



VALORACIÓN DE LA EMPRESA FALABELLA SACI

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

Alumno: Eugenio Jorge Tagle Rojas

Profesor Guía: Mauricio Jara

Santiago, Octubre 2018

Tabla de Contenidos

| | |
|--|----|
| DEDICATORIA | 6 |
| AGRADECIMIENTOS | 7 |
| 1. RESUMEN EJECUTIVO | 8 |
| 2. METODOLOGÍA | 10 |
| Principales Métodos de Valoración..... | 10 |
| Modelo de descuento de dividendos | 11 |
| Método de Flujos de Caja Descontados | 12 |
| Método de múltiplos..... | 14 |
| 3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA | 17 |
| Falabella S.A. | 17 |
| Filiales..... | 18 |
| 4. Análisis Operacional del Negocio e Industria | 21 |
| Empresas Comparables | 21 |
| Cencosud S.A..... | 21 |
| Ripley Corp S.A. | 23 |
| 4.1. Perspectivas de Crecimiento de la Industria | 23 |
| 5. Vías de Financiamiento de Falabella S.A. | 27 |
| 6. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa | 29 |
| Estimación del Costo de Capital de la Empresa | 29 |
| 7. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO | 34 |
| Análisis de Ingresos..... | 34 |
| Costo Operacional | 37 |
| Negocio Retail..... | 37 |
| Negocio bancario | 38 |
| Gasto Administrativos y de Ventas..... | 38 |
| 8. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS | 40 |
| Proyección de Ingresos y Márgenes de Operación | 40 |
| Estimación de las tasas de crecimiento reales de la industria..... | 40 |
| Proyección de Márgenes de Operación y Gastos | 42 |

| | |
|---|-----------|
| Gastos Financieros | 42 |
| Proyección de Ingresos | 43 |
| Costos de Distribución | 44 |
| Otros Ingresos y Otros Gastos por función..... | 44 |
| Ingresos y Costos Financieros..... | 44 |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación | 45 |
| Diferencias de Cambio | 45 |
| Resultados por Unidades de Ajuste..... | 45 |
| Tasa de Impuestos | 45 |
| Depreciación de Activo Fijo y Amortización de Intangibles | 46 |
| Inversión de Reposición. | 46 |
| Inversión de Largo Plazo. | 47 |
| 9. Proyecciones de estados financieros | 48 |
| Estado de Resultados Proyectado..... | 48 |
| 10. Proyección de los flujos de caja libre..... | 49 |
| Ajustes a realizar | 49 |
| Depreciación de Activo fijo y Amortización de Intangibles..... | 49 |
| Otros Ingresos y Otros Gastos por función después de Impuestos | 50 |
| Ingresos y Costos Financieros..... | 50 |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos) | 50 |
| Diferencias de Cambio | 51 |
| Resultados por Unidad de Reajuste | 51 |
| Flujo de Caja Bruto | 51 |
| Inversión de Reposición | 52 |
| Inversión en Activos Físicos e Intangibles | 52 |
| Aumentos (disminuciones) en Capital de Trabajo | 53 |
| Flujo de Caja Libre..... | 54 |
| 11. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA..... | 55 |
| Valor Terminal | 55 |
| Valor Presente de los Flujos | 55 |
| Deuda Financiera: | 56 |

| | |
|--|-----------|
| Superávit de Capital de Trabajo Operativo Neto | 56 |
| Caja e instrumentos de Inversión | 56 |
| Activos Prescindibles | 56 |
| Valor Económico de los activos no operacionales..... | 57 |
| Participaciones no controladoras..... | 57 |
| Valor Total de los Activos | 58 |
| Estimación Valor de Acción | 58 |
| 12. CONCLUSIONES | 59 |
| 13. ANEXOS | 61 |
| Balance | 61 |
| Detalle de Bonos | 64 |
| 14. BIBLIOGRAFÍA | 66 |

Índice de Tablas e Ilustraciones

| | |
|--|----|
| Tabla 1 Primeros doce accionistas..... | 18 |
| Tabla 2 Pasivos de Falabella en UF 2013- junio 2017..... | 27 |
| Tabla 3 Proporción de deuda entre bancos y bonistas | 28 |
| Tabla 4 Bono BFALA, referencia al 30 de junio de 2017 (Bloomberg)..... | 28 |
| Tabla 5 Patrimonio, Deuda y Valor Económico..... | 29 |
| Tabla 6 Ratios B/V, B/P y P/V | 29 |
| Tabla 7 Ingresos Falabella por unidad de negocio..... | 34 |
| Tabla 8 Crecimientos reales por Unidad de Negocio | 35 |
| Tabla 9 Crecimientos Reales por País (Fuente Bloomberg) | 36 |
| Tabla 10 Crecimientos por país unidad de negocio (Fuente Thomson Reuters) | 37 |
| Tabla 11 Costo de ventas | 38 |
| Tabla 12 Costo de Ventas negocio Bancario | 38 |
| Tabla 13 Gastos de Administración, No Bancarios | 39 |
| Tabla 14 Crecimientos reales y proyecciones (Fuente Bloomberg)..... | 41 |
| Tabla 15 Crecimientos por industria y proyecciones (Fuente Thomson Reuters)..... | 41 |
| Tabla 16 Margen Bruto por Unidad de Negocio | 42 |
| Tabla 17 Gasto porcentual por unidad de negocio..... | 42 |
| Tabla 18 Proyección de Ingresos y variación anual | 43 |
| Tabla 19 Inversiones, Negocio No Bancario | 46 |
| Tabla 20 Inversiones, Negocio Bancario..... | 47 |
| Tabla 21 Proyección de Estados Financieros | 48 |
| Tabla 22 Flujo de Caja Bruto..... | 51 |
| Tabla 23 Tasa de Ajuste por Inversiones | 52 |
| Tabla 24 Tasa de Inversión Activos de Largo Plazo | 52 |
| Tabla 25 Cálculo de CTON | 53 |
| Tabla 26 Tasa de CTON requerido | 53 |
| Tabla 27 Exceso de CTON..... | 53 |
| Tabla 28 Flujo de Caja Libre | 54 |
| Tabla 29 Valor Presente de Flujos y Valor Terminal..... | 55 |
| Tabla 30 Deuda Financiera | 56 |
| Tabla 31 Detalle Activos No Operacionales | 57 |
| Tabla 32 Valor Compañía | 58 |

DEDICATORIA

Dedicado a mi familia, a mi señora Trinidad que ha tenido que aguantar largas ausencias, a mis niños que tan pequeños poco entienden que su papá tenga que ir a estudiar, pero que de todas formas siempre están ahí esperando con una sonrisa y un abrazo para reconfortar el esfuerzo, pero a la vez orgullo, que significa ser Magister en Finanzas de la escuela de Administración de la Universidad de Chile

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a la Universidad, a los profesores y administrativos el esfuerzo que ponen en mantener en alto el nivel de la FEN, a mis compañeros, sobre todo con quienes compartí en distintos grupos, todos y cada uno de ellos tremendos profesionales y estudiantes, a los otros con quienes además siempre hubo espacios para compartir momentos agradables.

Agradezco además a mi empresa SMU por el apoyo y empuje para que pudiese estudiar, a pesar de ser un año en que nos volvimos una empresa abierta en bolsa, todo un hito del que no puedo estar más orgulloso pero que fue como hacer dos magísteres al mismo tiempo.

Pero por sobre todo a la familia, no sólo hay que dedicar, sino que además agradecer por el apoyo constante, ya que sin este nada de esto sería posible.

1. RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo trata de la valorizar la empresa Falabella S.A. por el método de Flujo de Caja Descontado, tomando para ello los resultados al 30 de junio de 2017.

Como base para realizar la valoración, primeramente se procedió a analizar la empresa y su rubro, poniendo especial énfasis en cada una de las unidades de negocio que componen Falabella y en el nivel de desarrollo de estos por país, para efectos de poder entender las principales características, así como entender los principales fundamentos que explican las proyecciones realizadas tanto para construir su balance así como para su estados de resultado. Si bien Falabella cuenta con un negocio Retail y otro bancario, no se aplicaron modelos especiales de valoración de bancos.

Los modelos de Modigliani y Miller (1963), Rubinstein (1973) y CAPM son utilizados para determinar el Costo de Capital, el cual se estimó en 5,26%, para ellos se ha utilizado como base la información financiera tanto de su deuda como de la estructura de capital de la empresa.

Luego y en base a la información histórica por segmentos y estimaciones propias así como proyecciones disponibles de analistas, se procedió a proyectar los ingresos, costos y gastos para elaborar un flujo de caja libre, con el que obtuvimos el valor presente de los flujos proyectados incluyendo el exceso de capital de trabajo con el que se cerró el primer semestre del 2017. Luego, determinamos el valor de los activos prescindibles, el valor de la deuda financiera, el valor de los activos no operacionales y el valor de las actividades no controladas con el que se permitió estimar el valor total del Patrimonio Económico, el cual se estimó en UF 532.109.212

Con un total de 2.434.465.103 de acciones comunes, el valor estimado de la acción es UF 0,219, esto es \$ 5.813. La acción de Falabella S.A. el 30 de agosto de 2017 se transó desde un mínimo de \$6.100 a un máximo \$6.400, cerrando a un valor

de \$6.304, esto es al día siguiente en que fueron publicados los estados financieros de Falabella S.A.

2. METODOLOGÍA

Principales Métodos de Valoración

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

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

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

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

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

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

Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p= rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

Donde DPA₁ son los dividendos por acción del próximo periodo.³

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

Método de Flujos de Caja Descontados

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

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

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

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

específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

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

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.

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, entre otros⁵:

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

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

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)

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

Falabella S.A.

Falabella S.A.C es una compañía Fundada en el año 1889, comenzando en sus inicios en el negocio de la sastrería en Santiago de Chile, con el paso del tiempo se dedica al comercio detallista donde hoy tiene presencia en los siguientes sub sectores:

- Tiendas por departamentos.
- Mejoramiento del hogar y construcción.
- Cadenas de especialidad.
- Supermercados.

Con presencia en 7 países, más de 100.000 empleados e ingresos superiores a los USD11.500 MM, Falabella es una de las compañías más importantes de Chile y por cierto en cada país en los que participa. Adicionalmente a los sectores mencionados se agrega una operación de crédito a los clientes a través de la tarjeta CMR, así como también la participación minoritaria en el sector de los shopping Center a través del grupo Plaza.

Al cierre del segundo semestre del 2017, los principales accionistas de la compañía son los siguientes:

| Nombre (Apellido paterno, materno, nombres) | Número de acciones suscritas | % de propiedad (*) |
|---|------------------------------|--------------------|
| LUCEC TRES S A | 258.913.368 | 10,64% |
| INVERSIONES SAN VITTO LTDA | 243.698.146 | 10,01% |
| INVERSIONES LOS OLIVOS SA | 243.569.988 | 10,01% |
| BETHIA S A | 238.649.011 | 9,80% |
| INVERSIONES DON ALBERTO CUATRO SPA | 151.079.494 | 6,21% |
| DERSA SA | 138.024.501 | 5,67% |
| BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES | 128.995.619 | 5,30% |

| | | |
|--|-------------|---------------|
| BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS | 112.979.615 | 4,64% |
| MAPCOR CUATRO S A | 108.247.346 | 4,45% |
| BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS | 65.912.793 | 2,71% |
| BANCHILE C DE B S A | 59.247.881 | 2,43% |
| INPESCA S A | 49.343.681 | 2,03% |
| Total primeros 12 accionistas | | 73,90% |

Tabla 1 Primeros doce accionistas

Filiales

SACI Falabella tiene cerca de 250 empresas filiales en Chile y el extranjero, siendo las más relevantes aquellas que operan como unidades de negocio:

Tiendas por departamento

Opera bajo el nombre de Falabella Retail en Chile, Perú, Colombia y Argentina. Tiene presencia a través de grandes tiendas, donde comercializa la productos para uso personal y del hogar, en categorías como vestuario y calzado, artículos de belleza; artículos electrónicos y electrodomésticos; muebles y accesorios de decoración. Se estima que la participación de mercado es de alrededor de 23% en Chile, 17% en Perú, 6% en Colombia y 2% en Argentina.

En Chile tiene 44 tiendas, 306.000 m2 e ingresos por MM\$1.471.982 siendo su país de origen y aun el más relevante, en Perú 29 tiendas, 177.000 m2 e ingresos por MM\$ 595.596, en Colombia 25 tiendas, 161.000m2 e ingresos por MM\$ 349.599 y en Argentina 11 tiendas, 58.000 m2 e ingresos por MM\$ 303.038

Mejoramiento del Hogar

Esta unidad de negocios está presente en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil, Uruguay e iniciando su incorporación a México.

Su marca Sodimac Homecenter (HC): orientado al mejoramiento del hogar ofrece todo tipo de productos y servicios de equipamiento, renovación, remodelación

y decoración para el hogar. Presente en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil y Uruguay, a través de dicho formato o través de su formato Sodimac Homecenter/Constructor. En Chile también presente con la cadena ferretera y especialista en madera Imperial y con sus tiendas especialistas en mejoramiento del hogar Homy.

