bruto presenta un comportamiento relativamente estable en el tiempo, por lo cual para nuestra proyección consideramos un promedio

de los últimos tres años y el 3Q del 2014; al hacerlo no fue considerado el año 2010 por que no existe información comparable de la misma estratificación que la existente a partir del año 2011 en adelante.

Análogamente se analiza a continuación los costos de ventas durante el período comprendido entre el 2011 y 2014:

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

Costos de Ventas	2011	2012	2013	2014	Promedio
Tiendas por Departamento	72%	71%	70%	71%	71%
Mejoramiento del Hogar	71%	71%	70%	72%	71%
Supermercados	77%	76%	76%	76%	76%
CMR	50%	60%	50%	48%	52%
Bienes Inmobiliarios	22%	22%	24%	22%	23%
Total Chile	67%	68%	67%	67%	67%
Tiendas por Departamento	70%	71%	70%	73%	71%
Mejoramiento del Hogar	74%	75%	72%	73%	73%
Supermercados	77%	76%	75%	77%	76%
Total Perú	73%	74%	72%	75%	74%
Tiendas por Departamento	61%	60%	59%	57%	59%
Mejoramiento del Hogar	50%	50%	54%	68%	55%
Total Argentina	60%	59%	59%	59%	59%
Tiendas por Departamento	70%	72%	72%	75%	72%
Mejoramiento del Hogar	8%	12%	17%	3%	10%
Total Colombia	68%	69%	70%	70%	69%
Mejoramiento del Hogar	0%	0%	67%	68%	68%
Total Brasil	0%	0%	67%	68%	68%
Total Retail	68%	69%	67%	68%	68%

Fuente: Elaboración Propia

El gasto operacional se consideró mediante el mismo procedimiento. De los análisis razonados, se obtuvo el porcentaje de gastos sobre las ventas, estableciéndose el promedio para los cuatro últimos años:

Tabla 29: Gastos como porcentaje de las ventas

Gastos de Administración	2011	2012	2013	2014	Promedio
Tiendas por Departamento	22%	23%	24%	27%	24%
Mejoramiento del Hogar	20%	21%	22%	23%	21%
Supermercados	21%	21%	21%	20%	21%
CMR	9%	15%	10%	10%	11%
Bienes Inmobiliarios	12%	10%	12%	13%	12%
Total Chile	17%	18%	18%	19%	18%
Tiendas por Departamento	19%	19%	20%	20%	20%
Mejoramiento del Hogar	19%	19%	20%	20%	20%
Supermercados	19%	19%	20%	20%	20%
Total Perú	19%	19%	20%	20%	20%
Tiendas por Departamento	32%	35%	34%	36%	34%
Mejoramiento del Hogar	32%	35%	34%	36%	34%
Total Argentina	32%	35%	34%	36%	34%
Tiendas por Departamento	27%	26%	28%	31%	28%
Mejoramiento del Hogar	27%	26%	28%	31%	28%
Total Colombia	27%	26%	28%	31%	28%
Mejoramiento del Hogar	0%	0%	28%	32%	30%
Total Brasil	0%	0%	28%	32%	30%
Total Retail	24%	24%	32%	34%	32%

Fuente: Elaboración Propia

Dado que cada línea de negocio presenta un comportamiento relativamente constante en sus gastos, la proyección se realizara con la tasa promedio de los últimos 3 años, más el 3Q del 2014.

Por lo tanto las tasas de gastos proyectados para los años 2014 a 2018 son las siguientes:

