



***VALORACIÓN SACI FALABELLA***  
***Mediante el Método de Flujo de Caja Descontado***

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

Alumno: Felipe Andrés Burgos Adasme

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín

Santiago, Junio 2018

## Contenido

1.	Resumen Ejecutivo.....	3
2.	Metodología.....	4
2.1.	Principales Métodos de Valoración .....	4
2.1.1.	Modelo de descuento de dividendos .....	5
2.1.2.	Método de Flujos de Caja Descontados .....	6
2.1.3.	Método de múltiplos .....	8
3.	Descripción de la Empresa e Industria .....	11
3.1.	Descripción de la Compañía .....	11
3.2.	Descripción de la industria .....	15
3.3.	Identificación de empresas comparables.....	15
4.	Análisis Operacional del Negocio e Industria .....	19
4.1.	Análisis de Crecimiento .....	19
4.2.	Análisis de Costos de Operación .....	21
4.3.	Análisis de Gastos de Administración y Venta (Costos de operación).....	23
4.4.	Análisis de cuentas no operacionales .....	23
4.5.	Análisis de activos.....	24
5.	Proyección de EE.RR .....	27
6.	Proyección de flujos de caja libre .....	34
7.	Valoración económica de la empresa y de su precio de acción.....	37
8.	Conclusiones .....	39
9.	Bibliografía.....	40
10.	Anexos.....	42

## Índice de cuadros

Cuadro N° 1: Datos de identificación y propiedad SACI Falabella.....	11
Cuadro N° 2: Propiedad SACI Falabella (12 mayores accionistas) .....	12
Cuadro N° 3: Datos de identificación de Cencosud S.A.....	16
Cuadro N° 4: Datos de identificación de Ripley Corp S.A. ....	17
Cuadro N° 5: Datos de identificación de Almacenes Éxito S.A (Colombia) .....	18
Cuadro N° 6: Crecimiento real histórico negocio no bancario.....	20
Cuadro N° 7: Crecimiento real histórico negocio bancario.....	21
Cuadro N° 8: Estructura de costos operacionales .....	22
Cuadro N° 9: Estructura de gastos de administración y ventas .....	23

Cuadro N° 10: Estructura de gastos de administración y ventas .....	23
Cuadro N° 11: Activos operacionales (a sept-17) .....	24
Cuadro N° 12: Activos no operacionales (a sept-17) .....	25
Cuadro N° 13: Estructura de ingresos negocio no bancario .....	27
Cuadro N° 14: Ventas por metro cuadrado por país y segmento de negocio. ....	28
Cuadro N° 15: Proyección ingresos negocio no bancario .....	29
Cuadro N° 16: Proyección ingresos negocio bancario .....	30
Cuadro N° 17: Proyección de costos no bancarios .....	31
Cuadro N° 18: Proyección de costos bancarios .....	31
Cuadro N° 19: Estructura de resultados no operacionales .....	32
Cuadro N° 20: Estado de Resultado Proyectado (MUF) .....	33
Cuadro N° 21: Incidencia de la depreciación y amortización sobre ingresos.....	34
Cuadro N° 22: Detalle de inversiones proyectadas por SACI Falabella.....	34
Cuadro N° 23: Cálculo y estructura del Capital de Trabajo Neto .....	35
Cuadro N° 24: Estimación de Superávit o Déficit de Capital de trabajo.....	35
Cuadro N° 25: Flujo de caja proyectado .....	36
Cuadro N° 26: Detalles activos prescindibles .....	37
Cuadro N° 27: Detalle valorización y precio de la acción.....	38

## Índice de anexos

Anexo N° 1: Detalle de inversiones SACI Falabella próximos 4 años.....	42
Anexo N° 2: Superficie promedio por segmento de negocio.....	42
Anexo N° 3: Detalle y proyección de locales de venta .....	43
Anexo N° 4: Estructura negocio bancario. ....	43
Anexo N° 5: Detalle de colocaciones brutas Banco Falabella.....	43
Anexo N° 6: Indicadores sobre cartera bruta Banco Falabella .....	43
Anexo N° 7: Costo por metro cuadrado por país y segmento de negocio .....	43
Anexo N° 8: Indicadores sobre cartera bruta Banco Falabella .....	43
Anexo N° 9: Composición de gastos financieros .....	43
Anexo N° 10: Composición gasto en riesgo v/s cartera bruta e ingresos financieros...	43
Anexo N° 11: Estructura de Gastos de Administración y Ventas .....	43
Anexo N° 12: Tasas de impuestos en Chile .....	43

## 1. Resumen Ejecutivo

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

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

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

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

## **2. Metodología**

### **2.1. Principales Métodos de Valoración**

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos<sup>1</sup>. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables<sup>2</sup>.

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

---

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

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

### 2.1.1. Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K<sub>p</sub>= rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

Donde DPA<sub>1</sub> son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

---

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

### **2.1.2. Método de Flujos de Caja Descontados**

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

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

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

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

---

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

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

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

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

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

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

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

### **2.1.3. Método de múltiplos**

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

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

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos<sup>5</sup>:

#### Múltiplos de Ganancias:

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

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

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

#### Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

---

<sup>5</sup> Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m<sup>2</sup> construido en retail)