Chile Cuenta con 85 tiendas en las que totaliza 712.000m² e ingresos por MM\$2.000.747, En Perú 56 tiendas, 372.000 m² e ingresos por MM91.765. Colombia 38 tiendas, 366.000 m² e ingresos por MM 66.046. Argentina 8 tiendas, 86.000m² e ingresos por MM 66.077. Brasil 56 tiendas, 148.000 m² e ingresos por MM167.504 y Uruguay 3 tiendas 25.000 m² e ingresos aun no informados.

Supermercados

Esta unidad de negocios con presencia en Chile y Perú, dispone de tres formatos.

Supermercados Tottus: comercializa principalmente categorías tradicionales de alimentos y productos de higiene.

Hipermercados Tottus: cuenta adicionalmente con una oferta ampliada de bienes de nonfood y textil.

Hiperbodega Precio Uno: ofrece un surtido de productos con un mayor foco en los productos no perecibles para el mercado peruano.

De acuerdo al análisis de mercado realizado se estima que se tiene una participación cercana al 4% en Chile y 6% en Perú.

Chile cuenta con 61 locales, 207.000 m² e ingresos por MM 705.968. Perú cuenta con 60 locales, 219.000 m² e ingresos por MM 666.023

Servicios Financieros.

Falabella Financiero ofrece una propuesta integral de productos y servicios en esta área, que permite entregar a sus clientes acceso al crédito. Opera en Chile, Perú, Colombia, Argentina y próximamente México.

Dentro de los principales servicios se encuentra CMR Falabella, la que con más de 37 años en el mercado, que es el mayor emisor de tarjetas de crédito en Chile. Hoy CMR también opera en Argentina y está presente en Perú y Colombia a través de Banco Falabella.

Banco Falabella: Presente en Chile, Perú y Colombia
Seguros Falabella, Viajes Falabella y Móvil Falabella.

De acuerdo a estimaciones la participación de mercado de acuerdo al stock de colocaciones de consumo a diciembre de 2016 es del 9,5% en Chile, en Perú 7,2% y En Colombia 4,1% y en Argentina 0,7%

Negocio Inmobiliario

S.A.C.I. Falabella opera y administra centros comerciales en Chile, Perú y Colombia, a través Mall Plaza, que es una de las principales cadenas de centros comerciales en Latinoamérica, y Open Plaza que está presente en Chile (a través de Rentas Falabella) y Perú, opera power centers que tienen como tiendas ancla los formatos del grupo.

4. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Empresas Comparables

El gran desarrollo del retail en Chile se ha transformado en modelo exportable para el resto de Sudamérica, a pesar de lo distinto de los mercados, Falabella ha destacado por su capacidad de adaptación a las realidades locales con la que han sabido desarrollarse y competir con otras grandes cadenas de retail, que principalmente son de origen chileno, al igual que Falabella.

Dentro de los principales benchmark en Sudamérica se encuentra Cencosud, operador chileno con un modelo de negocio que nace desde los supermercados. Otro benchmark es el de Ripley, si bien esta última se ha desarrollado sólo en el negocio de las tiendas por departamentos sin incursionar en supermercados ni tiendas de mejoramiento del hogar.

Otro actor relevante de la industria retail es SMU, dedicada en exclusiva a los supermercados y una participación menor en el segmento de los materiales de construcción, no está presente en las tiendas por departamentos, a su vez dejaremos fuera de esta comparación a otros grandes operadores de supermercados de la región, por ser este mono segmento. Por el número de unidades de negocio y la presencia regional sólo la compararemos con Cencosud y en menor medida con Ripley. A continuación, se brinda una breve reseña de las empresas consideradas como benchmark

Cencosud S.A.

Listada en la Bolsa de Santiago de Chile, si bien se transaba como ADR en la bolsa de Nueva York, estos dejaron de transarse durante el 2017. Es un retail multi-formato, con operaciones activas en Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia y más de 140.000 colaboradores.

Sus operaciones se extienden a través de diferentes líneas de negocios, tales como supermercados, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros.

Supermercados

Con presencia en 5 países, cuenta con marcas de muy alto reconocimiento como lo son Jumbo y Santa Isabel en Chile, Disco en Argentina, Preunic y otras en Brasil, Wong en Perú, y Jumbo y Metro en Colombia. Al primer semestre representa el 36,6% del Ebitda generado por las unidades de negocio

Mejoramiento del Hogar

Con presencia en 3 países, Argentina, Chile y Colombia a través de su marca Easy, es uno de los principales competidores en la región de Sodimac. Al primer semestre representa el 10,9% del Ebitda generado por las unidades de negocio

Shopping Centers.

Con una alta presencia en Chile, que incluye el Costanera Center, y un alto número de shopping centers en el resto de los países, cuenta con un Ebitda que representa el 36,3%

Tiendas por Departamento

Quizás es el negocio menos desarrollado a nivel regional, pero con la presencia de París en Chile, representa el 5,7% de los ingresos de Ebitda. Otros, representados por la oficina central consume el 12,8% del Ebitda generado por las distintas unidades de negocios. El Retail Financiero, a través de la tarjeta Cencosud, representa el 10,5%

Ripley Corp S.A.

Ripley Corp S.A. es la sociedad matriz de una serie de empresas que entre otros objetos se dedican a la venta al detalle (por departamento presencial e internet), con productos orientados al hogar. Este negocio está acompañado del habitual negocio financiero a través del Banco Ripley y administración de centros comerciales en Chile y Perú.

Posee 74 tiendas que proveen 470 mil metros cuadrados de superficie de ventas y aproximadamente 1,5 millones de tarjetas de crédito.

El principal negocio de Ripley es la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de los distintos formatos de tiendas por departamento y canal online, acompañado por un negocio financiero, manejado por Banco Ripley. También participa en la propiedad de centros comerciales en Chile y Perú. Actualmente administra 74 tiendas con una superficie de venta total de más de 470 mil metros cuadrados y, con más de 1,5 millones de tarjetas de crédito con saldo.

En su informe de clasificación de julio de 2016, Feller Rate señala “Desde el año 2014, los resultados consolidados evidencian la evolución negativa de las industrias en Chile y Perú, con márgenes más acotados, asociados a una mayor competencia, un efecto cambiario negativo sobre los costos de materias primas y mayores gastos de administración.”

4.1. Perspectivas de Crecimiento de la Industria

La perspectiva para los retailers en general, y especialmente para Falabella y sus empresas comparables que se han considerado, es de perspectivas positivas para la primera y con menos expectativas para las comparables. Los sólidos fundamentos de Falabella parecen mantenerse sólidos, sobre todo considerando que la actividad económica de la construcción pasó por un momento de baja luego del sobre stock

que se generó luego del término de la exención de IVA en Chile a las viviendas de menos de UF 2.000, al igual que en Perú donde las expectativas del negocio de la construcción también se ha notado con un nuevo reimpulso, ambos debiesen impulsar los resultados de una unidad de negocio que para Falabella representa una parte relevante de sus ingresos.

Este dinamismo también afectará positivamente a sus competidores, aunque el caso de Cencosud estará expuesto al vaivén de países como Argentina e incluso Brasil, en el que sus políticas económicas los dejan más expuesto a las históricas volatilidades de sus monedas, sobre todo en el caso argentino, por lo que el dinamismo de la región no necesariamente se verá reflejado en sus resultados.

La perspectiva para el retail de alimentos se mantiene positivas, con países en que aún existen grados de pobreza las mejoras económicas permiten que las familias mejoren su alimentación, no sólo por la cantidad sino que por la calidad de estos, con alimentaciones más sanas y con una mayor participación de las comidas perecibles en su canasta, de todas formas Falabella se enfrenta a escenarios de alta competencia en cada uno de los países en los que participa en el retail de alimentos lo que lo obligará a estar constantemente buscando como mantenerse competitivo en esta industria que destaca por su alto dinamismo.

En Chile, esperamos que el crecimiento de las ventas de Sodimac le permita reestablecer el apalancamiento operativo en el segmento, compensando parcialmente las inversiones que han realizado para el crecimiento del comercio electrónico, particularmente en el segmento de tiendas por departamento.

Los gastos en Chile serán el foco de los próximos períodos, donde el modelo logístico y de distribución se encuentra en un modelo sub sub óptima en comparación a grandes retailers del mundo, donde el modelo de ecommerce está más desarrollado, para empresas como Falabella es un desafío el pasar a una estructura de inventario omnicanal.

En resumen, las perspectivas para la industria del retail se mantienen altas en crecimiento, pero al mismo tiempo muy desafiante. Los modelos de atención están cambiando, los grandes mall alejados de las ciudades están viviendo un ocaso en los EEUU de momento que los clientes están privilegiando la cercanía y el mejor uso de su tiempo.

El desarrollo del ecommerce, en el que su mejor representante es Amazon le ha puesto sin duda presión a cada uno de los retailers que tienen que reinventarse para poder seguir siendo competitivos en el futuro, para ello será fundamental la capacidad que tengan para consolidarse, esta se acelerará para compensar el cambio de canal a online o omnicanal. Este último cambio es costoso para los minoristas por lo que se podría esperar nuevas sinergias de fusiones y adquisiciones de nuevas empresas de tecnología que les permita dar pasos acelerados, sobre todo si pensamos que la amenaza de entrada de grandes ecommerce del mundo está más latente que nunca.

La adopción de nuevas Tecnologías mejorará la experiencia del cliente y debiese permitir menores gastos operativos, modelos de atención como scan & go en el que los clientes escanean con su propio teléfono y salen de la tienda, o el click and collect en el que los clientes hacen su pedido de forma online y luego pasan a retirar sin bajarse de su auto, la eliminación de los cheques como aceptación de medios de pago implicará nuevos desarrollos pero al mismo tiempo menores costos de mano de obra, estos menores gastos ayudarán a los minoristas a mantener la rentabilidad en medio de una industria cada vez más competitiva y con mayor presión sobre su margen de ingresos

Presión sobre los márgenes

Los márgenes minoristas de comestibles continuarán disminuyendo a medida que crezcan jugadores relevantes como Wal Mart que siguen invirtiendo en su estrategia de precios bajos, de todas formas en mercados como el de EEUU se sigue

esperando un aumento significativo de tiendas alimentos, a pesar de la alta penetración que esta industria ya tiene, como ejemplo en junio de 2017, la cadena de supermercados Aldi anunció que planea agregar 900 tiendas para 2022, a su vez la cadena de supermercados Lidl anunció planes para abrir 100 tiendas en el 2018, por lo que esperamos que en países de Sudamérica donde la penetración de la industria es menor se mantenga la estrategia de crecimiento a través de tiendas físicas, eso sí con superficies menores las de los grandes Hiper que crecieron en los años 80 y 90.

A partir del primer trimestre del 2018 habrá cambios en la política de contabilizaciones a través de IFRS 9, el cual estará conceptuado en el riesgo de crédito esperado, a diferencia del actual basado en lo incurrido. Debido a los buenos indicadores de riesgo de tarjeta CMR Falabella, no esperamos grandes cambios en esta materia que afecten su valoración.

5. Vías de Financiamiento de Falabella S.A.

Falabella es una empresa sólida, valorada por los analistas e inversionistas, por lo que tiene acceso a los distintos mercados de financiamiento. En ese sentido podemos ver que Falabella tiene deuda local a través de bancos en cada uno de los países en los que participa, obligaciones con el público o bonos también en la mayoría de los países en los que participa y adicionalmente tiene bonos emitidos en los Estados Unidos.

A continuación detallaremos los pasivos de Falabella de los últimos períodos:

| Valores en UF | 1S 2017 | 31-dic-2016 | 31-dic-2015 | 31-dic-14 |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Préstamos Bancarios | 61.631.437 | 62.611.360 | 57.703.025 | 50.446.675 |
| Obligaciones con el Público | 74.100.351 | 73.890.533 | 71.260.320 | 68.985.330 |
| Obligaciones por Arrendamientos Financieros | 3.820.891 | 2.657.370 | 3.465.977 | 4.083.977 |
| Otros Pasivos Financieros | 3.988.031 | 3.056.139 | 1.775.520 | 448.678 |
| Total Pasivos | 143.540.709 | 142.215.402 | 134.204.841 | 123.964.661 |
| Deuda Financiera | 139.719.818 | 139.558.032 | 128.963.344 | 119.432.006 |

Tabla 2 Pasivos de Falabella en UF 2013- junio 2017

En el total de Pasivos financieros, incluyendo para estos los pasivos financieros por leasing de arrendamiento, el 25,8% de los pasivos son clasificados como corrientes y el restante 74,2% en el no corriente, lo que da cuenta de la capacidad actual de administración sobre sus pasivos con que cuenta la compañía. Si vemos sus preferencias, dentro de la deuda financiera el 45,4% de la deuda es con instituciones financieras y el 54,6% de esta es con bonistas, habiendo una correlación entre la preferencia por los bonistas en el largo plazo, Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, esta proporción se ha mantenido estable en los últimos años, por lo que parece ser una estructura de deuda que da comodidad a la gerencia de Falabella para abordar sus servicios de deuda y desafíos de inversiones.