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

Gastos de Administración	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Tiendas por Departamento	27%	24%	24%	24%	24%
Mejoramiento del Hogar	23%	21%	21%	21%	21%
Supermercados	20%	21%	21%	21%	21%
CMR	10%	11%	11%	11%	11%
Bienes Inmobiliarios	13%	12%	12%	12%	12%
Total Chile	19%	18%	18%	18%	18%
Tiendas por Departamento	20%	20%	20%	20%	20%
Mejoramiento del Hogar	20%	20%	20%	20%	20%
Supermercados	20%	20%	20%	20%	20%
Total Perú	20%	20%	20%	20%	20%
Tiendas por Departamento	36%	34%	34%	34%	34%
Mejoramiento del Hogar	36%	34%	34%	34%	34%
Total Argentina	36%	34%	34%	34%	34%
Tiendas por Departamento	31%	28%	28%	28%	28%
Mejoramiento del Hogar	31%	28%	28%	28%	28%
Total Colombia	31%	28%	28%	28%	28%
Mejoramiento del Hogar	32%	30%	30%	30%	30%
Total Brasil	32%	30%	30%	30%	30%
Total Retail	34%	32%	32%	32%	32%

Fuente: Elaboración propia

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

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

BANCO	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Porcentaje sobre ingresos por comisiones	30%	31%	32%	33%	35%
Provisión por riesgo de crédito	20%	21%	22%	23%	25%
Porcentaje Gastos sobre ingreso operacional neto	71%	72%	73%	74%	74%

Fuente: Elaboración Propia

Adicionalmente, la provisión por riesgo de crédito se hace aumentar gradualmente, considerando que de acuerdo a la evolución de la cartera de clientes de la empresa en la actualidad, esta se observa más riesgosa respecto a los períodos anteriores.

Finalmente luego de obtener las tasas correspondientes se procede a presentar a continuación los resultados de las proyecciones realizadas en base a los supuestos descritos.

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

Costos Negocio No Bancario en MUF					
Chile	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Chile	127.042	138.150	150.261	163.490	177.941
Falabella	41.648	46.146	51.129	56.651	62.770
Sodimac	57.141	62.056	67.392	73.188	79.482
Tottus	18.864	20.278	21.779	23.391	25.121
Shopping	2.566	2.643	2.723	2.804	2.888
CMR Chile	6.823	7.027	7.238	7.455	7.679
g fala	71,23%	71,23%	71,23%	71,23%	71,23%
g sodimac	71,08%	71,08%	71,08%	71,08%	71,08%
g tottus	76,36%	76,36%	76,36%	76,36%	76,36%
g shopping	22,55%	22,55%	22,55%	22,55%	22,55%
g cmr	52,04%	52,04%	52,04%	52,04%	52,04%
Argentina	14.215	16.002	18.236	20.783	23.686
Falabella	12.993	14.644	16.708	19.064	21.752
Sodimac	1.221	1.358	1.528	1.719	1.934
g fala	59%	59%	59%	59%	59%
g sodimac	55%	55%	55%	55%	55%
Perú	43.821	48.415	53.398	58.482	64.067
Falabella	16.122	17.428	18.805	20.140	21.570
Sodimac	10.204	11.428	12.766	14.157	15.700
Tottus	17.495	19.559	21.828	24.185	26.797
g fala	71%	71%	71%	71%	71%
g sodimac	73%	73%	73%	73%	73%
g tottus	76%	76%	76%	76%	76%
Colombia	20.272	22.591	25.104	27.911	31.048
Falabella	14.984	16.497	18.081	19.817	21.719
Sodimac	5.288	6.094	7.024	8.095	9.329
g fala	72%	72%	72%	72%	72%
g sodimac	10%	10%	10%	10%	10%
Total Retail	205.349	225.159	247.001	270.667	296.743

Costos Negocio No Bancario en MUF					
Ingresos por Intereses	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Consolidado	6.742	7.823	9.083	10.557	12.286
Provisión por riesgo de crédito					
Consolidado	4.604	5.421	6.380	7.509	8.841
Total Costos Bancarios	11.346	13.244	15.463	18.066	21.126

Fuente: Elaboración propia

Igualmente se presenta la proyección de los gastos de Administración según los parámetros establecidos:

Tabla 33: Gasto proyectado de ventas

Gastos Negocio No Bancario en MUF					
Gastos de Administración	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Tiendas por Departamento	15.963	15.646	17.336	19.208	21.282
Mejoramiento del Hogar	18.489	18.486	20.076	21.802	23.677
Supermercados	5.040	5.497	5.904	6.341	6.810
CMR	1.298	1.472	1.516	1.562	1.608
Bienes Inmobiliarios	1.445	1.377	1.419	1.461	1.505
Total Chile	42.235	42.478	46.250	50.374	54.883
Tiendas por Departamento	4.605	4.849	5.232	5.604	6.001
Mejoramiento del Hogar	2.820	3.077	3.437	3.811	4.227
Supermercados	4.646	5.060	5.647	6.256	6.932
Total Perú	12.071	12.985	14.315	15.671	17.160
Tiendas por Departamento	6.692	6.877	7.846	8.953	10.215
Mejoramiento del Hogar	673	683	768	864	972
Total Argentina	7.366	7.559	8.614	9.817	11.187
Tiendas por Departamento	4.585	4.603	5.045	5.529	6.060
Mejoramiento del Hogar	1.618	1.700	1.960	2.258	2.603
Total Colombia	6.203	6.303	7.004	7.787	8.662
Total Retail	67.874	69.326	76.184	83.649	91.893

Gastos Negocio Bancario en MUF					
	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Remuneraciones personal	3.428	3.852	4.336	4.889	5.525
Gastos de Administración	3.946	4.434	4.990	5.627	6.359
Total Gastos Bancarios	7.374	8.286	9.326	10.516	11.885

Fuente. Elaboración propia

13.2 Proyección resultado no operacional

Como se definió en la parte anterior, todas las cuentas no operacionales son recurrentes. En tal sentido, se tomó como criterio de proyección conservador la proyección de los ingresos financieros correspondientes a un incremento relacionado con un 0,2% de las ventas de cada año. Los gastos financieros se mantuvieron iguales para todos los períodos, asumiendo que se mantiene la estructura de capital en el tiempo. La inversión en empresas relacionadas, que tiene relación con

los ingresos por Sodimac Colombia y Plaza Perú, fueron estimados de acuerdo al incremento en la venta real establecida para Sodimac Colombia y Perú, respectivamente. Finalmente las diferencias de cambio de resultados por unidad de reajuste fueron proyectados en cero dado que no tienen un monto significativo dentro de cada año. Las cifras en MUF son las siguientes:

Tabla 34: Proyección Resultado No Operacional

Gastos No Operacionales Negocio No Bancario en MUF						
Resultado No Operacional	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	
Ingresos Financieros	624	683	747	817	895	
Gastos Financieros	- 4.322	- 4.322	- 4.322	- 4.322	- 4.322	- 4.322
Inversión en Empr Relac (Neto)	923	1.010	1.106	1.209	1.324	
Diferencia de Cambio	-	-	-	-	-	-
Resultados por unidad de reajuste	-	-	-	-	-	-
Total No Operacional	- 2.775	- 2.630	- 2.469	- 2.295	- 2.104	

Fuente. Elaboración propia

13.3 Ganancia Antes de Impuestos

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

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

	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Negocio No bancario					
Resultado antes de Impuestos	15.860	22.107	23.815	25.627	27.591
Negocio Bancario					
Resultado Antes de Impuestos	6.169	6.684	7.244	8.169	9.232

Fuente. Elaboración propia

13.4 Impuestos y Utilidad después de impuestos

Finalmente se presenta un cuadro con el pago de impuestos (fijo igual a 25% de las ganancias antes de impuestos) y la utilidad neta después de impuestos, parámetro con el cual posteriormente se construirá el flujo de caja libre.

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

	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Negocio No bancario					
Impuesto a las ganancias	3.965	5.527	5.954	6.407	6.898
Utilidad Neta No Bancaria	11.895	16.580	17.861	19.220	20.693
Negocio Bancario					
Impuesto a las ganancias	1.542	1.671	1.811	2.042	2.308
Utilidad Neta No Bancaria	4.627	5.013	5.433	6.127	6.924

Fuente. Elaboración propia

13.5 Cuadro de Estados de Resultados proyectado

A partir de las definiciones anteriores se estableció el Estado de Resultados proyectado para el período, hasta 2019 (año que estará implícito en el flujo de caja libre como valor residual):