### 3. Descripción de la Empresa e Industria

#### 3.1. Descripción de la Compañía

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

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

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

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

Fuente: Elaboración Propia

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

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

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

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

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

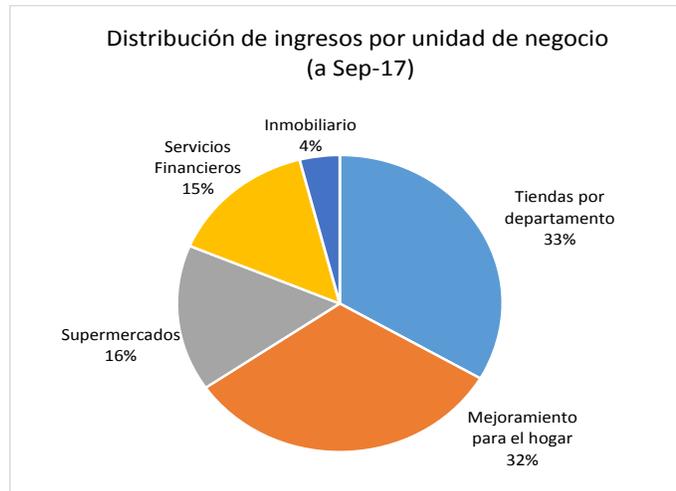
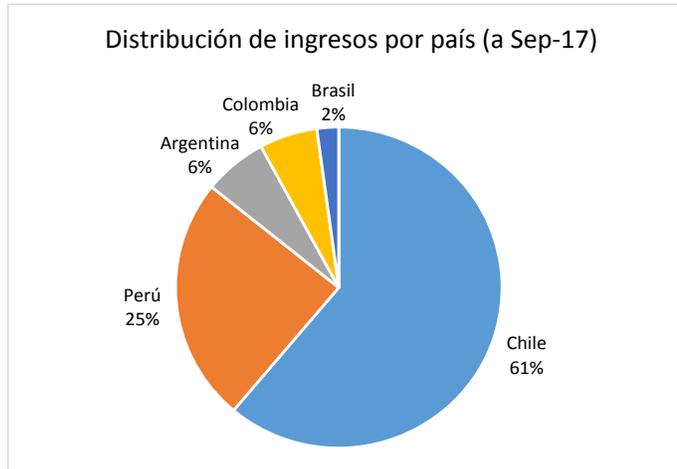
La firma organiza su operación en 5 segmentos de negocio, los cuales se describen a continuación:

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

en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil y Uruguay, contando con 246 tiendas y 1.709.000 m<sup>2</sup> en los diferentes países.

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

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



### **3.2. Descripción de la industria**

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

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

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

### **3.3. Identificación de empresas comparables**

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

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

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

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

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

Fuente: Elaboración Propia

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

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

departamento, 2 Centros Comerciales y en servicios financieros posee un Joint venture con Colpatría.

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

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

Fuente: Elaboración Propia

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

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

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

Fuente: Elaboración Propia

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

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

## **4. Análisis Operacional del Negocio e Industria**

### **4.1. Análisis de Crecimiento**

El crecimiento de la compañía depende de diversos factores, asociados principalmente a los riesgos a los que está expuesta, lo anterior produce variaciones en sus ingresos que los pueden incrementar o disminuir. Estos riesgos son principalmente:

- Riesgos asociados a las condiciones económicas que puedan afectar el consumo, ya sea al ingreso de los consumidores, nivel de empleo, condiciones del mercado de las viviendas, disponibilidad de crédito, niveles de inflación, tasas de interés e impuestos entre otros, en los diversos países en los que opera.
- Riesgos asociados a la disponibilidad de inventario, debiendo realizar órdenes de compra y fabricación con anticipación, además de anticipar la demanda futura de un producto.
- Riesgos asociados a la estacionalidad y condiciones climáticas, ofreciendo productos para diferentes temporadas y mayores ventas realizadas en periodos particulares, como la navidad o el día de la madre.
- Riesgo asociado a problemas económicos en otros países distintos a los que opera y que provoquen efectos en las economías donde opera.
- Devaluaciones y fluctuaciones del tipo de cambio.

En este contexto la evolución del crecimiento de la compañía en términos de ventas se presenta a continuación.

Cuadro N° 6: Crecimiento real histórico negocio no bancario

<b>Negocio no Bancario</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>sept-17</b>
<b>Ingresos de actividades ordinarias</b>	<b>7,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>1,8%</b>
<b>Chile</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>1,2%</b>
Tiendas por departamento	-0,4%	0,1%	5,7%	3,4%
Mejoramiento para el hogar	0,1%	3,2%	-1,1%	-3,4%
Supermercados	7,7%	5,2%	2,9%	2,5%
Promotora CMR	3,2%	6,0%	13,0%	12,1%
Bienes Inmobiliarios	4,6%	5,6%	3,4%	3,5%
Otros negocios y eliminaciones	-6,8%	-59,5%	-107,3%	563,2%
<b>Perú</b>	<b>19,9%</b>	<b>14,1%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>1,0%</b>
Tiendas por departamento	10,2%	-0,3%	-1,9%	-3,2%
Mejoramiento para el hogar	38,9%	45,3%	-10,1%	-0,7%
Supermercados	19,9%	3,4%	-0,2%	3,9%
Otros negocios y eliminaciones	-29,4%	138,0%	28,5%	46,9%
<b>Argentina</b>	<b>3,4%</b>	<b>19,8%</b>	<b>-23,6%</b>	<b>3,2%</b>
Tiendas por departamento	2,2%	19,9%	-25,8%	1,4%
Promotora CMR	12,4%	19,5%	-5,7%	14,1%
Otros negocios y eliminaciones	-17,9%	21,9%	-14,8%	-3,2%
<b>Colombia</b>	<b>13,0%</b>	<b>-11,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>8,5%</b>
Tiendas por departamento	12,4%	-13,0%	-0,6%	8,3%
Otros negocios y eliminaciones	26,1%	8,7%	9,5%	11,0%
<b>Brasil</b>	<b>88,2%</b>	<b>-20,8%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>12,5%</b>
Mejoramiento para el hogar	88,2%	-20,8%	-1,1%	12,5%
Otros negocios y eliminaciones	-	-	-	-

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro N° 7: Crecimiento real histórico negocio bancario

<b>Negocio Bancario</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>sept-17</b>
<b>Ingreso Financiero Total</b>	<b>14,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>5,1%</b>
Ingresos por intereses y reajustes	15,3%	4,7%	5,6%	5,7%
Ingresos por Comisiones	8,6%	22,2%	17,0%	3,3%
<b>Chile</b>	<b>14,3%</b>	<b>0,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,8%</b>
Ingresos por intereses y reajustes	16,4%	-2,0%	7,1%	4,3%
Ingresos por Comisiones	-2,3%	28,9%	-2,3%	9,2%
<b>Perú</b>	<b>11,2%</b>	<b>26,5%</b>	<b>7,0%</b>	<b>-1,1%</b>
Ingresos por intereses y reajustes	10,6%	26,5%	9,6%	-1,1%
Ingresos por Comisiones	13,1%	26,6%	-0,4%	-1,2%
<b>Colombia</b>	<b>17,5%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>15,1%</b>	<b>17,5%</b>
Ingresos por intereses y reajustes	20,5%	-10,6%	-9,1%	30,8%
Ingresos por Comisiones	11,7%	12,3%	56,1%	4,5%

Fuente: Elaboración Propia

#### 4.2. Análisis de Costos de Operación

Si bien Falabella distribuye su operación en 5 unidades de negocio (Tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, negocio inmobiliario y servicios financieros), para la clasificación contable de sus costos agrupa su operación en dos grandes segmentos: Costos Negocios No Bancarios y Costos Negocio Bancario.