Tabla 3 Proporción de deuda entre bancos y bonistas

En el anexo 1, se detalla la deuda con tenedores de Bonos que mantiene Falabella, de esta, hemos tomado como referencia unos de estos para ser considerado como su actual costo de deuda, el que utilizaremos como referencia del costo de deuda para el cálculo del costo de capital. Por monto y plazo consideramos es lo suficientemente representativo como para ser considerado.

| Ticker | Coupon | Maturity | Series | Maturity Type | Announce | Currency | Bid Yield to Maturity | Ask Price | Coupon Frequency |
|--------|--------|------------|--------|---------------|------------|----------|-----------------------|-----------|------------------|
| BFALA | 3 | 15-04-2039 | P | SINKABLE | 15-04-2016 | CL UF | 2,888 | 102,76 | semestral |

Tabla 4 Bono BFALA, referencia al 30 de junio de 2017 (Bloomberg)

En los registros también figuran los pasivos por arriendos financieros, estos pasivos son según norma IFRS como aquellos arriendos que por su estructura deben ser clasificados como pasivos por lo que no figuran dentro de los gastos de administración, sino que en su estado de resultados se ven como costos financieros. Dentro de los pasivos totales de Falabella, los pasivos por arriendos sólo representan un 2,7%, por lo que no haremos mayores aperturas de este pasivo.

6. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

En este capítulo procederemos a determinar la estructura de capital. Primeramente determinamos el patrimonio económico de la empresa, para ello se considera el valor de cierre de la acción a cada período multiplicado por el número de acciones.

Con respecto a la deuda, se considera el total de pasivos financieros llevados al valor de UF del cierre de cada período.

| | UF | 2Q17 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|---|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| P | Patrimonio Ec. | 499.206.976 | 489.656.050 | 428.967.412 | 402.070.551 | 489.478.916 |
| B | Deuda | 143.540.709 | 142.215.402 | 134.204.841 | 123.964.661 | 101.321.656 |
| V | Valor Ec. Empresa | 642.747.685 | 631.871.452 | 563.172.253 | 526.035.212 | 590.800.572 |

Tabla 5 Patrimonio, Deuda y Valor Económico

| | 2Q17 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|----------------------|------|------|------|------|------|
| B/V Deuda/Valor | 0,22 | 0,23 | 0,24 | 0,24 | 0,17 |
| B/P Deuda/Patrimonio | 0,29 | 0,29 | 0,31 | 0,31 | 0,21 |
| P/V Patrimonio/valor | 0,78 | 0,77 | 0,76 | 0,76 | 0,83 |

Tabla 6 Ratios B/V, B/P y P/V

De la revisión de los años anteriores concluimos que Falabella ha ido convergiendo hacia su actual estructura de capital por lo que el cierre del primer semestre lo consideramos como ratios objetivos, esto es un B/V de 0,22, un BP de 0,29 y un P/V de 0,78. Estos valores serán utilizados en el siguiente punto, relevante para nuestra valoración que es la estimación del costo de capital.

Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Estimaremos el costo de capital de Falabella en base a su información bursátil, para ello procederemos a realizar una regresión lineal con los retornos semanales de la acción de la compañía comparados con los retornos del IGPA, por lo que se utilizan los precios semanales de la acción de Falabella desde 1 Julio de 2011 al 30 junio de 2017 obtenidos desde Bloomberg, así como para el IGPA desde la misma fuente.

Se estima el Beta de la compañía considerando los últimos dos años, es decir con 105 semanas y considerando hasta la última semana del primer semestre del 2017. Dado que Falabella es una empresa con presencia bursátil del 100%, Se utiliza por completo la información obtenida

Beta de la Acción $(\beta_p^{C/D})$

Como Beta utilizaremos el obtenido para el total del período mencionado, obteniéndose para este período un 0,67. La Tasa libre de riesgo a utilizar será 1,93% (BCU-30 al 29 de junio de 2017). A su vez el premio por riesgo de mercado de 6,81% para Chile (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Enero de 2017)

La tasa de impuesto a considerar, la vigente para el año 2017, esta es de un 25%. Se considerará la corresponda según el año considerado en el pasado y la consistente con la estructura de capital objetiva de la empresa para el futuro.

Costo de la Deuda (k_b)

Utilizando a Bloomberg como fuente, (Ver anexo “Bonos Falabella”) la YTM (tasa de mercado) registrada a junio de 2017 del bono de más largo plazo que tiene Falabella y que registra una yield de 2,888% tal como se muestra en la siguiente tabla:

| Ticker | Coupon | Maturity | Series | Maturity Type | Announce | Currency | Bid Yield to Maturity | Ask Price | Coupon Frequency |
|--------|--------|----------|--------|---------------|----------|----------|-----------------------|-----------|------------------|
|--------|--------|----------|--------|---------------|----------|----------|-----------------------|-----------|------------------|

| | | | | | | | | | |
|-------|---|------------|---|----------|------------|-------|--------------|--------|-----------|
| BFALA | 3 | 15-04-2039 | P | SINKABLE | 15-04-2016 | CL UF | 2,888 | 102,76 | semestral |
|-------|---|------------|---|----------|------------|-------|--------------|--------|-----------|

Fuente Bloomberg al 30 de junio de 2017

Beta de la Deuda (β_b)

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda tomada desde el bono referencial BFALA P, se calcula la beta de la deuda de Falabella.

$$K_d = r_f + (E_{rm} - r_f) * \beta_b$$

$$K_d = r_f + (PRM) * \beta_b$$

$$2,89\% = 1,9\% + 6,81 * \beta_b$$

$$0,145 = \beta_b$$

De la fórmula Anterior obtenemos que el Beta de la Deuda es 0,145

Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

Según comentamos en el punto anterior, como Beta utilizaremos el obtenido para los últimos cuatro semestres y hasta Junio de 2017 de un 0,673

Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Desapalancaremos el beta de la acción utilizaremos la fórmula de Rubinstein de 1973 con lo que podremos determinar el beta patrimonial sin la deuda a Junio de 2017, con la estructura de capital promedio de los años 2017, 2016 y 2015 y la tasa de impuestos corporativos promedios real de la compañía para los mismos años que abarca su cálculo, esta última de un 24%.

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

$$0,673 = \beta_p^{S/D} [1 + (1 - 24\%) * 0,3] - (1 - 24\%) * 0,145 * 0,3$$

$$(\beta_p^{S/D}) = 0,58$$

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

Del beta Desapalancado del punto anterior, utilizaremos la estructura de capital objetiva de la empresa, que en nuestro caso es muy similar a la obtenida para el primer semestre del 2017 y la tasa de impuestos de largo plazo de Chile que es de un 27%.

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,58 * [1 + (1 - 27\%) * 0,29] - (1 - 27\%) 0,145 * 0,29$$

$$(\beta_p^{C/D} = 0,668)$$

Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM y la ecuación de Hamada estimaremos la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetiva de la empresa.

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

$$(k_p) = 6,45\%$$

Costo de Capital (k_0)

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estima el costo de capital para Falabella

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

$$k_0 = 6,45\% * 0,78 + k_b (1 - 27\%) * 0,22$$

$$k_0 = 5,478\%$$

7. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO

Análisis de Ingresos

Parte fundamental de este análisis como ya comentamos, es el entendimiento de cada una de las unidades de negocios por país, por lo que para hacer las proyecciones de crecimientos luego lo haremos desde la realidad de cada una de estas.

El siguiente cuadro muestra las ventas reales del grupo Falabella para los segmentos no bancarios, estas han sido traídas a la UF del cierre de cada año.

| | 12M16 | 12M15 | 12M14 | 12M13 |
|--------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Chile | | | | |
| Tiendas por Departamento | 55.866.977 | 52.841.244 | 52.859.741 | 45.878.922 |
| Mejoramiento del Hogar | 75.935.499 | 76.781.462 | 74.424.938 | 64.237.243 |
| Supermercados | 26.794.008 | 26.039.083 | 24.743.434 | 19.841.480 |
| Perú | | | | |
| Tiendas por Departamento | 22.604.997 | 23.044.010 | 22.927.651 | 17.973.464 |
| Mejoramiento del Hogar | 22.459.597 | 24.973.770 | 17.105.811 | 10.694.954 |
| Supermercados | 25.277.953 | 25.321.188 | 24.331.988 | 17.521.089 |
| Colombia | | | | |
| Tiendas por Departamento | 13.268.531 | 13.345.889 | 15.334.376 | 11.800.009 |
| Mejoramiento del Hogar | 29.074.183 | 30.358.667 | 33.159.602 | 25.328.496 |
| Argentina | | | | |
| Tiendas por Departamento | 11.501.375 | 15.692.481 | 13.355.985 | 12.061.081 |
| Mejoramiento del Hogar | 6.303.216 | 8.292.764 | 5.494.161 | 4.764.566 |
| Brasil | | | | |
| Mejoramiento del Hogar | 6.357.375 | 6.430.661 | 8.122.981 | - |
| Total No Bancario | 295.443.711 | 303.121.219 | 291.860.668 | 230.101.305 |
| Ingresos de Negocios Bancarios | 26.190.964 | 24.323.259 | 22.467.444 | 19.712.384 |
| Total Grupo Falabella | 617.078.387 | 630.565.697 | 606.188.780 | 479.914.994 |

Tabla 7 Ingresos Falabella por unidad de negocio

En el siguiente cuadro se desglosa el crecimiento real de cada unidad de negocios, como ratio de crecimiento de la tabla anterior.

| | Var % 16/15 | Var % 15/14 | Var % 14/13 | Var % 16/13 | CAGR 13-16 |
|--------------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| Chile | | | | | |
| Tiendas por Departamento | 5,7% | 0,0% | 15,2% | 21,8% | 6,8% |
| Mejoramiento del Hogar | -1,1% | 3,2% | 15,9% | 18,2% | 5,7% |
| Supermercados | 2,9% | 5,2% | 24,7% | 35,0% | 10,5% |
| Perú | | | | | |
| Tiendas por Departamento | -1,9% | 0,5% | 27,6% | 25,8% | 7,9% |
| Mejoramiento del Hogar | -10,1% | 46,0% | 59,9% | 110,0% | 28,1% |
| Supermercados | -0,2% | 4,1% | 38,9% | 44,3% | 13,0% |
| Colombia | | | | | |
| Tiendas por Departamento | -0,6% | -13,0% | 30,0% | 12,4% | 4,0% |
| Mejoramiento del Hogar | -4,2% | -8,4% | 30,9% | 14,8% | 4,7% |
| Argentina | | | | | |
| Tiendas por Departamento | -26,7% | 17,5% | 10,7% | -4,6% | -1,6% |
| Mejoramiento del Hogar | -24,0% | 50,9% | 15,3% | 32,3% | 9,8% |
| Brasil | | | | | |
| Mejoramiento del Hogar | -1,1% | -20,8% | | | |
| Total No Bancario | -2,5% | 3,9% | 26,8% | 28,4% | 8,7% |
| Ingresos de Negocios Bancarios | 7,7% | 8,3% | 14,0% | 32,9% | 9,9% |
| Total Grupo Falabella | -2,1% | 4,0% | 26,3% | 28,6% | 8,7% |

Tabla 8 Crecimientos reales por Unidad de Negocio

El Grupo tuvo una caída en sus ingresos reales durante el año 2016, esto considerando tanto su negocio no bancario como el total, en el cual el negocio bancario con su crecimiento aportó a disminuir la caída.

Si analizamos por segmento la caída, vemos que por segmento mejoramiento del hogar muestra caídas importantes en todos los países en los que participa, y que entre ellos reflejan una caída de UF 6.600.000, siendo otros los segmentos que destacan de manera positiva. En ese sentido tiendas por departamento en Chile, su segunda mayor unidad de negocio después de mejoramiento del hogar en Chile tuvo un crecimiento de 5,7%.

Por país, Argentina muestra una caída real de 26,7% en tiendas por departamento y de 24% en mejoramiento del hogar, esto último no está en línea con el crecimiento que viene mostrando dicho país sino que está relacionado a la liberación del tipo de cambio impulsada por el gobierno lo que reflejó en el mercado formal los precios que se manejaban en el mercado informal, con su consecuente devaluación del peso Argentino. Por lo anterior, las proyecciones de crecimiento de este mercado deben considerar, y tienen implícito, los efectos de las devaluaciones en sus proyecciones y sus efectos en los resultados.

En el caso de Chile, los resultados son dispares, con crecimientos por sobre el crecimiento del país en tiendas por departamento y algo por sobre el crecimiento del país en supermercados, siendo tiendas por departamento (su mayor unidad de negocio mirado por ingresos) la que presenta una caída real, impactada fuertemente por la caída registrada a nivel país por la construcción de nuevas viviendas y departamentos.