Tabla 37: Proyección del Estado de Resultados de Falabella en MUF

Negocio No Bancario	2014 3Q	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Ingresos	203.175	88.683	319.222	349.469	382.238	418.331
Costo de Ventas	136.165	69.184	225.159	247.001	270.667	296.743
Resultado Bruto	67.010	19.499	94.063	102.468	111.572	121.588
Margen Bruto	32,98%	21,99%	29,47%	29,32%	29,19%	29,07%
Gastos Operativos	49.079	18.795	69.326	76.184	83.649	91.893
Otros Ingresos Operacionales						
Resultado operacional	17.930	704	24.737	26.284	27.922	29.695
Margen Operacional	8,83%	0,79%	7,75%	7,52%	7,30%	7,10%
Resultado No Operacional	- 2.777	210	- 2.630	- 2.469	- 2.295	- 2.104
Otras Ganancias		-	-	-	-	-
Ingresos Financieros	624	208	683	747	817	895
Gastos Financieros	- 4.124	- 198	- 4.322	- 4.322	- 4.322	- 4.322
Inversión en Empr Relac (Neto)	723	201	1.010	1.106	1.209	1.324
Diferencia de Cambio	-	-	-	-	-	-
Resultados por unidad de reajuste	-	-	-	-	-	-
Resultado antes de Impuestos	15.153	915	22.107	23.815	25.627	27.591
Impuestos	2.537	229	5.527	5.954	6.407	6.898
Utilidad Neta No Bancaria	12.616	686	16.580	17.861	19.220	20.693
Margen Neto	6,21%	0,77%	5,19%	5,11%	5,03%	4,95%
Negocio Bancario	2014 3Q	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Ingreso Operacional Neto	17.063	4.969	24.756	27.863	31.420	35.508
Costos Bancarios	13.855	3.577	18.072	20.619	23.251	26.276
Resultado Operacional Neto	3.208	1.391	6.684	7.244	8.169	9.232
Resultado Antes de Impuestos	3.208	1.391	6.684	7.244	8.169	9.232
Impuestos	847	348	1.671	1.811	2.042	2.308
Utilidad Neta Bancaria	2.361	1.043	5.013	5.433	6.127	6.924
Utilidad Neta TOTAL	14.978	1.729	21.593	23.294	25.347	27.617

Fuente. Elaboración propia

14. Proyección de Flujos de Caja Libre

14.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

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

Tabla 38: Depreciación por período

Depreciación del período	2010	2011	2012	2013	2014
Miles de \$	96.880.428	116.133.242	128.541.909	149.607.428	130.659.647
En MUF	4.515	5.209	5.628	6.418	5.406
Activos Fijos Depreciables en MUF	51.786	52.981	56.771	63.114	73.108

Fuente. Elaboración propia

Para determinar la depreciación proyectada en primer lugar completamos el periodo 2014e realizando un cálculo lineal desde el 3Q del 2014, luego para los periodos 2015e a 2018e, tomamos las proyecciones de inversiones en nuevas tiendas y la distribuimos de forma lineal en los cuatro periodos. Para determinar el monto depreciable se realizó un promedio simple de los últimos 5 años, es decir, desde el 2009 al 2013 dando un promedio del 12% sobre los bienes depreciables.

Como dato adicional dentro de los activos netos totales de cada año no se consideraron los terrenos, ni tampoco las obras en construcción, ya que en el primer caso, no se van a depreciar y en el segundo caso, no se han empezado a depreciar.

Tabla 39: Proyección de la depreciación por período

Depreciación del período	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
En UF	9.541	11.863	14.184	16.505	18.826
Activos Fijos Depreciables	76.440	95.035	113.630	132.225	150.820

Fuente. Elaboración propia

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

14.2 Inversión en Reposición

Tomamos en cuenta el incremento en la depreciación anual, para determinar cuál porcentaje de la depreciación anual es repuesta en nuevos activos fijos, con lo que obtuvimos los siguientes resultados, tomando en cuenta los activos fijos no bancarios, no consideramos el no bancario ya que es irrelevante en cuanto a cifras dentro del total consolidado (menos de un 10%).