##### Negocio no bancario:

Los costos operativos asociados a este segmento se componen de:

- 1) Costos de venta de bienes y servicios; los cuales incluyen el costo de la mercadería, provisiones de valor de venta realizable, acortamiento y obsolescencia (relacionado a los inventarios) y depreciaciones de maquinarias en arriendo. Dicho costo es el más relevante dentro de la estructura de costos de Falabella, correspondiendo a un 90% de los costos de ventas totales a dic-16 y 89% a sept-17.

- 2) Costo de venta entidades financieras del área Retail Financiero; compuesto por costo por intereses, otros costos de venta, provisiones y castigos por incobrabilidad. Lo anterior se relaciona al otorgamiento de crédito a través de la tarjeta de crédito CMR.
- 3) Costo de propiedades de inversión; incluyen costos de depreciación y mantenimiento, presentando una baja incidencia en la estructura de costos (1% de los costos de ventas totales a dic-16 y 1% a sept-17).

Negocio Bancario:

La estructura de costos para el área del negocio bancario se compone principalmente por gastos por intereses y reajustes, gastos por comisiones y provisión de riesgo de crédito. La proporción en relación a los costos totales es más bien secundaria y representa un 6% a dic-16 y 6% a sept-17.

Cuadro N° 8: Estructura de costos operacionales

Cifras en MUF	dic-16	%	sept-17	%
<b>Costo de ventas Negocio No Bancario</b>	<b>-196.627</b>	<b>94%</b>	<b>-145.079</b>	<b>94%</b>
Costo de venta de Bienes y Servicios	-188.963	90%	-138.213	89%
Costo de Ventas de Entidades Financieras	-4.585	2%	-4.626	3%
Costo de depreciación Propiedades de Inversión y mantenimiento	-3.079	1%	-2.240	1%
<b>Costo de ventas Negocio Bancario</b>	<b>-12.857</b>	<b>6%</b>	<b>-10.073</b>	<b>6%</b>
Gastos por Intereses y Reajustes	-5.774	3%	-3.848	2%
Gastos por Comisiones	-1.523	1%	-1.151	1%
Provisión por Riesgo de crédito	-5.559	3%	-5.074	3%
<b>Costo de Venta Total</b>	<b>-209.484</b>	<b>100%</b>	<b>-155.153</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración Propia en base a estados financieros (FECU) y análisis razonados publicados.

### 4.3. Análisis de Gastos de Administración y Venta (Costos de operación)

Los gastos de administración y ventas (GAV) complementan los costos de venta, conformando en conjunto los costos operativos de SACI Falabella. En particular, la partida más importante dentro de los GAV's de Falabella son las remuneraciones y gastos del personal, que representan un 53% del total.

Cuadro N° 9: Estructura de gastos de administración y ventas

Cifras en MUF	dic-16	%	sept-17	%
<b>Gasto de Administración y Venta Negocio No Bancario</b>	<b>-65.150</b>	<b>87%</b>	<b>-50.414</b>	<b>87%</b>
Remuneraciones y Gastos de Personal	-36.041	48%	-28.473	49%
Arriendos y Gastos Comunes	-5.983	8%	-4.426	8%
Depreciaciones y Amortizaciones	-7.673	10%	-6.174	11%
Otros	-15.453	21%	-11.341	20%
<b>Gasto de Administración y Venta Negocio Bancario</b>	<b>-9.492</b>	<b>13%</b>	<b>-7.616</b>	<b>13%</b>
Remuneraciones y Gastos del Personal	-3.645	5%	-2.834	5%
Gastos de administración	-4.763	6%	-3.888	7%
Otros	-1.084	1%	-894	2%
<b>Gasto de Administración y Venta Total</b>	<b>-74.642</b>	<b>100%</b>	<b>-58.030</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración Propia en base a estados financieros (FECU) y análisis razonados publicados.

### 4.4. Análisis de cuentas no operacionales

Las cuentas o resultados no operacionales, contemplan aquellas partidas del estado de resultado que no se relacionan directamente con la operación del negocio tanto bancario como no bancario, por lo que son parte del resultado no operacional. A continuación, se presenta un cuadro resumen con el detalle de estas cuentas y su nivel de incidencia en la estructura de resultados.

Cuadro N° 10: Estructura de gastos de administración y ventas

Cifras en MUF	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17
Otras Ganancias (Pérdidas)	400 0,2%	345 0,1%	1.317 0,4%	6.100 2,0%	51 0,0%
Ingreso/Costo Financiero Neto	-4.584 -1,7%	-6.529 -2,3%	-6.774 -2,2%	-8.289 -2,8%	-5.459 -2,5%
Ganancia/ Pérdidas en Asociadas	772 0,3%	1.062 0,4%	986 0,3%	806 0,3%	365 0,2%
Diferencia de cambio	-548 -0,2%	-1.633 -0,6%	-710 -0,2%	138 0,0%	40 0,0%

Fuente: Elaboración Propia en base a estados financieros (FECU) y análisis razonados publicados.

De dichas cuentas, la que presenta mayor incidencia en su estructura de costos no operacionales, son los gastos financieros, los cuales reflejan un buen proxy del costo de la deuda, siendo equivalente a los intereses que desembolsa la compañía derivado de sus financiamientos. Se destaca que los gastos financieros equivalen en promedio al 4,8% de la deuda financiera en los periodos analizados.

El resto de las cuentas no operacionales presentan una baja incidencia en la estructura de costos, por lo que no son consideradas en la valorización de la firma.