Tasas de crecimiento reales de la industria para los años 2013 a Junio de 2017

Falabella es una compañía presente en gran parte de los países de Sudamérica, para contextualizar las tasas reales así como las estimaciones de las distintas industrias por país, detallaremos los crecimientos de cada país, desde el 2013

| Real GDP growth | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | | | |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|
| Valores Porcentuales | | | | | | Est | | | |
| Argentina | - | 1,0 | 2,4 | - | 2,5 | 2,6 | - | 2,2 | 2,5 |
| Brazil | | 1,9 | 3,0 | 0,5 | - | 3,8 | - | 3,6 | 0,7 |
| Chile | | 5,3 | 4,0 | 1,9 | 2,3 | 1,6 | 1,4 | | |
| Colombia | | 4,0 | 4,9 | 4,4 | 3,1 | 2,0 | 1,7 | | |
| Peru | | 6,0 | 5,8 | 2,4 | 3,3 | 4,0 | 2,7 | | |

Tabla 9Crecimientos Reles por País (Fuente Bloomberg)

Con un mayor detalle por industria, para las que se tiene información disponible hemos preparado el siguiente cuadro

| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| | | Est | | | | |
| Wholesale and retail trade, Constant Prices | Argentina | - | 6,8 | 3,0 | - 2,4 | 0,3 |
| Supermercados | Brasil | | | | | - 0,0 |
| Comercio | Brasil | 3,1 | 2,3 | - 3,9 | - 4,2 | 0,6 |
| Supermercados | Chile | 5,2 | 2,8 | 2,2 | 3,4 | 2,7 |
| Comercio | Chile | 9,8 | 2,5 | 3,1 | 3,7 | 3,0 |
| Retail Sales YOY | Colombia | | | | 1,0 | 1,0 |
| Wholesale and retail trade, Constant Prices | Peru | | 3,9 | 3,4 | 3,4 | 2,2 |

Tabla 10 Crecimientos por país unidad de negocio (Fuente Thomson Reuters)

Para el análisis de proyecciones, en los países en los que se tenga información diferenciada por segmento, se utilizará las proyecciones de mercado de dichos segmentos, en aquellos países en los que sólo se tenga información de retail.

Costo Operacional

Los costos de operación los separaremos para dos grandes segmentos, negocio retail y negocio financiero.

Negocio Retail.

Los costos de operación son los definidos como costo de ventas en el estado de resultado, para este la apertura del costo de venta para los años 2016 y 2015 es la siguiente:

| M\$ | 31-dic-16 | 31-dic-15 |
|--|---------------|---------------|
| Costo de ventas de bienes y servicios | 4.978.801.098 | 4.920.189.964 |
| Costo de venta entidades financieras | 120.795.229 | 101.798.653 |
| Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento | 81.123.617 | 76.143.014 |
| Costo de operaciones continuas Negocios no Bancarios, Total | 5.180.719.944 | 5.098.131.631 |

Tabla 11 Costo de ventas

Como parte del Costo de Ventas de Bienes y Servicios se incluye el Costo de la Mercadería, las Provisiones de Valor Neto Realizable, Acortamiento (y Obsolescencia) y depreciaciones de maquinarias en arriendo.

Los Costos de Venta Entidades Financieras del negocio de Retail Financiero, se componen de Costo por intereses Otros costos de venta y Provisión y castigo incobrabilidad

Por su parte los costos de Propiedades de Inversión se componen de Depreciación y Mantención y otros.

Negocio bancario

El detalle de los costos de operación es el siguiente:

| Negocios Bancarios | 31-dic-16 | 31-dic-15 |
|---|--------------------|--------------------|
| Gastos por intereses y reajustes | 152.144.758 | 133.370.243 |
| Gastos por comisiones | 40.135.723 | 33.607.581 |
| Provisión por riesgo de créditos | 146.481.242 | 114.698.003 |
| Costo de operaciones continuas Negocios Bancarios, Total | 338.761.723 | 281.675.827 |

Tabla 12 Costo de Ventas negocio Bancario

Gasto Administrativos y de Ventas

Dentro del detalle de los costos de operación, está la apertura de los gastos de administración y ventas, que en el caso del negocio no bancario es el siguiente

| Gastos de Administración (no bancarios) | 31-dic-16 | 31-dic-15 | % Ing 16 | % Ing 15 |
|---|----------------------|----------------------|--------------|--------------|
| Remuneraciones | 949.595.839 | 922.148.470 | 12,0% | 11,9% |
| Arriendos | 157.634.737 | 147.423.525 | 2,0% | 1,9% |
| Depreciaciones | 202.178.387 | 186.799.890 | 2,6% | 2,4% |
| Servicios | 56.303.919 | 54.232.062 | 0,7% | 0,7% |
| Servicios | 5.214.578 | 4.499.491 | 0,1% | 0,1% |
| Materiales | 42.783.403 | 41.238.922 | 0,5% | 0,5% |
| Viajes | 19.484.456 | 19.382.136 | 0,2% | 0,2% |
| Impuestos, | 77.855.333 | 85.915.044 | 1,0% | 1,1% |
| Honorarios | 128.631.549 | 140.849.906 | 1,6% | 1,8% |
| Mantención | 34.562.216 | 37.164.249 | 0,4% | 0,5% |
| Comunicación | 4.085.467 | 5.484.724 | 0,1% | 0,1% |
| Comisiones | 37.291.512 | 36.998.205 | 0,5% | 0,5% |
| Otros | 953.342 | 1.714.368 | 0,0% | 0,0% |
| Total | 1.716.574.738 | 1.683.850.992 | 21,7% | 21,7% |

Tabla 13 Gastos de Administración, No Bancarios

De la tabla anterior podemos concluir que los gastos de administración y ventas se mantienen estables como porcentaje de sus ventas a nivel consolidados, de todas formas y dado que se tienen distintas expectativas de crecimiento para cada una de las unidades de negocios es que utilizaremos la base de gastos por segmentos para realizar nuestras proyecciones.

8. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS

Proyección de Ingresos y Márgenes de Operación

Los ingresos y márgenes se construyeron basados en el detalle de cada uno de los segmentos de negocio por país, considerando para esto proyecciones del mercado por segmento y/o país mostradas anteriormente. Adicionalmente a los países, dependiendo del grado de madurez y competencia de cada segmento se proyectaron márgenes y gastos.

Para el negocio bancario, se utilizaron principalmente proyecciones de crecimiento de mercado por país y evolución de gastos por cada uno de ellos.

El Total consolidado de los ingresos de operación no bancarios lo hemos definido en base a la estimación por segmentos realizada en cada país, como ya se comentó se usó estimaciones de crecimiento por segmento país para los casos en que se encuentran disponibles dichas proyecciones o estimaciones de crecimiento país para aquellos en los que no se encuentra disponible mayor segmentación.

El desglose del criterio por segmentos se basa inicialmente en las estimaciones de crecimiento de cada país, adicionalmente se ha utilizado las tasas de crecimiento de la industria de supermercados para los países en que existe esa medición, por lo que por ser más específica se ha privilegiado por sobre la tasa de crecimiento del país. Los segmentos de ajuste se han proyectado según el crecimiento del país en el que se encuentran

Estimación de las tasas de crecimiento reales de la industria

A continuación presentaremos las estimaciones de crecimiento de las tasas de crecimiento reales de la industria para los años 2013 a Junio de 2017 basado en un resumen de analistas, disponible en Bloomberg

Falabella es una compañía presente en gran parte de los países de Sudamérica, para contextualizar las tasas reales así como las estimaciones de las distintas

industrias por país, detallaremos los crecimientos de cada país, desde el 2013 y sus proyecciones

| Real GDP growth | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------------|-------|------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|
| Valores Porcentuales | | | | | | Est | Est | Est | Est | Est |
| Argentina | - 1,0 | 2,4 | - 2,5 | 2,6 | - 2,2 | 2,5 | 2,5 | 2,7 | 3,1 | 3,2 |
| Brazil | 1,9 | 3,0 | 0,5 | 3,8 | - 3,6 | 0,7 | 1,5 | 2,0 | 2,0 | 2,0 |
| Chile | 5,3 | 4,0 | 1,9 | 2,3 | 1,6 | 1,4 | 2,5 | 2,7 | 2,9 | 3,2 |
| Colombia | 4,0 | 4,9 | 4,4 | 3,1 | 2,0 | 1,7 | 2,8 | 3,5 | 3,6 | 3,6 |
| Peru | 6,0 | 5,8 | 2,4 | 3,3 | 4,0 | 2,7 | 3,8 | 4,0 | 3,9 | 3,8 |

Tabla 14 Crecimientos reales y proyecciones (Fuente Bloomberg)

La estimación de las tasas de crecimiento por industria difiere de cada país, así como sus proyecciones, por lo que se utilizará distintas fuentes en función de la información entregada por cada país.

| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|-----------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| Wholesale and retail trade, Constant Prices | Argentina | - | 6,8 | 3,0 | - 2,4 | 0,3 | 1,8 | 1,7 | 1,8 | 2,2 |
| Supermercados | Brasil | | | | | - 0,0 | 2,6 | 2,2 | 2,6 | 2,4 |
| Comercio | Brasil | 3,1 | 2,3 | - 3,9 | - 4,2 | - 0,6 | 2,0 | 1,6 | 2,0 | 1,8 |
| Supermercados | Chile | 5,2 | 2,8 | 2,2 | 3,4 | 2,7 | 3,5 | 4,1 | 4,1 | 4,4 |
| Comercio | Chile | 9,8 | 2,5 | 3,1 | 3,7 | 3,0 | 4,0 | 4,4 | 4,5 | 4,8 |
| Retail Sales YOY | Colombia | | | | 1,0 | 1,0 | 1,5 | 2,2 | 2,3 | 2,3 |
| Wholesale and retail trade, Constant Prices | Peru | | 3,9 | 3,4 | 3,4 | 2,2 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,4 |

Tabla 15 Crecimientos por industria y proyecciones (Fuente Thomson Reuters)

En los países en los que se tenga información diferenciada por segmento, se utilizará las proyecciones de mercado de dichos segmentos, en aquellos países en los que sólo se tenga información de retail.

Proyección de Márgenes de Operación y Gastos

En términos generales el grupo tiene a la mayoría de sus segmentos en niveles de madurez altos, por lo que las variaciones en lo que respecta a costos de venta y gastos deberían tener variaciones menores. La proyección de costos de operación y Gav se ha evaluado en función de la realidad de cada segmento, así pues en los países en los que el segmento se encuentra con mayor madurez la tendencia ha sido a perpetuar los indicadores actuales, salvo en los casos en que se haya encontrado una desviación contra el promedio de los últimos años como puede ser el caso de materiales de construcción durante el 2016, el que de manera progresiva será igualado a los indicadores de gestión de los años anteriores.

| | | 12M13 | 12M14 | 12M15 | 12M16 | Var Anual | Tendencia |
|--------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|
| T por Departamento Chile | Margen Bruto | 29,5% | 30,1% | 31,8% | 33,1% | 0,1% | Alza |
| M. Hogar Chile | Margen Bruto | 29,6% | 29,1% | 29,8% | 29,9% | 0,0% | Estable |
| Supermercados Chile | Margen Bruto | 24,1% | 23,8% | 24,4% | 24,8% | 0,0% | Estable |
| CMR Chile | Margen Bruto | 50,1% | 51,0% | 50,4% | 48,2% | -0,4% | Baja |
| Banco Falabella Chile | Margen Bruto | 45,4% | 50,1% | 56,9% | 57,2% | 1,0% | Estable |
| Perú | Margen Bruto | 32,4% | 31,2% | 31,7% | 31,6% | 0,0% | Estable |
| Colombia | Margen Bruto | 36,8% | 38,4% | 37,9% | 34,3% | 0,0% | Estable |
| Argentina | Margen Bruto | 40,8% | 41,5% | 46,0% | 47,1% | 0,0% | Estable |
| Brasil | Margen Bruto | 40,8% | 41,5% | 32,2% | 32,7% | 0,0% | Estable |

Tabla 16 Margen Bruto por Unidad de Negocio

| | | 12M13 | 12M14 | 12M15 | 12M16 | Var Anual | Tendencia |
|--------------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------|------------|
| T por Departamento Chile | GAV / Ingresos | 23,6% | 24,9% | 25,4% | 25,2% | Estable | Estable |
| M. Hogar Chile | GAV / Ingresos | 21,3% | 20,8% | 22,0% | 22,1% | 0,0% | Estable |
| Supermercados Chile | GAV / Ingresos | 20,3% | 19,9% | 20,0% | 20,5% | 0,2% | Alza |
| CMR Chile | GAV / Ingresos | 9,8% | 10,0% | 10,6% | 10,4% | 0,0% | Eficiencia |
| Banco Falabella Chile | GAV / Ingresos | 29,1% | 28,8% | 30,1% | 31,4% | 0,2% | Alza |
| Perú | GAV / Ingresos | 20,2% | 20,3% | 20,8% | 21,0% | 0,2% | Alza |
| Colombia | GAV / Ingresos | 27,9% | 27,6% | 28,9% | 27,9% | 0,0% | Eficiencia |
| Argentina | GAV / Ingresos | 34,4% | 33,9% | 38,9% | 42,0% | -0,3% | Baja |
| Brasil | GAV / Ingresos | 34,4% | 33,9% | 37,6% | 40,6% | -0,5% | Baja |

Tabla 17 Gasto porcentual por unidad de negocio

Gastos Financieros

Los gastos financieros se consideraron como un porcentaje de los ingresos, sin que se consigan mejoras en las tasas de financiamiento considerando que Falabella

ha estado accediendo a buenas tasas en sus últimas colocaciones por lo que no podrá acceder a mejoras sustanciales mediante refinanciamientos.