14.3 Proyección de la inversión por reposición de activos

Tabla 40: Tasas de Reposición Históricas

Período	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Tasas de reposición histórica	53%	93%	63%	82%	91%	76%

Fuente. Elaboración propia

Con esto proyectamos las depreciaciones para los periodos 2014e a 2017e con un incremento en la depreciación anual del 11%.

Tabla 41: Incremento en Depreciación

Proyección Incr. en Depreciación	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Depreciación M\$	82.571.908	98.310.575	105.567.270	123.094.712	142.397.701	
Depreciación MUF	3.849	4.410	4.622	5.281	5.892	
Incremento en Depreciación		15%	5%	14%	12%	11%

Fuente. Elaboración propia

Para el periodo 2018e la tasa de reposición se iguala a la depreciación dado que a partir del año 2018 las ventas no se verían incrementadas y por lo tanto no se invierte en nuevo capital físico.

Tabla 42: Proyección Inversión de Reposición

Proyección de Inv. de Rep.	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Depreciación	5.281	5.878	6.542	7.281	8.104	9.020
Inversión de Reposición	4.039	4.495	5.003	5.568	6.198	9.020
Flujo Neto	1.242	1.383	1.539	1.713	1.906	-

Fuente. Elaboración propia

14.4 Nuevas Inversiones en Activo Fijo (CAPEX)

Según comunicado de prensa del 5 de enero del 2015, Falabella presento su nuevo plan de inversiones el cual contempla una inversión total por MUS\$4.603.000 (MUF108.176) la cual se utilizada para la creación de nuevos puntos de ventas, mejoramiento en la estructura logística y plataformas tecnológicas. No teniendo mayor información de la distribución por año de esta inversión, esta se distribuyó de la siguiente forma:

Tabla 43: CAPEX Falabella en MUF

Plan de Inversiones	2015	2016	2017	2018	Total
Activos Fijos Depreciables	18.595	18.595	18.595	-	55.785
Inversion en Terrenos	8.449	8.449	8.449	-	25.347
Inversión Total	27.044	27.044	27.044	-	81.132

Fuente. Elaboración propia

Como supuesto no se tomara en cuenta las nuevas inversiones realizadas en el año 2018.

De las inversiones históricas (años 2010 a 2014) se tiene que un 31% del total se traduce en terrenos.

14.5 Inversión en Capital de Trabajo

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

Tabla 44: Determinación de CTON y RCTON

Capital de Trabajo Operacional Neto	Existencias	Cuentas por Cobrar	Valores Negociables	Caja	Cuentas por Pagar	Total CTON	Ventas	CTON/Vtas
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
2014	43.983	53.556	3.989	5.735	32.222	75.040	203.175	37%
2013	39.326	58.397	1.334	11.821	37.675	73.203	265.967	28%
2012	33.379	52.575	1.235	8.611	33.409	62.391	241.612	26%
2011	30.523	52.169	763	5.631	30.036	59.050	216.776	27%
2010	26.826	45.681	777	5.351	31.162	47.472	192.876	25%
						CTON/ Vtas Promedio		26,30%
						RCTON*360		95

Fuente. Elaboración propia

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

Tabla 45: Inversión en Capital de trabajo

Período	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Ventas Anuales	291.858	319.222	349.469	382.238	418.331
Capital de Trabajo	76.758	83.955	91.909	100.528	110.020

Fuente. Elaboración propia

Asumiremos que para el año 2018e no tenemos necesidades de nuevos incrementos de capitales de trabajo, por lo tanto, los incrementos proyectados son los siguientes:

Tabla 46: Proyección de incrementos en Capital de Trabajo

Período	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Incrementos en CT	0	7.197	7.955	8.618	0

Fuente. Elaboración propia

Cabe mencionar que para el año 2014 se tiene un exceso de capital de trabajo, por lo cual aquel periodo no necesita incrementos y tal exceso será considerado dentro de los activos prescindibles por un monto que asciende a MUF21.606, este monto fue proporcionado por el siguiente cuadro:

Tabla 47: Estado del Capital de Trabajo septiembre 2014

Exceso Capital de Trabajo		
	%	MUF
30.09.2014	36,93%	75.040
Promedio	26,30%	53.434
Exceso CT	10,63%	21.606

Fuente: Elaboración Propia

14.6 Activos Prescindibles

Según lo establecido en el análisis de los activos no operacionales durante la elaboración de la proyección del Estado de Resultados de la Empresa, los activos prescindibles del Grupo o que no son parte de los Resultados Operacionales de la Empresa son los siguientes, valorados al 30 de septiembre de 2014 en MUF:

Tabla 48: Activos Prescindibles

Activos Prescindibles	30.09.2014 MUF
Plusvalía	20.259
Propiedad de inversión	86.622
Otros activos financieros corrientes	3.989
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	23
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	7.361
Otros activos financieros no corrientes	8
Total Activos Prescindibles	118.262

Fuente. Elaboración propia

14.7 Deuda Financiera

La deuda financiera de la empresa, según lo establecido en la identificación de la estructura de capital de la empresa, corresponde a MUF121.243 al 30 de septiembre de 2014.

14.8 Valor terminal

El valor terminal fue determinado como una perpetuidad sin crecimiento, la cual corresponde al valor de la empresa sin oportunidades de crecimiento a partir del año siguiente al período de proyección. Por lo tanto, es equivalente al valor presente de una perpetuidad de los flujos de caja libre a partir del siguiente año al último período de evaluación (T+1=2019).

Cabe señalar que el flujo de caja permanente es igual al proyectado para el año 2018, pero se debe ajustar por inversiones en activo fijo, incorporando el 100% de la depreciación como inversión en reposición, además de los intereses de la deuda financiera después de impuestos.

De esta forma el valor terminal correspondiente se presenta en la siguiente tabla:

Tabla 49: Determinación período implícito para Valor Terminal

Flujo de Caja	2018 MUF
Ganancias	27.617
+ Depreciación y Amortización	9.020
+ Costos Financieros	3.242
+ Diferencias de Cambio	-
+ Resultados por unidades de Reajuste	-
Flujo de Caja Bruto	39.879
- Inversión en reposición	- 9.020
- Inversión en nuevo activo fijo	-
- Inversión en K de Trabajo	-
Flujo de Caja Proyectado	30.859

Fuente. Elaboración propia

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

$$V_t = \frac{30.859}{5,85\%} = 527.496$$

A continuación se presenta la proyección del flujo de caja libre de Falabella en MUF:

Tabla 50: Proyección del flujo de caja libre

Flujo de Caja	2014e MUF	2015e MUF	2016e MUF	2017e MUF	2018e MUF
Ganancias	1.729	21.593	23.294	25.347	27.617
+ Depreciación y Amortización	1.470	6.542	7.281	8.104	9.020
+ Costos Financieros	810	3.242	3.242	3.242	3.242
+ Diferencias de Cambio	-	-	-	-	-
+ Resultados por unidades de Reajuste	-	-	-	-	-
Flujo de Caja Bruto	4.009	31.377	33.817	36.693	39.879
- Inversión en reposición	1.124	5.003	5.568	6.198	6.898
- Inversión en nuevo activo fijo	833	18.595	18.595	18.595	18.595
- Inversión en K de Trabajo	-	7.197	7.955	8.618	9.492
Flujo de Caja Proyectado	2.052	582	1.699	3.281	4.893
Flujo de Caja Valor Terminal					527.496
Flujo de Caja Total	2.052	582	1.699	3.281	532.389

Fuente. Elaboración propia

15. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

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

Tabla 51: Valorización económica de Falabella por Flujo de Caja Descontado

Tasa Costo Capital	%
Tasa WACC	5,85%
Cálculo Valor Económico	MUF
Valor Presente de Flujo de Caja	390.167
Exceso Capital de Trabajo	21.606
Activos Prescindibles	118.262
Deuda Financiera	121.243
Patrimonio Económico	408.791
Número de Acciones (En Miles)	2.434.465
Valor en UF	0,167918
Valor en \$	4.058

Fuente. Elaboración propia

Según todos los supuestos establecidos en este modelo de valorización, el valor económico de la acción de Falabella al 30 de septiembre de 2014 es de 4.058 pesos por acción. Para lo anterior se consideró como tasa de costo de capital la encontrada a través del WACC de la empresa, igual a 5,85%.