#### 4.5. Análisis de activos

A continuación, se presenta una clasificación de los activos de SACI Falabella en operacionales y no operacionales:

Cuadro N° 11: Activos operacionales (a sept-17)

Activos Operacionales Negocio no bancario a Sep-17	MUF	% del Total de Activos
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.838	1,5%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	65.625	12,4%
Inventarios	46.503	8,8%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar no corrientes	9.108	1,7%
Propiedades, planta y equipo	96.796	18,3%
Propiedad de inversión	107.887	20,4%
Activos Operacionales Negocio bancario a Sep-17	MUF	% del Total de Activos
Efectivo y depósitos en bancos	8.404	1,6%
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	94.920	18,0%
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	22.862	4,3%
Activo fijo	1.200	0,2%

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro N° 12: Activos no operacionales (a sept-17)

Activos no operacionales negocio no bancario a Sep-17	MUF	% del Total de Activos
Otros activos financieros corrientes	656	0,1%
Otros activos no financieros corrientes	4.465	0,8%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes	290	0,1%
Activos por impuestos corrientes	3.434	0,6%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	408	0,1%
Otros activos financieros no corrientes	2.901	0,5%
Otros activos no financieros no corrientes	2.799	0,5%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	4.284	0,8%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	10.525	2,0%
Plusvalía	19.293	3,6%
Activos por impuestos diferidos	5.815	1,1%
<b>Activos no operacionales Negocio bancario a Sep-17</b>	<b>MUF</b>	<b>% del Total de Activos</b>
Operaciones con liquidación en curso	3.241	0,6%
Instrumentos para negociación	4.633	0,9%
Contratos de derivados financieros	637	0,1%
Inversiones en sociedades	109	0,0%
Intangibles	2.119	0,4%
Impuestos corrientes	250	0,0%
Impuestos diferidos	674	0,1%
Otros activos	1.027	0,2%

Fuente: Elaboración Propia

Cabe destacar que los activos no operacionales representan un 13% de la estructura de activos totales de la compañía, destacando que los siguientes activos representan más del 1% de los activos totales:

- 1) Activos intangibles distintos de la plusvalía: en dicha partida se consideran principalmente licencias y programas informáticos, marcas comerciales (Sodimac, Imperial y Dicico/ Brasil) y desarrollo interno de software.
- 2) Plusvalía: según las normas internacionales de información financiera (NIIF), la plusvalía es un activo que representa los beneficios económicos futuros que surgen de otros activos adquiridos en una combinación de negocios y que no están identificados individualmente ni reconocidos de forma separada. Para Falabella, los principales activos derivados de combinaciones de negocio son: Sodimac S.A, Maestro Perú S.A, Aventura Plaza S.A y Construdecor S.A.

- 3) Activos por impuestos diferidos: cantidad de impuestos sobre las ganancias a recuperar en periodos futuros, relacionadas principalmente con;
- a) Diferencias temporarias deducibles
  - b) Compensación de pérdidas obtenidas en periodos anteriores, que todavía no hayan sido objeto de deducción fiscal.
  - c) Compensación de créditos no utilizados, procedentes de periodos anteriores.

Para la compañía estos impuestos diferidos se generan principalmente por Pérdidas tributarias de arrastre, provisión de deudores incobrables (tanto en el negocio bancario como no bancario) y otras provisiones.

## 5. Proyección de EE.RR

Para proyectar los ingresos de operación de la firma, se analizó el crecimiento y la estructura de ingresos de los periodos entre dic-13 y sept-17.

Cuadro N° 13: Estructura de ingresos negocio no bancario

<b>Negocio no Bancario</b>	<b>Dic-13</b>	<b>Dic-14</b>	<b>Dic-15</b>	<b>Dic-16</b>	<b>Sep-17</b>
<b>Ingresos de actividades ordinarias</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Chile</b>	<b>64%</b>	<b>61%</b>	<b>60%</b>	<b>62%</b>	<b>63%</b>
Tiendas por departamento	31%	30%	29%	30%	29%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	43%	43%	42%	41%	40%
Supermercados	13%	14%	14%	14%	14%
Promotora CMR	7%	8%	8%	8%	9%
Bienes Inmobiliarios	6%	7%	7%	7%	7%
Otros negocios y eliminaciones	-2%	-2%	-1%	0%	0%
<b>Perú</b>	<b>20%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>
Tiendas por departamento	39%	35%	31%	31%	29%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	23%	26%	34%	31%	32%
Supermercados	38%	38%	34%	35%	36%
Otros negocios y eliminaciones	1%	1%	1%	2%	3%
<b>Argentina</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>
Tiendas por departamento	91%	90%	90%	87%	85%
Promotora CMR	10%	11%	11%	14%	16%
Otros negocios y eliminaciones	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>Colombia</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>
Tiendas por departamento	96%	95%	94%	94%	92%
Otros negocios y eliminaciones	4%	5%	6%	6%	8%
<b>Brasil</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	100%	100%	100%	100%	100%

En el cuadro anterior se aprecia la estabilidad en la composición de los ingresos de SACI Falabella, destacando que en torno a un 63% de los ingresos se producen en Chile y un 24% en Perú. Dicha estabilidad permite establecer cuánto es el ingreso que genera cada unidad de negocio; adicionalmente, al conocer la superficie promedio en la que se generaron las ventas, se establece un indicador de ingreso del segmento por m<sup>2</sup>. Lo anterior se calcula para los segmentos más relevantes, como se refleja en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 14: Ventas por metro cuadrado por país y segmento de negocio.

Negocio no Bancario	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Promedio
	MUF/m <sup>2</sup>					
<b>Chile</b>						
Tiendas por departamento	0,184	0,172	0,172	0,182	0,126	0,176
Mejoramiento para el hogar	0,110	0,109	0,108	0,107	0,077	0,107
Supermercados	0,133	0,135	0,133	0,129	0,096	0,132
Bienes Inmobiliarios	0,008	0,008	0,009	0,009	0,006	0,008
<b>Perú</b>						
Tiendas por departamento	0,144	0,149	0,141	0,128	0,088	0,136
Mejoramiento para el hogar	0,069	0,047	0,067	0,060	0,045	0,061
Supermercados	0,127	0,135	0,133	0,115	0,083	0,124
<b>Argentina</b>						
Tiendas por departamento	0,148	0,141	0,167	0,124	0,091	0,140
<b>Colombia</b>						
Tiendas por departamento	0,033	0,034	0,028	0,025	0,0162	0,0285
<b>Brasil</b>						
Mejoramiento para el hogar	0,037	0,067	0,045	0,043	0,033	0,047

Fuente: Elaboración Propia

Para realizar los cálculos, es necesario mencionar que la superficie se ajustó debido a que en los Estados Financieros de Falabella, se presentan los segmentos de negocio tanto de tiendas por departamento como mejoramiento del hogar en forma conjunta, tanto para la operación en Argentina como en Colombia. Por lo tanto, se dividieron los ingresos por la suma de la superficie de ambos segmento, ajustando la venta por metro cuadrado.