El resultado Operacional del 2016 es mayoritariamente recurrente, por lo que su proyección está medida de manera proporcional al crecimiento de los distintos negocios.

Proyección de Ingresos

Dada las proyecciones por segmento, la proyección de ingresos total es la siguiente:

| No bancarios UF | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Ingresos de las Actividades Ordinarias | 299.769 | 307.064 | 317.902 | 330.132 | 343.039 | 357.133 |
| <i>Var Ingresos YOY</i> | | 2,4% | 3,5% | 3,8% | 3,9% | 4,1% |

Tabla 18 Proyección de Ingresos y variación anual

Costos de Distribución

Los costos de distribución estarán sometidos a fuertes presiones en los próximos años debido a la incursión de nuevas tecnologías de atención y por la mayor penetración del ecommerce, sin embargo creemos que Falabella es una de las compañías en Sudamérica que está mejor preparada para adaptarse a los cambios que se vienen. Estos mayores cambios serán compensados con una mayor automatización, que incluirá menores costos de mano de obra. Con todos estos ingredientes, utilizaremos el mismo ratio de costos de distribución para los próximos períodos, esto es un 1,14% sobre los ingresos no bancarios.

Otros Ingresos y Otros Gastos por función

Los otros gastos por función tienen un valor relevante en los estados financieros de Falabella por lo que los hemos considerado un factor proyectable en función de sus ingresos, para ellos hemos tomado un factor de 1,7% de los ingresos, medida similar al de los años anteriores.

Ingresos y Costos Financieros

Los ingresos financieros, así como sus costos también los hemos proyectado como una función de sus ingresos, dado que Falabella asumimos mantiene su estructura de capital, su deuda de corto y largo plazo así como su plan de inversiones, debiera mantener una tasa de ingresos similar a la actual, así como su tasa de costos financieros. Dado lo anterior, estimamos que Falabella tendrá Ingresos por un 0,2% de sus ingresos y costos de 2,7% de sus ingresos.

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación

La participación en las ganancias de asociadas en caso de Falabella están relacionadas principalmente a su participación en Mall Plaza, por lo que mantendremos su ganancia como un factor de sus ingresos, lo anterior debido a la alta correlación que existe entre los ingresos de las cadenas de retail y los ingresos de las empresas de centros comerciales. La participación en las ganancias se proyecta según su propia tasa de crecimiento de los últimos años, tomando un crecimiento constante y conservador.

Diferencias de Cambio

Se ha considerado un valor de cero a las diferencias de tipo de cambio, debido a que Falabella mantiene coberturas de tipo de cambio para sus pasivos, por lo que los montos que puedan haber tanto positivos como negativos corresponden sólo a mínimas partidas por lo que sus valores debieran representar un valor total cero en el tiempo.

Resultados por Unidades de Ajuste

Las unidades de reajuste son una cuenta relevante en los resultados de Falabella, que representa cerca del 0,28% de los ingresos. Como el financiamiento con deuda es parte fundamental del crecimiento de ambos segmentos de negocios, tanto en el no bancario como en el bancario, este porcentaje lo mantendremos variable a dicha tasa para los próximos períodos. De todas formas, este concepto es luego ajustado en el flujo de caja libre.

Tasa de Impuestos

Para nuestras proyecciones se considerará en el caso del año 2017 un porcentaje de impuestos de 25,5% sobre las utilidades, luego un 27% a partir del año 2018

según lo existente hoy en la regulación chilena, de todas formas, Falabella puede utilizar diferentes estrategias tributarias que pueden disminuir el porcentaje efectivo de tributación.

Depreciación de Activo Fijo y Amortización de Intangibles

En base a las inversiones históricas de la compañía, y al no existir una planificación entregada al mercado por unidad de negocio, proyectaremos estas inversiones en función de los ingresos de cada año, por lo que para la estimación de los resultados se ha considerado una depreciación constante para los próximos años en base a la depreciación del primer semestre del 2017.

Inversión de Reposición.

La compañía realiza inversiones para su negocio no bancario como para el bancario. Para la estimación de inversiones de los próximos años utilizaremos el promedio de los últimos 5 semestres, con el que calcularemos una función sobre el total de ingresos:

| Valores en UF | 30-jun-2017 | 31-dic-2016 | 31-dic-2015 | Proyección |
|--|-------------|--------------|--------------|-------------|
| No Bancarios | | | | |
| Flujo Propiedades Plantas y equipos | (5.961.853) | (12.001.343) | (12.872.702) | |
| Compras de activos intangibles | (725.757) | (1.531.920) | (1.222.064) | |
| PPEquipos e Intangibles /Ingresos No Banca | 4,5% | 4,5% | 4,7% | 4,3% |
| Bancarios | | | | |
| Compras de activos fijos | (474.785) | (1.175.889) | (1.029.846) | |
| PPEquipos/ingresos Bancarios | 4,6% | 6,2% | 5,8% | 5,4% |

Tabla 19 Inversiones, Negocio No Bancario

En consecuencia, utilizaremos una inversión en reposición de 4,3% sobre el total de ingresos de los segmentos no bancarios y de 5,4% para los negocios bancarios.

Inversión de Largo Plazo.

La compañía realiza inversiones de largo plazo para su negocio bancario. Para la estimación de inversiones de los próximos años utilizaremos el promedio de los últimos 5 semestres, con el que calcularemos una función sobre el total de ingresos:

| Valores en UF | 30-jun-2017 | 31-dic-2016 | 31-dic-2015 | Proyección |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| No Bancarios | | | | |
| Otros Activos de largo plazo | (3.071.459) | (5.274.927) | (5.805.892) | |
| O.Largo plazo/Ingresos No Bancarios. | 2,1% | 1,8% | 1,9% | 1,9% |

Tabla 20 Inversiones, Negocio Bancario

En consecuencia, utilizaremos una inversión en reposición de 1,9% sobre el total de ingresos de los segmentos no bancarios.

9. Proyecciones de estados financieros

Estado de Resultados Proyectado

Como ya revisamos, fueron revisadas las proyecciones de cada una de las unidades de negocio por país, construyéndose las proyecciones consolidadas desde el detalle de cada una.

Por otro lado, se prepara el estado de resultado del negocio no bancario y luego el del bancario, para posteriormente consolidarse.

La siguiente tabla muestra la proyección de estados financieros del segmento no bancario en MUF

| No bancarios MUF | 2016 | IS2017 | 2S2017 e | 2017 e | 2018 e | 2019 e | 2020 e | 2021 e |
|--|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ingresos de las Actividades Ordinarias | 299.769 | 149.864 | 157.200 | 307.064 | 317.902 | 330.132 | 343.039 | 357.133 |
| Costos de Explotación | - 196.627 | - 97.699 | - 98.552 | - 196.251 | - 203.314 | - 211.215 | - 219.550 | - 228.648 |
| Margen Bruto | 103.142 | 52.165 | 58.648 | 110.813 | 114.588 | 118.917 | 123.489 | 128.485 |
| Costos de distribución | - 3.406 | - 1.588 | - 1.920 | - 3.508 | - 3.599 | - 3.713 | - 3.834 | - 3.968 |
| Gastos de administración S.Dep | - 55.837 | - 28.586 | - 28.924 | - 57.510 | - 58.993 | - 60.867 | - 62.856 | - 65.047 |
| Otros gastos, por función | - 5.132 | - 2.487 | - 2.812 | - 5.299 | - 5.435 | - 5.608 | - 5.791 | - 5.993 |
| Otras ganancias (pérdidas) | 6.100 | 99 | 0 | 99 | | | | |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas | 806 | 268 | 564 | 833 | 854 | 881 | 910 | 942 |
| Diferencias de cambio | 138 | - 32 | 32 | - | - | - | - | - |
| Ingresos Financieros | 579 | 294 | 298 | 592 | 612 | 635 | 660 | 686 |
| Gastos Financieros | - 7.878 | - 3.612 | - 4.549 | - 8.161 | - 8.432 | - 8.754 | - 9.095 | - 9.469 |
| Resultado por unidades de Reajuste | - 990 | - 412 | - 519 | - 932 | - 963 | - 999 | - 1.038 | - 1.081 |
| (Gastos) Ingresos Financieros neto | - 8.289 | - 3.731 | - 4.770 | - 8.501 | - 8.782 | - 9.118 | - 9.474 | - 9.864 |
| Depreciaciones y Amortizaciones | - 9.313 | - 4.882 | - 4.882 | - 9.765 | - 9.765 | - 9.765 | - 9.765 | - 9.765 |
| Resultado antes impuestos | 28.209 | 11.226 | 15.935 | 27.161 | 28.868 | 30.728 | 32.680 | 34.790 |
| Ingreso (Gasto) por impuestos a las ganancias | - 5.639 | - 2.629 | - 3.984 | - 6.612 | - 7.361 | - 8.297 | - 8.824 | - 9.393 |
| Ganancia (Pérdida) del Segmento no bancario | 22.570 | 8.597 | 11.952 | 20.549 | 21.507 | 22.431 | 23.856 | 25.397 |

| Bancarios MUF | 2016 | IS2017 | 2S2017 | 2017 e | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ingresos por intereses y reajustes, Bancarios | 19.989 | 10.648 | 10.325 | 20.974 | 22.442 | 24.166 | 26.044 | 28.143 |
| Gastos por intereses y reajustes, Bancarios | - 5.774 | - 2.738 | - 3.312 | - 6.049 | - 6.460 | - 6.945 | - 7.473 | - 8.061 |
| Gav | - 13.940 | - 7.948 | - 6.624 | - 14.572 | - 15.530 | - 16.656 | - 17.875 | - 19.218 |
| Ingresos por comisiones, Bancarios | 6.205 | 3.153 | 3.284 | 6.437 | 6.793 | 7.226 | 7.694 | 8.200 |
| Gastos por comisiones, Bancarios | - 1.523 | - 745 | - 843 | - 1.588 | - 1.684 | - 1.801 | - 1.929 | - 2.071 |
| Ingresos totales, Neto, Total Segmentos | 18.896 | 10.319 | 9.454 | 19.773 | 21.091 | 22.647 | 24.337 | 26.211 |
| Depreciaciones y Amortizaciones, Total Segmentos | - 638 | - 362 | - 276 | - 638 | - 638 | - 638 | - 638 | - 638 |
| Ingreso Resultado antes impuestos | 4.318 | 2.010 | 2.554 | 4.563 | 4.923 | 5.353 | 5.824 | 6.355 |
| (Gasto) sobre Impuesto a la Renta, Total | - 1.154 | - 562 | - 638 | - 1.200 | - 1.255 | - 1.445 | - 1.572 | - 1.716 |
| Ganancia (Pérdida) del Segmento Bancario | 3.164 | 1.448 | 1.901 | 3.349 | 3.668 | 3.908 | 4.251 | 4.639 |
| Ganancia Total | 25.734 | 10.045 | 13.853 | 23.898 | 25.174 | 26.339 | 28.107 | 30.036 |

Tabla 21 Proyección de Estados Financieros

10. Proyección de los flujos de caja libre

Ajustes a realizar

Nuestra estimación del valor de la compañía se basa en los estados financieros proyectados, luego para resolver su valor debemos determinar los flujos de caja libre, es decir aplicaremos ajustes a los estados financieros, de modo de poder determinar dichos flujos.

Dado lo anterior, y comenzando por la utilidad aplicaremos los siguientes ajustes:

- + Depreciación de Activo Fijo
- + Amortización de Activos Intangibles
- Otros ingresos, por función (después de Impuestos)
- + Otros gastos, por función (después de Impuestos)
- Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)
- Ingresos financieros (después de Impuestos)
- + Costos financieros (después de Impuestos)
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos)
- + Diferencias de cambio
- Resultados por unidades de reajuste

Depreciación de Activo fijo y Amortización de Intangibles.

La depreciación del activo fijo ha sido considerada como un valor fijo, este valor por semestre es equivalente a la depreciación del primer semestre del 2017 la cual tuvo un valor de UF 5.158.499 para la suma de ambos segmentos. Este valor es considerado un valor conservador y tiene su justificación en que se mantiene la tasa de inversiones de los últimos años. En este valor hemos considerado tanto la depreciación de activo fijo como la amortización de intangibles.