16. Conclusiones

Al concluir el análisis, cabe señalar que la metodología de flujo de caja descontado, constituye el mecanismo de mayor precisión a la hora de emprender la valoración de una empresa que presenta una estructura de capital objetivo relativamente estable en el tiempo. En este sentido, mediante las estimaciones realizadas se ha obtenido un precio por acción de 4.058 pesos, el cual se encuentra por debajo de los 4.513 pesos que se habían registrado en el mercado al 30 de septiembre del 2014.

Con respecto al resultado obtenido, cabe resaltar que la diferencia existente se encuentra dentro de un rango aceptable, puesto que la metodología empleada descansa en supuestos relativamente conservadores, ya que supone un crecimiento constante al infinito, es decir no se incorpora el crecimiento potencial; por otra parte, el presente análisis ya ha incorporado totalmente las perspectivas de crecimiento de la región en los cuales las proyecciones de diversas fuentes estiman un crecimiento moderado de los países donde SACI FALABELLA concentra sus operaciones, con lo que se toma en cuenta la estrecha relación del sector retail con esta variable macroeconómica, mientras que existe la posibilidad de que a la fecha de referencia dichas previsiones pudieron no haber sido totalmente internalizadas en el mercado, al respecto cabe destacar que el precio de la acción alcanzó un precio inferior en los meses siguientes, situándose muy cerca del valor estimado en el presente trabajo.

De lo anteriormente expuesto, se deduce que la metodología utilizada, presenta resultados consistentes que indican que al 30 de septiembre del 2014, el valor de mercado de la acción de SACI FALABELLA, se hallaba por encima del valor fundamental o intrínseco de la compañía.

17. Bibliografía

Libros:

“Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica”, Carlos Maquieira, Editorial Andrés Bello, Tercera Edición, 2010.

“Valoración de Empresas”, Fernández, Pablo. Tercera edición (2005)

Informes:

Global Retail Development
Corp Research
Larrain Vial

Presentaciones:

“Apuntes de Finanzas Corporativas”, Gonzales Araya, Marcelo, Año 2014.

“Apuntes de Valoración de Empresas”, Maquieira Villanueva, Carlos, Año 2014.

Publicaciones de Falabella (Memorias):

“Memoria Anual 2014”, S.A.C.I Falabella., 2014.

“Memoria Anual 2013”, S.A.C.I Falabella., 2013.

“Memoria Anual 2012”, S.A.C.I Falabella., 2012.

“Memoria Anual 2011”, S.A.C.I Falabella., 2011.

“Memoria Anual 2010”, S.A.C.I Falabella., 2010.

Publicaciones de Ripley (Memorias):

“Memoria Anual 2014”, Ripley Corp. S.A., 2014.

“Memoria Anual 2013”, Ripley Corp. S.A., 2013.

“Memoria Anual 2012”, Ripley Corp. S.A., 2012.

“Memoria Anual 2011”, Ripley Corp. S.A., 2011.

“Memoria Anual 2010”, Ripley Corp. S.A., 2010.

Publicaciones de Cencosud (Memorias):

“Memoria Anual 2014”, Cencosud S.A., 2014.

“Memoria Anual 2013”, Cencosud S.A., 2013.

“Memoria Anual 2012”, Cencosud S.A., 2012.

“Memoria Anual 2011”, Cencosud S.A., 2011.

“Memoria Anual 2010”, Cencosud S.A., 2010.

Páginas Web:

www.svs.cl (Estados Financieros Anuales)

www.bolsadesantiago.com/ (Cotización de Precio de Acción).

www.bcentral.cl

www.falabella.cl

www.ripley.cl

www.cencosud.cl