Con esta información disponible, más las inversiones proyectadas que realizará la compañía (número de locales y mall's que esperan abrir en los próximos años), podemos estimar el crecimiento promedio de la superficie, basados en la declaración de inversiones de la firma (Anexo N°1) y la superficie promedio estimada de los locales por segmento (Anexo N°2). Con la información anterior, se determina una proyección del crecimiento de locales y mall's, para los periodos entre sept-17 y dic-2022 (Anexo N°3).

Posteriormente, con la proyección de superficie de venta para los siguientes años, y las ventas promedio por metro cuadrado para cada segmento, se estimaron las proyecciones de venta de la compañía, destacando que tanto para Promotora CMR Chile

y Argentina se calcularon las ventas respecto de la participación promedio en el segmento de negocio del país al que pertenecen.

Cuadro N° 15: Proyección ingresos negocio no bancario

Cifras en MMUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
<b>Chile</b>						
Tiendas por departamento	57.800	56.694	59.850	63.119	66.275	69.431
Mejoramiento para el hogar	75.048	81.119	85.634	90.311	94.827	99.342
Supermercados	27.566	30.178	31.858	33.598	35.278	36.958
Promotora CMR	17.353	15.994	16.872	17.780	18.631	19.482
Bienes Inmobiliarios	13.261	13.572	14.189	14.806	15.114	15.423
<b>Perú</b>						
Tiendas por departamento	22.232	25.402	26.816	28.280	29.694	31.109
Mejoramiento para el hogar	23.741	24.124	25.467	26.858	28.201	29.544
Supermercados	26.453	29.770	31.427	33.144	34.801	36.458
<b>Argentina</b>						
Tiendas por departamento	18.721	20.931	22.096	23.303	24.468	25.633
Promotora CMR	3.302	2.952	3.116	3.287	3.451	3.615
<b>Colombia</b>						
Tiendas por departamento	13.896	16.298	17.205	18.145	19.052	19.959
<b>Brasil</b>						
Mejoramiento para el hogar	7.520	6.726	7.100	7.488	7.862	8.237
<b>Total ingresos proyectados negocio no bancarios</b>	<b>306.892</b>	<b>323.760</b>	<b>341.632</b>	<b>360.118</b>	<b>377.654</b>	<b>395.190</b>

Fuente: Elaboración propia

Asimismo, para la proyección de ingresos bancarios, se identificó su estructura, la cual muestra estabilidad en los periodos analizados. Además, se determinó que los ingresos se generan a partir de la cartera de colocaciones de la firma. Por lo anterior, se utilizó la cartera bruta del negocio bancario en Chile, la cual es informada por la compañía en sus estados financieros, representando un 44% de los ingresos consolidados del negocio bancario (Anexo N°4).

Posteriormente, se calculó la tasa de crecimiento promedio de la cartera bruta y los indicadores Ingresos por intereses y reajustes / cartera bruta e ingresos por comisiones / cartera bruta, con sus respectivos promedios, los cuales fueron utilizados para proyectar los ingresos del segmento bancario (Anexo N°5 y N°6).

Con los datos obtenidos anteriormente, se proyectaron los ingresos bancarios de Chile, y para la proyección de los ingresos bancarios de Perú y Colombia se mantuvo la composición de la estructura promedio observada en dic-13 y sept-17, manteniendo de esta manera su participación relativa en la composición total de ingresos del segmento bancario.

Cuadro N° 16: Proyección ingresos negocio bancario

Cifras en MMUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Ingresos por intereses y reajustes	10.623	11.096	11.590	12.106	12.646	13.209
Ingresos por Comisiones	1.308	1.367	1.427	1.491	1.557	1.627
<b>Ingresos Chile</b>	<b>11.931</b>	<b>12.463</b>	<b>13.018</b>	<b>13.597</b>	<b>14.203</b>	<b>14.835</b>
Ingresos por intereses y reajustes	7.276	7.600	7.939	8.292	8.661	9.047
Ingresos por Comisiones	2.413	2.521	2.633	2.750	2.872	3.000
<b>Ingresos Perú</b>	<b>9.689</b>	<b>10.121</b>	<b>10.572</b>	<b>11.042</b>	<b>11.534</b>	<b>12.048</b>
Ingresos por intereses y reajustes	3.022	3.156	3.297	3.443	3.597	3.757
Ingresos por Comisiones	2.386	2.492	2.603	2.719	2.841	2.967
<b>Ingresos Colombia</b>	<b>5.408</b>	<b>5.649</b>	<b>5.900</b>	<b>6.163</b>	<b>6.437</b>	<b>6.724</b>
<b>Total Ingresos por intereses y reajustes</b>	<b>20.921</b>	<b>21.853</b>	<b>22.826</b>	<b>23.842</b>	<b>24.904</b>	<b>26.013</b>
<b>Total Ingresos por Comisiones</b>	<b>6.108</b>	<b>6.380</b>	<b>6.664</b>	<b>6.961</b>	<b>7.270</b>	<b>7.594</b>

Fuente: Elaboración propia

Para la proyección de los costos, tanto del negocio no bancario como bancario, se realizó el mismo ejercicio señalado anteriormente, en el primer caso se calculó el costo/m<sup>2</sup> y se proyectó en base al crecimiento estimado de superficie y número de locales y en el segundo caso se calcularon los indicadores costos por intereses y reajustes y costos por comisiones, ambos sobre la cartera bruta. (Anexos N°7 y N°8).