Otros Ingresos y Otros Gastos por función después de Impuestos

Los otros gastos por función tienen un valor relevante en los estados financieros de Falabella por lo que los hemos considerado un factor proyectable en función de sus ingresos, para ellos hemos tomado un factor de 1,7% de los ingresos, medida similar al de los años anteriores.

Ingresos y Costos Financieros

Los ingresos financieros, así como sus costos también los hemos proyectado como una función de sus ingresos, dado que Falabella asumimos mantiene su estructura de capital, su deuda de corto y largo plazo así como su plan de inversiones, debiera mantener una tasa de ingresos similar a la actual, así como su tasa de costos financieros. Dado lo anterior, estimamos que Falabella tendrá Ingresos por un 0,2% de sus ingresos y costos de 2,7% de sus ingresos.

En estos ingresos no consideramos los ingresos provenientes del negocio bancario, dado que estos ingresos financieros son considerados parte de los ingresos generales de la compañía.

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos)

La participación en las ganancias de asociadas en caso de Falabella están relacionadas principalmente a su participación en Mall Plaza, por lo que mantendremos su ganancia como un factor de sus ingresos, lo anterior debido a la alta correlación que existe entre los ingresos de las cadenas de retail y los ingresos de las empresas de centros comerciales.

Diferencias de Cambio

Se ha considerado un valor de cero a las diferencias de tipo de cambio, debido a que Falabella mantiene coberturas de tipo de cambio para sus pasivos, por lo que los montos que puedan haber tanto positivos como negativos corresponden sólo a mínimas partidas por lo que sus valores debieran representar un valor total cero en el tiempo.

Resultados por Unidad de Reajuste

Los resultados por unidades de reajuste en el caso de Falabella, son principalmente aquellos que vienen por la revalorización de los pasivos en UF, moneda que es la principal utilizada para las emisiones que se hacen en cada país. Consideramos que este reajuste se debe mantener, pero adicionalmente crecerá en función de sus ingresos debido a que se financiará parte de su crecimiento con nueva deuda.

Flujo de Caja Bruto

Considerando los puntos anteriores, para cada uno de los ajustes realizados luego de determinar la ganancia total tenemos el siguiente flujo de caja bruto

| Valores en UF | 2S2017 e | 2018 e | 2019 e | 2020 e | 2021 e | 2022 |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ganancia Total | 13.852.812 | 23.898.202 | 25.174.398 | 26.338.882 | 28.107.445 | 28.107.445 |
| Ajustes | | | | | | |
| Otros gastos, por función (D. Impto) | 2.108.967 | 4.049.198 | 4.093.728 | 4.227.465 | 4.374.827 | 4.374.827 |
| Otras ganancias (pérdidas) (D. Impto) | (100) | - | - | - | - | - |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas (D. Impto) | (423.142) | (636.232) | (643.229) | (664.243) | (687.397) | (687.397) |
| Diferencias de cambio (D. Impto) | (24.000) | - | - | - | - | - |
| Ingresos Financieros (D. Impto) | (223.583) | (456.258) | (463.794) | (481.440) | (500.511) | (500.511) |
| Gastos Financieros (D. Impto) | 3.411.629 | 6.281.691 | 6.390.223 | 6.639.239 | 6.912.154 | 6.912.154 |
| Resultado por unidades de Reajuste | 519.332 | 931.761 | 962.642 | 999.396 | 1.038.341 | 1.038.341 |
| Depreciaciones y Amortizaciones | 5.158.499 | 10.402.886 | 10.402.886 | 10.402.886 | 10.402.886 | 10.402.886 |
| Flujo de Caja Bruto | 24.380.415 | 44.471.247 | 45.916.853 | 47.462.185 | 49.647.744 | 49.647.744 |

Tabla 22 Flujo de Caja Bruto

A partir del Flujo de caja bruto calcularemos el flujo de caja neto, para ello realizaremos ajustes adicionales sobre la Inversión Reposición, la Inversión en Activos de LP y la Inversión en capital de Trabajo

Inversión de Reposición

La compañía realiza inversiones para su negocio no bancario como para el bancario. Para la estimación de inversiones de los próximos años utilizaremos el promedio de los últimos 5 semestres pero ajustado a la tendencia de caída que trae desde el 2013, con el que calcularemos una función sobre el total de ingresos:

| Valores en UF | 30-jun-2017 | 31-dic-2016 | 31-dic-2015 | Proyección |
|--|-------------|--------------|--------------|-------------|
| No Bancarios | | | | |
| Flujo Propiedades Plantas y equipos | (5.961.853) | (12.001.343) | (12.872.702) | |
| Compras de activos intangibles | (725.757) | (1.531.920) | (1.222.064) | |
| PPEquipos e Intangibles /Ingresos No Bancarios | 4,5% | 4,5% | 4,7% | 4,3% |
| Bancarios | | | | |
| Compras de activos fijos | (474.785) | (1.175.889) | (1.029.846) | |
| PPEquipos/Ingresos Bancarios | 4,6% | 6,2% | 5,8% | 5,4% |

Tabla 23 Tasa de Ajuste por Inversiones

En consecuencia, utilizaremos una inversión en reposición de 4,3% sobre el total de ingresos de los segmentos no bancarios y de 5,4% para los negocios bancarios.

Inversión en Activos Físicos e Intangibles

Falabella se ha caracterizado en su historia por realizar inversiones de largo plazo, la que en los últimos años han tenido una tasa promedio de inversión ponderada del 1,9%, tasa que mantendremos para el flujo de los próximos períodos.

| Valores en UF | 30-jun-2017 | 31-dic-2016 | 31-dic-2015 | Prom. Pond |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| No Bancarios | | | | |
| Otros Activos de largo plazo | (3.071.459) | (5.274.927) | (5.805.892) | |
| O.Largo plazo/Ingresos No Bancarios. | 2,1% | 1,8% | 1,9% | 1,9% |

Tabla 24 Tasa de Inversión Activos de Largo Plazo

Aumentos (disminuciones) en Capital de Trabajo

En base a la información de los estados financieros, se procede a estimar la inversión en capital de trabajo.

| CTON en MUF | 1S 2017 | 31-dic-2016 | 31-dic-2015 |
|--|----------------|----------------|----------------|
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes | 67.235 | 68.253 | 65.625 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes | 367 | 233 | 199 |
| Inventarios | 45.005 | 45.820 | 45.794 |
| Activos de CTON | 112.607 | 114.306 | 111.619 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar | 33.281 | 39.761 | 39.813 |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas corrientes | 237 | 246 | 126 |
| Pasivos de CTON | 33.518 | 40.007 | 39.939 |
| CTON No Bancario | 79.089 | 74.298 | 71.679 |
| Bancario | | | |
| Créditos y cuentas por cobrar a clientes | 98.440 | 99.507 | 96.417 |
| Activos de CTON | 98.440 | 99.507 | 96.417 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar | 33.281 | 39.761 | 39.813 |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas corrientes | 237 | 246 | 126 |
| Pasivos de CTON | 33.518 | 40.007 | 39.939 |
| CTON Bancario | 64.923 | 59.500 | 56.477 |

Tabla 25 Cálculo de CTON

| | 1S 2017 | 31-dic-2016 | 31-dic-2015 |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Ventas Totales MUF | 149.158 | 299.769 | 302.516 |
| Ingresos Bancarios MUF | 13.867 | 26.194 | 24.239 |
| Total Ingresos MUF | 163.024 | 325.962 | 326.755 |
| CTON Total MUF | 144.012 | 133.798 | 128.156 |
| CTON/Ingresos | | 41,0% | 39,2% |

Tabla 26 Tasa de CTON requerido

Dado lo anterior, usaremos un promedio de 40,1% de CTON como porcentaje de los ingresos, con lo que estimaremos si la empresa tiene un déficit o exceso de capital de trabajo.

| | |
|-------------------------------|---------|
| Exceso/Déficit en MUF | |
| WK observado a junio del 2017 | 144.012 |
| Ingresos Estimados 2017 | 334.474 |
| R Cton Estimado | 40,134% |
| CTON requerido 2017 | 134.238 |
| Exceso | 9.774 |

Tabla 27 Exceso de CTON

La compañía al cierre del semestre del 2017 tiene un exceso de capital de trabajo de UF 9.774.000. Este exceso será considerado para el ajuste de capital de trabajo en el segundo semestre del 2017.

Para este modelo consideraremos requerimientos de capital de trabajo sólo hasta el 2021, fecha en la que se aporta el capital necesario para poder operar en el 2022 fecha límite de esta evaluación.

Flujo de Caja Libre

| Valores en UF | 2S2017 e | 2018 e | 2019 e | 2020 e | 2021 e | 2022 |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ganancia Total | 13.852.812 | 23.898.202 | 25.174.398 | 26.338.882 | 28.107.445 | 28.107.445 |
| Ajustes | | | | | | |
| Otros gastos, por función (D. Impto) | 2.108.967 | 4.049.198 | 4.093.728 | 4.227.465 | 4.374.827 | 4.374.827 |
| Otras ganancias (pérdidas) (D. Impto) | (100) | - | - | - | - | - |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas (D. Impto) | (423.142) | (636.232) | (643.229) | (664.243) | (687.397) | (687.397) |
| Diferencias de cambio (D. Impto) | (24.000) | - | - | - | - | - |
| Ingresos Financieros (D. Impto) | (223.583) | (456.258) | (463.794) | (481.440) | (500.511) | (500.511) |
| Gastos Financieros (D. Impto) | 3.411.629 | 6.281.691 | 6.390.223 | 6.639.239 | 6.912.154 | 6.912.154 |
| Resultado por unidades de Reajuste | 519.332 | 931.761 | 962.642 | 999.396 | 1.038.341 | 1.038.341 |
| Depreciaciones y Amortizaciones | 5.158.499 | 10.402.886 | 10.402.886 | 10.402.886 | 10.402.886 | 10.402.886 |
| Flujo de Caja Bruto | 24.380.415 | 44.471.247 | 45.916.853 | 47.462.185 | 49.647.744 | 49.647.744 |
| Inversión Reposición | (7.522.978) | (14.242.460) | (14.789.049) | (15.402.314) | (16.054.415) | (16.054.415) |
| Inversión en Activos de LP | (2.766.193) | (5.783.087) | (5.987.201) | (6.217.537) | (6.460.621) | |
| Inversión en capital de Trabajo | (5.081.819) | (5.774.534) | (6.121.617) | (6.701.860) | | |
| Flujo de Caja Libre | 9.009.424 | 18.671.164 | 19.018.986 | 19.140.473 | 27.132.708 | 33.593.329 |

Tabla 28 Flujo de Caja Libre

11. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA

Valor Terminal

El valor terminal lo hemos calculado considerando un flujo de caja libre constante a partir del año 2022, el cual no tiene crecimientos, por lo cual no requiere de CTON ni inversiones adicionales para llevarse a cabo.

Por lo que al flujo de caja libre del 2021 de UF 27.132.708 no le descontaremos la Inversión en activos de largo plazo que tenemos considerada para dicho año de UF6.460.621, con lo que nos da un Flujo de caja libre para el 2022 de UF33.593.329

Debemos considerar que la inversión en reposición si es necesaria para la operación en el tiempo por lo que no la descontaremos.

Este flujo de caja libre definido para el 2022 lo trataremos como una perpetuidad para definir el valor terminal por lo que:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCL(2022)}{k_0} = \frac{UF\ 33.593.329}{5,48\%} = UF\ 613.261.163$$

Valor Presente de los Flujos

Considerando el flujo de caja libre presentado anteriormente y el valor terminal de los flujos los traeremos a valor presente al 30 de junio del 2017, descontados a la tasa de descuento anual definida de 5,48%.

| | | | | | |
|------------------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Flujo de Caja Libre | 9.009.424 | 18.671.164 | 19.018.986 | 19.140.473 | 27.132.708 |
| Valor Residual | | | | | 613.261.163 |
| Flujo Caja Libre + VR | 9.009.424 | 18.671.164 | 19.018.986 | 19.140.473 | 640.393.872 |
| V. Actual | 8.772.360 | 17.235.731 | 16.645.027 | 15.881.397 | 503.758.114 |

Tabla 29 Valor Presente de Flujos y Valor Terminal

La suma de los valores presentes de los flujos de caja libre y del valor residual es de UF 562.292.629

Deuda Financiera:

La deuda financiera de la empresa al 30 de Junio de 2017 es la siguiente:

| Deuda en UF | 1S 2017 | 31-dic-2016 | 31-dic-2015 |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|
| Préstamos Bancarios | 61.631.437 | 62.611.360 | 57.703.025 |
| Obligaciones con el Público | 74.100.351 | 73.890.533 | 71.260.320 |
| Obligaciones por Arrendamientos Financieros | 3.820.891 | 2.657.370 | 3.465.977 |
| Otros Pasivos Financieros | 3.988.031 | 3.056.139 | 1.775.520 |
| Total Pasivos | 143.540.709 | 142.215.402 | 134.204.841 |

Tabla 30 Deuda Financiera

Por lo que al valor de los flujos, le descontaremos el valor de la deuda en UF al cierre del primer semestre del 2017, esto es un valor de UF 143.540.709

Superávit de Capital de Trabajo Operativo Neto

Como superávit de capital de trabajo operativo neto consideraremos el exceso de CTON con el que estaba la compañía al cierre del primer semestre del 2017, este nos dio un valor de 9.773.684, el cual sumaremos al valor presente de los flujos.

Caja e instrumentos de Inversión

La caja de la compañía la agregaremos al valor de los flujos, esta caja asciende a un total de UF 14.609.498

Activos Prescindibles

La compañía declara activos disponibles para la venta al 30 de Junio de 2017 en sus balances por un total de UF 117.384, lo cual representa una participación menor dentro de los activos totales de ésta, pero será este valor el que será agregado al

valor presente de los flujos como ajuste para la determinación del valor de la compañía

Valor Económico de los activos no operacionales.

Luego de una revisión de cada uno de los activos presentes en el balance, se han definido aquellos que no representan valor operacional para la compañía, los que totalizan un total de UF 84.653.291

| | 30-jun-2017 |
|---|-------------------|
| Negocios no Bancarios | |
| Otros activos financieros corrientes | 636.089 |
| Otros activos no financieros corrientes | 3.966.140 |
| Activos por impuestos corrientes | 2.652.480 |
| Activos no corrientes | |
| Otros activos financieros no corrientes | 3.330.978 |
| Otros activos no financieros no corrientes | 2.665.831 |
| Activos intangibles distintos de la plusvalía | 10.401.711 |
| Plusvalía | 19.672.527 |
| Activos por impuestos diferidos | 5.609.569 |
| Activos Negocios Bancarios | |
| Instrumentos para negociación | 6.289.832 |
| Contratos de derivados financieros | 242.431 |
| Instrumentos de inversión disponibles para la venta | 26.208.997 |
| Intangibles | 2.021.028 |
| Impuestos corrientes | 294.901 |
| Impuestos diferidos | 660.775 |
| Total Activos No Operacionales | 84.653.291 |

Tabla 31 Detalle Activos No Operacionales

Participaciones no controladoras.

Este valor no lo hemos considerado en el valor de los flujos, por lo que consideremos el valor del activo de estos para el ajuste de precio de la compañía, según sus estados financieros el valor de estos activos asciende a UF 4.203.436

Valor Total de los Activos

Comenzando con el valor presente de los flujos y con los ajustes presentados en los puntos anteriores podemos definir el valor del patrimonio económico de la compañía, el que presentamos en el siguiente cuadro:

| | |
|-------------------------------------|--------------------|
| V. Presente Flujos | 562.292.629 |
| Deuda | (143.540.709) |
| Exceso de Capital de Trabajo | 9.773.684 |
| Caja e instrumentos de inversión | 14.609.498 |
| Activos disponibles para la venta | 117.384 |
| Valor Económico A. no Operacionales | 84.653.291 |
| Participaciones no controladoras | 4.203.436 |
| Valor | 532.109.212 |

Tabla 32 Valor Compañía

Estimación Valor de Acción

Dado el valor del patrimonio económico de la compañía, el que calculamos en UF 532.109.212, dividiremos este valor en el número de acciones suscritas y pagadas existentes en el mercado que ascienden a 2.434.465.103

El valor calculado para la acción con la información entregada al cierre del segundo trimestre de 2017 es de \$5.813 por acción, el precio de cierre al día siguiente de la entrega de los Estados Financieros fue de \$6.304 por acción, con un mínimo de precio en ese día de \$6.176 y un máximo de \$6.427

12. CONCLUSIONES

El método de flujos descontados es una herramienta de valoración que tiene un alto nivel de aproximación y tiene a acercarse bastante a la valoración económica de las compañías, sobre todo en aquellos mercados con un alto nivel de penetración.

Si bien Falabella es una empresa de una alta complejidad por lo variado de sus segmentos de negocio y países en lo que respecta a Retail, es el hecho de tener una división financiera bancaria lo que más dificulta su análisis ya que nos obliga a hacer una mirada particular en cada uno de sus conceptos, sobre todo en aquellos que están relacionados al CTON por la alta exigencia de capital que exige esos tipos de negocios. De todas formas y como ya comentamos, no se utilizaron modelos de valoración especiales de instituciones financieras.

Creemos que la base de una correcta valoración pasa por el entendimiento de cada una de las unidades de negocios relevantes, y en este caso particular en cada negocio relevante por país, lo anterior viene dado por las distintas etapas de madurez en las que se encuentra en cada segmento y su significancia a la hora de poder proyectar crecimientos, márgenes y gastos de administración, es por esto que este trabajo se encargó especialmente de revisar cada segmento y proyectarlos individualmente lo que nos da una seguridad de que el consolidado de proyecciones tiene una base individual con fundamentos.

En este trabajo aplicamos los principales modelos financieros Modigliani y Miller, CAPM y Rubinstein, para luego con el modelo de flujo de caja descontado (DCF), estimar el valor económico de la empresa Falabella S.A. basados en la entrega de sus propios estados financieros públicos, siendo su resultado consistente con la valoración que el mercado asigna a la compañía para dichas fechas.

El mercado tiene a esta acción dentro de sus acciones favoritas y además de ser recomendada por gran parte de los analistas, una valoración superior del management de la empresa y grandes expectativas de desarrollo, que hace que

Falabella haya tenido un comportamiento superior al de sus comparables en los últimos años y una cercanía a sus precios objetivos de recomendación, en el que nuestro análisis no ha sido la excepción, lo que confirma que los supuestos considerados han sido adecuados y se aproxima a la metodología de valoración utilizada por los analistas de las principales corredoras.

13. ANEXOS

Balance

| | 30-jun-2017 | 31-dic-16 |
|--|--------------------|--------------------|
| | UF | UF |
| Negocios no Bancarios | | |
| Activos corrientes | | |
| Efectivo y equivalentes al efectivo | 6.648.459 | 7.640.800 |
| Otros activos financieros corrientes | 636.089 | 1.052.562 |
| Otros activos no financieros corrientes | 3.966.140 | 3.702.487 |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes | 67.235.475 | 68.253.308 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes | 366.528 | 232.849 |
| Inventarios | 45.004.711 | 45.819.566 |
| Activos por impuestos corrientes | 2.652.480 | 2.880.921 |
| Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir | 126.509.882 | 129.582.492 |
| Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos | 117.384 | 118.495 |
| Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios | 117.384 | 118.495 |
| Total activos corrientes | 126.627.266 | 129.700.987 |
| Activos no corrientes | | |
| Otros activos financieros no corrientes | 3.330.978 | 3.391.935 |
| Otros activos no financieros no corrientes | 2.665.831 | 2.182.738 |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar no corrientes | 9.125.097 | 9.135.669 |
| Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación | 4.203.436 | 4.143.736 |
| Activos intangibles distintos de la plusvalía | 10.401.711 | 10.251.661 |
| Plusvalía | 19.672.527 | 19.711.310 |
| Propiedades, planta y equipo | 96.802.143 | 94.895.499 |
| Propiedad de inversión | 107.841.951 | 107.135.096 |
| Activos por impuestos diferidos | 5.609.569 | 4.987.792 |
| Total activos no corrientes | 259.653.244 | 255.835.435 |
| Total activos de negocios no bancarios | 386.280.510 | 385.536.422 |
| Activos Negocios Bancarios | | |
| Efectivo y depósitos en bancos | 7.961.038 | 11.514.787 |
| Operaciones con liquidación en curso | 2.021.746 | 2.420.266 |
| Instrumentos para negociación | 6.289.832 | 3.097.855 |
| Contratos de derivados financieros | 242.431 | 374.634 |
| Créditos y cuentas por cobrar a clientes | 98.440.409 | 99.507.172 |
| Instrumentos de inversión disponibles para la venta | 26.208.997 | 21.484.431 |
| Inversiones en sociedades | 111.524 | 116.269 |
| Intangibles | 2.021.028 | 1.883.675 |
| Activo fijo | 1.249.584 | 1.277.774 |
| Impuestos corrientes | 294.901 | 135.709 |
| Impuestos diferidos | 660.775 | 719.828 |
| Otros activos | 1.118.467 | 1.052.956 |
| Total activos negocios bancarios | 146.620.732 | 143.585.355 |
| Total activos | 532.901.242 | 529.121.777 |

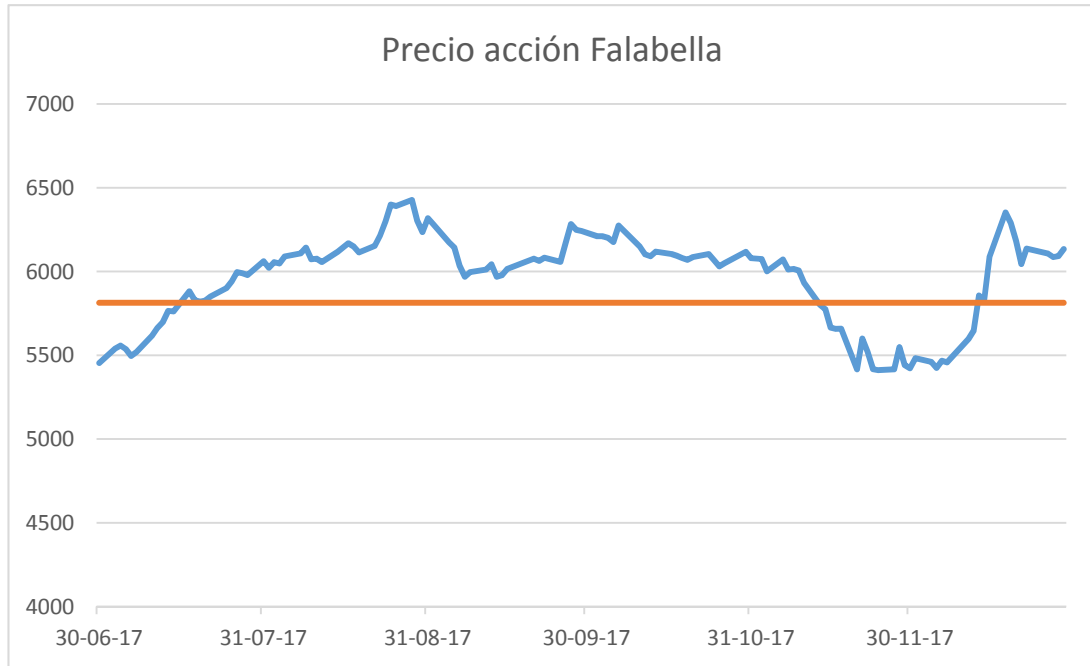
| | 30-jun-2017 | 31-dic-16 |
|---|--------------------|--------------------|
| | UF | UF |
| Patrimonio Neto y Pasivos | | |
| Negocios no Bancarios (Presentación) | | |
| Pasivos corrientes | | |
| Otros pasivos financieros corrientes | 37.091.028 | 40.689.801 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar | 33.280.842 | 39.761.127 |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas corrientes | 236.898 | 246.185 |
| Otras provisiones corrientes | 515.377 | 502.142 |
| Pasivos por Impuestos corrientes | 930.952 | 1.415.002 |
| Provisiones corrientes por beneficios a los empleados | 4.780.069 | 4.936.106 |
| Otros pasivos no financieros corrientes | 4.622.182 | 5.690.080 |
| Total pasivos corrientes | 81.457.348 | 93.240.442 |
| Pasivos no corrientes | | |
| Otros pasivos financieros no corrientes | 106.449.682 | 102.133.341 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar no corrientes | 46.602 | 46.732 |
| Otras provisiones no corrientes | 486.293 | 488.683 |
| Pasivos por impuestos diferidos | 21.489.839 | 21.382.830 |
| Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados | 1.274.020 | 1.106.130 |
| Otros pasivos no financieros no corrientes | 1.672.007 | 1.573.610 |
| Total pasivos no corrientes | 131.418.443 | 126.731.327 |
| Total pasivos de negocios no bancarios | 212.875.790 | 219.971.769 |
| Pasivos Negocios Bancarios (Presentación) | | |
| Depósitos y otras obligaciones a la vista | 16.399.182 | 16.232.753 |
| Operaciones con liquidación en curso | 1.869.625 | 2.194.553 |
| Depósitos y otras captaciones a plazo | 82.674.916 | 76.540.872 |
| Contratos de derivados financieros | 249.353 | 354.815 |
| Obligaciones con bancos | 2.520.032 | 4.430.064 |
| Instrumentos de deuda emitidos | 9.458.341 | 10.019.283 |
| Otras obligaciones financieras | 5.215.808 | 5.522.548 |
| Impuestos corrientes | - | 46.099 |
| Provisiones | 78.916 | 88.893 |
| Otros pasivos | 2.407.687 | 2.116.934 |
| Total pasivos negocios bancarios | 120.873.861 | 117.546.815 |
| Total pasivos | 333.749.651 | 337.518.583 |
| Patrimonio Neto | | |
| Capital emitido | 20.055.007 | 20.244.802 |
| Ganancias acumuladas | 153.019.456 | 146.968.896 |
| Primas de emisión | 3.514.726 | 3.547.988 |
| Acciones propias en cartera | (1.320.645) | (1.333.143) |
| Otras reservas | (9.470.695) | (10.770.596) |
| Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora | 165.797.849 | 158.657.948 |
| Participaciones no controladoras | 33.353.742 | 32.945.246 |
| Patrimonio total | 199.151.591 | 191.603.194 |
| Total de patrimonio y pasivos | 532.901.242 | 529.121.777 |