Luego de aplicar los procedimientos señalados anteriormente se obtuvieron las siguientes proyecciones:

Cuadro N° 17: Proyección de costos no bancarios

Cifras en MMUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
<b>Chile</b>						
Tiendas por departamento	-38.090	-38.856	-41.019	-43.259	-45.422	-47.585
Mejoramiento para el hogar	-52.403	-57.121	-60.300	-63.593	-66.773	-69.953
Supermercados	-20.775	-22.818	-24.089	-25.404	-26.675	-27.945
Promotora CMR	-8.658	-8.145	-8.597	-9.064	-9.510	-9.956
Bienes Inmobiliarios	-3.596	-3.262	-3.411	-3.559	-3.633	-3.707
<b>Perú</b>						
Tiendas por departamento	-15.662	-17.967	-18.967	-20.003	-21.003	-22.003
Mejoramiento para el hogar	-16.793	-17.221	-18.180	-19.172	-20.131	-21.090
Supermercados	-20.007	-22.621	-23.880	-25.184	-26.443	-27.702
<b>Argentina</b>						
Tiendas por departamento	-9.498	-11.228	-11.853	-12.501	-13.126	-13.751
Promotora CMR	-1.514	-1.714	-1.809	-1.908	-2.004	-2.099
<b>Colombia</b>						
Tiendas por departamento	-9.947	-11.901	-12.563	-13.250	-13.912	-14.575
<b>Brasil</b>						
Mejoramiento para el hogar	-5.092	-4.557	-4.810	-5.073	-5.327	-5.580
<b>Total Costos No Bancarios Proyectados</b>	<b>-202.035</b>	<b>-217.411</b>	<b>-229.478</b>	<b>-241.970</b>	<b>-253.958</b>	<b>-265.946</b>

Fuente: Elaboración propia

Cuadro N° 18: Proyección de costos bancarios

Cifras en MMUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Costo por intereses y reajustes	-3.080	-3.217	-3.361	-3.510	-3.667	-3.830
Gasto por Comisiones	-596	-622	-650	-679	-709	-741
<b>Costo Chile</b>	<b>-3.676</b>	<b>-3.840</b>	<b>-4.011</b>	<b>-4.189</b>	<b>-4.376</b>	<b>-4.571</b>
Costo por intereses y reajustes	-2.209	-2.308	-2.410	-2.518	-2.630	-2.747
Gasto por Comisiones	-382	-399	-416	-435	-454	-474
<b>Costos Perú</b>	<b>-2.591</b>	<b>-2.706</b>	<b>-2.827</b>	<b>-2.952</b>	<b>-3.084</b>	<b>-3.221</b>
Costo por intereses y reajustes	-994	-1.039	-1.085	-1.133	-1.184	-1.237
Gasto por Comisiones	-596	-623	-650	-679	-710	-741
<b>Costo Colombia</b>	<b>-1.591</b>	<b>-1.662</b>	<b>-1.736</b>	<b>-1.813</b>	<b>-1.894</b>	<b>-1.978</b>
<b>Total Costos por intereses y reajustes</b>	<b>-6.284</b>	<b>-6.564</b>	<b>-6.856</b>	<b>-7.161</b>	<b>-7.480</b>	<b>-7.813</b>
<b>Total Gastos por Comisiones</b>	<b>-1.574</b>	<b>-1.644</b>	<b>-1.717</b>	<b>-1.793</b>	<b>-1.873</b>	<b>-1.957</b>

Fuente: Elaboración propia

Para proyectar los resultados no operacionales, se utilizaron métodos de estimación conservadores, manteniendo la estructura de las principales partidas del resultado no operacional, la cual se obtuvo mediante el promedio de los últimos 4 periodos analizados como se muestra a continuación:

Cuadro N° 19: Estructura de resultados no operacionales

<b>Resultados no operacionales</b>	<b>Promedio últimos 4 años (%)</b>
Costos de distribución	-1%
Gastos de administración	-21%
Otros gastos, por función	-2%
Ingresos financieros	0%

Fuente: Elaboración propia.

En tanto que, para los gastos financieros, se estimó la deuda en base a la proyección de inversiones de la compañía suponiendo que amortizaba su deuda de corto plazo y tomaba nueva deuda para realizar las inversiones señaladas (Anexos N°9).

Cabe señalar que en el negocio bancario, se estimó también el gasto en riesgo, en base a una proyección conservadora, manteniendo la estructura observada respecto a los ingresos bancarios (Anexos N°10).

Para la estimación y proyección de los GAV's bancarios, se utilizó la estructura de gastos promedio observada entre dic-13 y sept-17 (Anexos N°11).

Para calcular la ganancia antes de impuesto, se utilizaron las tasas de impuestos vigentes y modificaciones realizadas por el Servicio de Impuestos Internos para los periodos en proyección (Anexos N°12).

Con lo expuesto anteriormente, se proyecta el Estado de Resultado, el cual se muestra a continuación:

Cuadro N° 20: Estado de Resultado Proyectado (MUF)

Estado de Resultados en MUF	4T-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
<b>Negocios no Bancarios</b>						
Ingresos de actividades ordinarias	85.215	323.760	341.632	360.118	377.654	395.190
Costo de ventas	-56.956	-217.411	-229.478	-241.970	-253.958	-265.946
<b>Ganancia bruta</b>	<b>28.260</b>	<b>106.349</b>	<b>112.154</b>	<b>118.147</b>	<b>123.696</b>	<b>129.244</b>
Costos de distribución	-1.178	-3.692	-3.896	-4.106	-4.306	-4.506
Gastos de administración	-15.222	-69.244	-73.066	-77.020	-80.770	-84.520
Otros gastos, por función	-1.771	-5.909	-6.235	-6.572	-6.892	-7.212
Ingresos financieros	427	865	913	962	1.009	1.056
Costos financieros	-843	-6.455	-6.948	-7.521	-8.259	-5.395
<b>Ganancia antes de impuestos</b>	<b>9.673</b>	<b>21.915</b>	<b>22.922</b>	<b>23.891</b>	<b>24.477</b>	<b>28.665</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	-2.531	-5.917	-6.189	-6.450	-6.609	-7.740
<b>Ganancia de negocios no bancarios</b>	<b>7.142</b>	<b>15.998</b>	<b>16.733</b>	<b>17.440</b>	<b>17.868</b>	<b>20.926</b>
<b>Negocios Bancarios</b>						
Ingresos por intereses y reajustes	5.186	21.853	22.826	23.842	24.904	26.013
Gastos por intereses y reajustes	-2.435	-6.564	-6.856	-7.161	-7.480	-7.813
<b>Ingreso neto por intereses y reajustes</b>	<b>2.751</b>	<b>15.289</b>	<b>15.970</b>	<b>16.681</b>	<b>17.424</b>	<b>18.200</b>
Ingresos por comisiones	1.398	6.380	6.664	6.961	7.270	7.594
Gastos por comisiones	-422	-1.644	-1.717	-1.793	-1.873	-1.957
<b>Ingreso neto por comisiones</b>	<b>976</b>	<b>4.736</b>	<b>4.947</b>	<b>5.167</b>	<b>5.397</b>	<b>5.638</b>
Provisión por riesgo de crédito	-326	-5.641	-5.892	-6.154	-6.428	-6.715
<b>Total ingreso operacional neto</b>	<b>3.400</b>	<b>14.384</b>	<b>15.025</b>	<b>15.694</b>	<b>16.393</b>	<b>17.123</b>
Remuneraciones y gastos del personal	-1.092	-4.101	-4.284	-4.475	-4.674	-4.882
Gastos de Administración	-1.061	-5.169	-5.399	-5.640	-5.891	-6.153
Depreciaciones y amortizaciones	-153	-734	-767	-801	-837	-874
Otros gastos operacionales	-143	-509	-532	-556	-580	-606
<b>Total gastos operacionales</b>	<b>-2.450</b>	<b>-10.514</b>	<b>-10.982</b>	<b>-11.471</b>	<b>-11.982</b>	<b>-12.515</b>
<b>Resultado operacional</b>	<b>950</b>	<b>3.871</b>	<b>4.043</b>	<b>4.223</b>	<b>4.411</b>	<b>4.608</b>
Resultado por inversiones en sociedades						
<b>Resultado antes de impuesto a la renta</b>	<b>950</b>	<b>3.871</b>	<b>4.043</b>	<b>4.223</b>	<b>4.411</b>	<b>4.608</b>
Impuesto a la renta	-37	-1.045	-1.092	-1.140	-1.191	-1.244
<b>Ganancia de negocios bancarios</b>	<b>913</b>	<b>2.826</b>	<b>2.951</b>	<b>3.083</b>	<b>3.220</b>	<b>3.363</b>
<b>Ganancia</b>	<b>8.055</b>	<b>18.823</b>	<b>19.684</b>	<b>20.523</b>	<b>21.088</b>	<b>24.289</b>

Fuente: Elaboración propia

## 6. Proyección de flujos de caja libre

A partir del Estado de Resultado proyectado, se obtiene el flujo de caja bruto de la compañía, no obstante, se realizan ciertos ajustes a dichos flujos para descontar o agregar partidas que generen entradas o salidas de efectivo, obteniendo de esta forma el flujo de caja libre de la empresa. Los ajustes se mencionan a continuación:

**Depreciación del Ejercicio y amortización de intangibles:** esta partida no constituye una salida de efectivo, ya que corresponde a una licencia tributaria que tiene por objeto reflejar en la contabilidad el desgaste de los activos, por lo tanto, se deduce esta partida de los resultados obtenidos en el estado de resultado proyectado de la empresa.

Para determinar el valor de estas partidas, se calculó su incidencia en la estructura del estado de resultados de la compañía, obteniendo un promedio de los periodos en análisis, tanto para el negocio bancario como no bancario.

Cuadro N° 21: Incidencia de la depreciación y amortización sobre ingresos.

Tasa de amortización (%)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Promedio
Depreciación y amortización negocio no bancario / Ingresos no Bancarios	2,8%	3,0%	3,4%	3,6%	3,8%	3,3%
Depreciación y amortización negocio bancario / Ingresos Bancarios	2,6%	2,8%	2,5%	2,4%	2,7%	2,6%

Fuente: Elaboración propia.

**Inversión en reposición y nuevas inversiones:** Además de los ajustes por depreciación y amortización, se determinaron los requerimientos de nuevas inversiones en base a la declaración de inversiones realizadas por la compañía:

Cuadro N° 22: Detalle de inversiones proyectadas por SACI Falabella.

Inversión Proyectada por la empresa (MUF)	%	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Infraestructura Logística y TI	32%	7.523	7.614	7.454	7.561
Ampliaciones y remodelaciones	31%	7.288	7.376	7.221	7.325
Nuevas tiendas	37%	8.698	8.804	8.619	8.742
<b>Inversión Total</b>	<b>100%</b>	<b>23.508</b>	<b>23.795</b>	<b>23.293</b>	<b>23.628</b>

Fuente: Elaboración Propia

A modo de ejercicio, se compararon las inversiones realizadas en ejercicios anteriores, las cuales se informan en el estado de flujo de efectivo y las proyectadas por la firma, mostrando una consistencia con el total de inversiones.

**Inversión en Capital de Trabajo o CTON:** Para el Cálculo del CTON, se estimaron las necesidades de capital de trabajo respecto de sus requerimientos históricos, obteniendo el promedio de los últimos 4 años. No se considera el periodo a sept-17 debido a que es superior a lo analizado anteriormente, en primera instancia asociado a la estacionalidad de las ventas en el cuarto trimestre del año, obteniéndose un RCTON de 22,9%, como se observa a continuación.

Cuadro N° 23: Cálculo y estructura del Capital de Trabajo Neto

Calculo del CTON (MUF)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	Promedio
Efectivo y equivalentes al efectivo	11.821	8.577	8.089	7.641	7.838	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	58.303	59.683	65.625	68.253	65.625	
Inventarios	39.326	41.385	45.794	45.820	46.503	
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	37.646	39.228	39.813	39.761	33.210	
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	4.022	4.490	4.747	4.936	4.891	
Otros pasivos no financieros corrientes	4.706	5.260	5.415	5.690	4.203	
<b>CTON</b>	<b>63.076</b>	<b>60.667</b>	<b>69.534</b>	<b>71.326</b>	<b>77.663</b>	
Ventas no bancarias	265.817	285.798	302.516	299.769	221.677	
<b>RCTON</b>	<b>23,7%</b>	<b>21,2%</b>	<b>23,0%</b>	<b>23,8%</b>	<b>35,0%</b>	<b>22,9%</b>
Días	85,4	76,4	82,7	85,7	126,1	83,7

Fuente: Elaboración Propia

Con la tasa de RCTON calculada, se proyecta el capital de trabajo a dic-17, y se compara con el real a sept-17, observándose un superávit de capital de trabajo que se muestra a continuación.