| | Por el Período terminado al 30-Jun-17 | Por el Período terminado al 30-Dic-16 | Por el Período terminado al 30-Dic-15 | Por el Período terminado al 31- dic-14 |
|---|---|---|---|--|
| | UF | UF | UF | UF |
| Estado de Resultados | | | | |
| Negocios no Bancarios (Presentación) | | | | |
| Ingresos de actividades ordinarias | 149.864.197 | 299.768.779 | 302.515.991 | 284.625.092 |
| Costo de ventas | (97.699.256) | (196.626.836) | (198.919.729) | (189.142.863) |
| Ganancia bruta | 52.164.940 | 103.141.943 | 103.596.263 | 95.482.229 |
| Costos de distribución | (1.587.983) | (3.406.403) | (3.210.984) | (3.363.156) |
| Gastos de administración | (33.468.784) | (65.150.146) | (65.700.772) | (57.913.049) |
| Otros gastos, por función | (2.486.614) | (5.132.438) | (5.551.340) | (5.477.038) |
| Otras ganancias (pérdidas) | 98.867 | 6.100.140 | 1.316.832 | 296.765 |
| Ingresos financieros | 295.265 | 579.479 | 1.321.502 | 820.015 |
| Costos financieros | (3.612.474) | (7.877.967) | (6.790.429) | (5.661.460) |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se | 268.351 | 806.437 | 986.083 | 1.062.080 |
| Diferencias de cambio | (31.731) | 138.051 | (710.477) | (1.633.392) |
| Resultado por unidades de reajuste | (412.429) | (990.129) | (1.305.370) | (1.669.489) |
| Ganancia antes de impuestos | 11.227.409 | 28.208.968 | 23.951.308 | 21.943.504 |
| Gasto por impuestos a las ganancias | (2.628.519) | (5.639.149) | (5.232.167) | (4.118.464) |
| Ganancia de negocios no bancarios | 8.598.890 | 22.569.819 | 18.719.141 | 17.825.040 |
| Negocios Bancarios (Presentación) | | | | |
| | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ingresos por intereses y reajustes | 10.698.824 | 19.988.800 | 18.936.273 | 18.094.121 |
| Gastos por intereses y reajustes | (2.750.516) | (5.774.437) | (5.203.862) | (5.276.252) |
| Ingreso neto por intereses y reajustes | 7.948.308 | 14.214.362 | 13.732.412 | 12.817.868 |
| Ingresos por comisiones | 3.167.847 | 6.204.794 | 5.303.181 | 4.339.751 |
| Gastos por comisiones | (748.208) | (1.523.294) | (1.311.306) | (1.186.443) |
| Ingreso neto por comisiones | 2.419.639 | 4.681.500 | 3.991.875 | 3.153.307 |
| Utilidad neta de operaciones financieras | 263.802 | 676.018 | 91.367 | (45.435) |
| Utilidad (Pérdida) de cambio neta | (3.023) | (219.280) | 345.486 | 436.954 |
| Otros ingresos operacionales | (17.957) | (2.639) | 83.803 | 33.587 |
| Provisión por riesgo de crédito | (3.538.827) | (5.559.487) | (4.475.305) | (3.631.043) |
| Total ingreso operacional neto | 7.071.943 | 13.790.474 | 13.769.637 | 12.765.238 |
| Remuneraciones y gastos del personal | (1.893.800) | (3.645.484) | (3.547.517) | (3.392.676) |
| Gastos de Administración | (2.587.020) | (4.762.566) | (4.384.323) | (57.913.049) |
| Depreciaciones y amortizaciones | (363.673) | (638.029) | (610.180) | (628.969) |
| Otros gastos operacionales | (231.429) | (445.577) | (411.602) | (426.455) |
| Total gastos operacionales | (5.075.921) | (9.491.656) | (8.953.622) | (8.558.035) |
| Resultado operacional | 1.996.022 | 4.298.819 | 4.816.015 | 4.207.202 |
| Resultado por inversiones en sociedades | 13.485 | 19.295 | 20.727 | 14.551 |
| Resultado antes de impuesto a la renta | 2.009.507 | 4.318.114 | 4.836.742 | 4.221.754 |
| Impuesto a la renta | (561.616) | (1.154.196) | (1.294.598) | (1.049.373) |
| Ganancia de negocios bancarios | 1.447.891 | 3.163.918 | 3.542.145 | 3.172.380 |
| Ganancia | 10.046.781 | 25.733.737 | 22.261.286 | 20.997.420 |
| Ganancia atribuible a | | | | |
| | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ganancia atribuible a los propietarios de la | 9.202.813 | 23.114.665 | 20.208.858 | 18.870.622 |
| Ganancia atribuible a participaciones no | 843.968 | 2.619.072 | 2.052.427 | 2.126.798 |
| Ganancia | 10.046.781 | 25.733.737 | 22.261.286 | 20.997.420 |

Detalle de Bonos

| icker | Coupon | Maturity | Series | Announce | Currency | Bid Yield to Maturity | Ask Price | Coupon Frequency |
|--------|--------|------------|----------------------|------------|----------|-----------------------|-----------|------------------|
| SAGAPE | 6,34 | 09-12-2017 | 2-1A | 06-12-2010 | PEN | | | trimestral |
| BFALA | 3,00 | 01-01-2018 | Field Not Applicable | 01-01-2006 | CLP | | | trimestral |
| BFALA | 4,50 | 27-03-2018 | 6A | 27-03-2013 | USD | 4,1 | 100,5 | trimestral |
| SAGAPE | 7,56 | 26-05-2018 | B | 26-05-2011 | PEN | | | trimestral |
| SAGAPE | 7,09 | 27-07-2018 | A-2 | 27-07-2011 | PEN | | | trimestral |
| BFALA | 3,40 | 31-07-2018 | D | 31-07-2011 | CLP | -78,1 | 101,7 | semestral |
| BFALA | 5,75 | 22-12-2019 | Field Not Applicable | 22-12-2014 | PEN | | | trimestral |
| BFALA | 5,22 | 27-03-2020 | 4A | 27-03-2013 | PEN | | | trimestral |
| BFALA | 3,30 | 15-05-2020 | A | 15-05-2010 | CLP | -39,5 | 105,1 | semestral |
| BFALA | 5,50 | 30-06-2020 | F | 30-06-2015 | CLP | | | semestral |
| BFALA | 2,30 | 15-07-2020 | L | 15-07-2014 | CLP | 1,4 | 101,7 | semestral |
| BFALA | 5,10 | 25-11-2021 | Q | 25-11-2016 | CLP | 4,5 | 103,3 | semestral |
| BFALA | 2,35 | 30-11-2021 | R | 25-11-2016 | CLP | | | semestral |
| BFALA | 5,10 | 15-04-2022 | O | 15-04-2016 | CLP | 4,8 | 102,7 | semestral |
| SAGAPE | 5,81 | 24-05-2022 | A | 24-05-2012 | PEN | | | trimestral |
| SAGAPE | 5,41 | 10-08-2022 | B | 10-08-2012 | PEN | | | trimestral |
| SAGAPE | 5,00 | 17-04-2023 | 2-A | 17-04-2013 | PEN | | | anual |
| BFALA | 3,75 | 30-04-2023 | REGS | 25-04-2013 | USD | 3,1 | 103,2 | semestral |
| BFALA | 3,75 | 30-04-2023 | 144A | 25-04-2013 | USD | 3,2 | 103,5 | semestral |
| BFALA | 6,50 | 30-04-2023 | REGS | 25-04-2013 | CLP | 4,6 | 112,0 | semestral |
| BFALA | 6,50 | 30-04-2023 | 144A | 25-04-2013 | CLP | 4,6 | 112,0 | semestral |
| FALP | 7,19 | 25-05-2023 | 3-A | 24-05-2016 | PEN | | | trimestral |
| FALP | 6,25 | 20-07-2023 | 3-B | 13-05-2016 | PEN | | | trimestral |
| BFALA | 4,38 | 27-01-2025 | REGS | 22-10-2014 | USD | 3,6 | 106,0 | semestral |
| BFALA | 4,38 | 27-01-2025 | 144A | 22-10-2014 | USD | 3,6 | 106,1 | semestral |
| BFALA | 4,25 | 15-07-2027 | F | 15-07-2006 | CLP | | | semestral |
| BFALA | 4,00 | 15-06-2028 | A | 15-06-2007 | CLP | -1,2 | 110,2 | semestral |
| FALP | 7,03 | 07-04-2029 | A | 29-03-2017 | PEN | | | trimestral |
| BFALA | 3,85 | 31-07-2032 | C | 31-07-2011 | CLP | | | semestral |
| BFALA | 4,00 | 01-04-2033 | J | 01-10-2008 | CLP | | | semestral |
| BFALA | 3,80 | 15-05-2035 | B | 15-05-2010 | CLP | | | semestral |
| FALP | 8,06 | 24-07-2035 | A | 23-07-2015 | PEN | | | trimestral |
| BFALA | 3,10 | 15-07-2037 | M | 15-07-2014 | CLP | | | semestral |
| BFALA | 3,00 | 15-04-2039 | P | 15-04-2016 | CLP | 2,9 | 102,8 | semestral |
| BFALA | 2,80 | 25-11-2039 | S | 25-11-2016 | CLP | | | semestral |
| BFALA | 3,30 | 30-06-2040 | E06 | 30-06-2015 | CLP | | | semestral |
| BFALA | 2,90 | 31-05-2046 | T | 25-11-2016 | CLP | | | semestral |

Detalle Precio Acción Ex Post



SACI Falabella (FALAB CI) - Stock Value

| In Millions of CLP except Per Share 12 Months Ending | FY 2010 12/31/2010 | FY 2011 12/31/2011 | FY 2012 12/31/2012 | FY 2013 12/31/2013 | FY 2014 12/31/2014 | FY 2015 12/31/2015 | FY 2016 12/31/2016 | Current 08/27/2017 |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Last Price | 5.257,80 | 4.039,10 | 4.931,40 | 4.713,00 | 4.071,40 | 4.516,00 | 5.299,50 | 6.391,00 |
| <i>Period-over-Period % Change</i> | 75,40 | -23,18 | 22,09 | -4,43 | -13,61 | 10,92 | 17,35 | |
| Open Price | 2.998,00 | 5.260,00 | 4.030,00 | 5.000,00 | 4.710,00 | 4.060,00 | 4.545,00 | 6.399,00 |
| High Price | 5.375,00 | 5.350,00 | 5.040,00 | 5.792,90 | 5.150,00 | 5.000,00 | 5.440,00 | 6.444,90 |
| Low Price | 2.851,00 | 3.699,00 | 4.002,00 | 4.500,00 | 3.949,90 | 3.700,00 | 4.251,00 | 6.313,10 |
| Market Capitalization | 12.641.281,6 | 9.719.564,0 | 11.927.830,7 | 11.417.635,5 | 9.911.681,2 | 10.994.044,4 | 12.901.447,8 | 15.558.666,5 |
| Current Shares Outstanding | 2.400,85 | 2.405,41 | 2.406,37 | 2.406,37 | 2.406,37 | 2.434,47 | 2.434,47 | 2.434,47 |
| Equity Float | 1.072,94 | 1.431,86 | 878,21 | 878,21 | 1.029,15 | 1.053,25 | 1.066,80 | 1.002,94 |

14. BIBLIOGRAFÍA

- Estados financieros de Falabella SACI 2012 a junio de 2017.
- Memorias de Falabella S.A. desde los años 2013 a 2016.
- Presentación de Resultados trimestrales de Falabella S.A. 2012 a junio de 2017.
- Presentaciones corporativas de Falabella S.A
- Precios accionarios de Falabella S.A. y precios del índice IGPA entre los años 2012 y junio de 2017 (Obtenidos desde Thomsom Reuters).
- Presentación de Resultados trimestrales de Falabella S.A. 2012 a junio de 2017.
- Presentaciones corporativas de Cencosud S.A
- Presentaciones corporativas de Ripley S.A
- Proyecciones de mercado para Retail por país obtenidos de Thomsom Reuters y Bloomberg
- Apuntes de Taller AFE de la Escuela de negocios de la universidad.
- Finanzas Corporativas Teoría y Práctica, Carlos Maquieira Villanueva. Thompson Reuters.