Cuadro N° 24: Estimación de Superávit o Déficit de Capital de trabajo

Deficit/Superavit Capital de Trabajo (KT)	
Capital trabajo Proyectado Dic 2017	70.382
Capital trabajo Observ Sept 2017	77.663
Superavit de Capital de Trabajo	7.281,15

Finalmente, el flujo de caja proyectado de la firma, en base a los supuestos antes descrito, se muestra a continuación:

Cuadro N° 25: Flujo de caja proyectado

Flujo de Caja Proyectado (MUF)	4Q-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
<b>Ganancia</b>	<b>8.055</b>	<b>18.823</b>	<b>19.684</b>	<b>20.523</b>	<b>21.088</b>	<b>22.199</b>
+ Depreciación y Amortización Negocio no Bancario	2.824	10.729	11.321	11.934	12.515	13.096
+ Depreciación y Amortización Negocio Bancario	171	734	767	801	837	874
+ Costos Financieros	-843	6.455	6.948	7.521	8.259	8.259
+ Otros gastos por función	1.771	5.909	6.235	6.572	6.892	7.212
- Ingresos Financieros	-427	-865	-913	-962	-1.009	-1.056
<b>Flujo de caja Bruto</b>	<b>11.551</b>	<b>41.785</b>	<b>44.043</b>	<b>46.389</b>	<b>48.582</b>	<b>50.584</b>
- Inversión en reposición	-2.241	-7.288	-7.376	-7.221	-7.325	-13.096
- Inversión en nuevos activos	-3.833	-16.221	-16.419	-16.072	-16.303	
- Capital de trabajo	-3.868	-4.099	-4.240	-4.022	-4.022	
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>1.608</b>	<b>14.178</b>	<b>16.008</b>	<b>19.074</b>	<b>20.933</b>	<b>37.488</b>
<b>Valor Terminal</b>					<b>663.505</b>	
<b>Flujo de Caja Total</b>	<b>1.608</b>	<b>14.178</b>	<b>16.008</b>	<b>19.074</b>	<b>684.438</b>	

Fuente: Elaboración Propia

## 7. Valoración económica de la empresa y de su precio de acción

Para realizar la valoración económica de SACI Falabella, es necesario descontar el flujo de caja libre calculado en el apartado anterior a la tasa WACC, calculando el valor presente de estos. Adicionalmente se deben sumar partidas de activos que agregan valor a la empresa no incluidas anteriormente, como son los activos prescindibles y el exceso o déficit de capital de trabajo.

A continuación, se muestra el detalle de activos prescindibles de SACI Falabella a sept-17.

Cuadro N° 26: Detalles activos prescindibles

<b>Activos Prescindibles negocio no bancario (MUF)</b>	<b>Sep-17</b>
Otros activos financieros corrientes y no corrientes	3.557
Otros activos no financieros corrientes y no corrientes	7.265
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes	290
Activos mantenidos para la venta	408
Inversiones utilizando el método de la participación	4.284
Propiedades de inversión	107.887
<b>Subtotal negocio no bancario</b>	<b>123.690</b>
<b>Activos Prescindibles Negocio bancario (MUF)</b>	<b>Sep-17</b>
Inversiones en sociedades	109
Otros activos	1.027
<b>Subtotal negocio no bancario</b>	<b>1.136</b>
<b>Total Activos Prescindibles (MUF)</b>	<b>124.826</b>

Fuente: Elaboración Propia

Al agregar los elementos mencionados, podemos obtener el valor de los activos de la empresa, no obstante, para encontrar el valor económico, se debe descontar la deuda financiera de la compañía, obteniendo de esta forma el patrimonio económico, el cual al dividirlo por el número de acciones en circulación, permite obtener el precio de la acción.

A continuación, se muestra la valorización económica del precio de la acción, obtenida en base a las proyecciones mencionadas, el cual se compara con el precio real a sept-17.

**Cuadro N° 27: Detalle valorización y precio de la acción**

Valor presente flujo de caja a tasa WAAC a Sep-17 (MUF)	586.785
Activos Prescindibles (MUF)	124.826
Superavit KT (MUF)	7.281
Valor total de activos (MUF)	718.893
<b>Deuda Financiera a Sep./2017 (MUF)</b>	<b>151.857</b>
Patrimonio economico (MUF)	567.035
N° acciones en miles	2.434.465
Precio acción UF	0,23291993
Precio acción Sep./2017 (\$)	6.209
Precio acción real al 30/09/2017 (\$)	6.242

Fuente: Elaboración Propia

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

## 8. Conclusiones

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

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

## 9. Bibliografía

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

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/mx/Documents/consumer-business/Global-Powers-of-Retailing-2017-Espa.pdf>

- Cencosud, Presentación Corporativa 3Q17, s.f. recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/eventos-y-presentaciones/presentaciones/default.aspx>
- Cencosud, Reportes Trimestrales, Estados Financieros, s.f. recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>
- Ripley, Presentaciones Especiales, Credicorp Capital XV Andean Conference Presentation – Lima (Inglés), s.f., recuperado de <http://www.ripleychile.com/inversionistas/informacion-inversionistas/presentaciones-especiales/2017pe>
- Ripley, resultados Trimestrales, 4Q 2017, s.f., recuperado de <http://www.ripleychile.com/inversionistas/informacion-inversionistas/resultados-trimestrales/2017rt>
- Grupo Exito, informe de resultados 3T2017, s.f., recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/informacion-financiera>

## 10. Anexos

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

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

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

Anexo N° 2: Superficie promedio por segmento de negocio

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

Fuente: Elaboración Propia

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

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

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

Fuente: Elaboración propia.

#### Anexo N° 4: Estructura negocio bancario.

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

Fuente: Elaboración Propia

#### Anexo N° 6: Indicadores sobre cartera bruta Banco Falabella

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

Fuente: Elaboración Propia con información de análisis razonado

#### Anexo N° 5: Detalle de colocaciones brutas Banco Falabella

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

Fuente: Elaboración Propia con información de análisis razonado

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

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

Fuente: Elaboración Propia

### Anexo N° 8: Indicadores sobre cartera bruta Banco Falabella

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

Fuente: Elaboración Propia con información de análisis razonado

### Anexo N° 9: Composición de gastos financieros

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

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

Fuente: Elaboración propia.

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

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

Fuente: Elaboración propia.

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

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

Fuente: Elaboración propia.

Anexo N° 12: Tasas de impuestos en Chile

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

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