



“VALORACION SACI FALABELLA”

Método de Flujo de Caja Descontado

Valoración de empresa para optar al grado de

Magister en Finanzas

Alumno: Cristian Copaja Espina

Profesor Guía: Mauricio Alejandro Jara Bertin

Santiago, Enero 2019



Para Irene, mi permanente motivación en esta aventura.

Contenidos

Contenido

1	Resumen Ejecutivo.....	8
2	Metodología	9
2.1	Principales Métodos de Valoración.....	9
2.2	Modelo de descuento de dividendos	9
2.3	Método de Flujos de Caja Descontados	10
2.4	Método de múltiplos	12
3	Descripción de la Empresa e Industria	15
3.1	Antecedentes de la empresa	15
3.2	Marco Normativo	15
3.3	Descripción de la empresa.....	15
3.4	Mayores Accionistas	19
3.5	Empresas Benchmark.....	20
4	Descripción del financiamiento de la empresa	21
5	Estimación de la estructura de capital de la empresa	30
6	Estimación del costo patrimonial de la empresa.....	32
6.1	Beta de la acción de Falabella.....	32
6.2	Costo de la deuda	32
6.3	Beta de la deuda	33
6.4	Beta de la acción.....	33
6.5	Beta patrimonial sin deuda.....	34
6.6	Beta patrimonial con deuda	34
6.7	Costo patrimonial.....	35

6.8	Costo de capital.....	35
7	Análisis operacional del negocio e industria	37
7.1	Tasa de crecimiento reales de ventas de la empresa.....	37
7.2	Tasas de crecimiento reales de la Industria	38
7.3	Indicadores de comercio	43
7.4	Análisis de Costos de Operación.....	46
7.5	Análisis de cuentas no operacionales.	48
7.6	Análisis de activos.....	49
8	Proyección de Estado de Resultados	52
8.1	Proyección de ventas	52
8.2	Proyección de Costos de Operación	56
8.3	Cuentas no operacionales	60
8.4	Ganancia antes de impuestos.....	61
8.5	Impuestos	61
8.6	Estado de Resultados proyectado	61
9	Proyección de flujos de caja libre.....	63
9.1	Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles.....	63
9.2	Propiedades, plantas y equipos.....	63
9.3	Propiedades de inversión.....	64
9.4	Activos intangibles.....	64
9.5	Inversión en reposición	67
9.6	Estimación de nuevas inversiones.....	67
9.7	Inversión en Capital de Trabajo	68
9.8	Activos Prescindibles	70
9.9	Deuda Financiera	70

9.10	Valor Terminal	71
9.11	Flujo de Caja Libre Proyectado.....	71
9.12	Valorización Económica de la Empresa y su Precio por Acción.....	72
10	Conclusiones.....	74
11	Bibliografía	75

Índice de tablas

Tabla 1	Principales accionistas	19
Tabla 2	Descripción Bono BFALA-L.....	22
Tabla 3	Descripción Bono BFALA-J	23
Tabla 4	Descripción Bono BFALA-I.....	24
Tabla 5	Descripción Bono BFALA-M.....	25
Tabla 6	Descripción Bono BFALA-O	26
Tabla 7	Descripción Bono BFALA-P	27
Tabla 8	Descripción Bono BFALA-Q	28
Tabla 9	Descripción Bono BFALA-S	29
Tabla 10	Deuda Financiera (UF) 2014-2018.....	30
Tabla 11	Número de Acciones 2014-2018.....	30
Tabla 12	Precio cierre de acciones	30
Tabla 13	Patrimonio Económico (UF) 2014-2018.....	31
Tabla 14	Razones Financieras 2014-2018	31
Tabla 15	Estructura de Capital Objetivo.....	31
Tabla 16	Betas de Acción 2014-2018	32
Tabla 17	Tasas de Crecimiento por Mercado y Línea de Negocio 2015-2018.....	38
Tabla 18	Principales Indicadores Macroeconómicos 2014-2017	42
Tabla 19	Costo de Operaciones 2014-2018	47
Tabla 20	Costos de Distribución 2014-2018	47
Tabla 21	Gastos de Administración 2014-2018	48

Tabla 22 Plan de Inversión 2018-2022.....	52
Tabla 23 Número de Tiendas/Mall 2016-2022	53
Tabla 24 Superficie de Ventas (m2) 2016-2022	54
Tabla 25 Venta por m2 (UF/m2) 2016-2017	55
Tabla 26 Ventas Proyectadas (UF) 2018-2022.....	55
Tabla 27 Ventas Proyectadas (UF) con crecimiento 2018-2022	56
Tabla 28 Proyección de Ingresos Negocio Bancario (UF) 2018-2022	56
Tabla 29 Márgenes Brutos por Línea de Negocio 2014-2017	57
Tabla 30 Margen Bruto Negocio Bancario	58
Tabla 31 Costos de Operación 2014-2017	58
Tabla 32 Proyección Costos de Operación 2018-2022	59
Tabla 33 Proyección Costos de Distribución 2018-2022	59
Tabla 34 Proyección Gastos de Administración 2018-2022	60
Tabla 35 Cuentas No Operacionales 2014-2017	60
Tabla 36 Ganancia antes de Impuesto 2018-2022	61
Tabla 37 Estado de Resultados Proyectado (UF) 2018-2022	62
Tabla 38 Depreciación por Tipo de Activo	63
Tabla 39 Vida Útil de Propiedades de Inversión	64
Tabla 40 Vidas Útiles de Activos Intangibles	65
Tabla 41 Cuadro de Depreciaciones y Amortizaciones 2014-2107.....	65
Tabla 42 Plan de Inversión (US\$MM) 2018-2022	66
Tabla 43 Plan de Inversión (UF) 2018-2022	66
Tabla 44 Depreciaciones y Amortizaciones Proyectadas (UF) 2018-2022	67
Tabla 45 Inversión en Reposición Proyectada 2018-2022	67
Tabla 46 Nuevas Inversiones Proyectadas 2018-2022	68
Tabla 47 Capital de Trabajo Histórico 2014-2017.....	69
Tabla 48 Capital de Trabajo Proyectado 2018-2022	70
Tabla 49 Activos Prescindibles a Junio 2018 (UF)	70
Tabla 50 Valor Terminal (UF) 2023	71
Tabla 51 Flujo de Caja Libre Proyectado 2018-2022.....	72
Tabla 52 Valorización Económica de la Empresa y Precio por Acción	73

Índice de Gráficos

Gráfico 1 Participación de las ventas por mercado.....	18
Gráfico 2 Participación por línea de negocio en Chile	19
Gráfico 3 Índice de Comercio Minorista Chile	43
Gráfico 4 Índice de Comercio Minorista Colombia	44
Gráfico 5 Índice Centros de Compras Argentina	44
Gráfico 6 Índice de Comercio Detallista Brasil	45
Gráfico 7 Índice de Actividad del Sector Comercio Perú	46

1 Resumen Ejecutivo

El presente documento desarrolla la valoración de la empresa S.A.C.I. FALABELLA siguiendo el método de flujo de caja descontado.

Falabella es la empresa líder del retail nacional, con fuerte crecimiento de sus ventas en las últimas décadas, y una diversificación de sus líneas de negocio con una permanente vocación innovadora, que le ha permitido posicionarse fuertemente en los consumidores chilenos. Utilizando su sólida base comercial chilena, la empresa ha incursionado en otros mercados latinoamericanos en busca de nuevas oportunidades de negocios. La empresa actualmente mantiene las siguientes líneas de negocios: Tiendas por departamentos, mejoramiento del hogar, supermercados, negocio inmobiliario y servicios financieros.

El método de flujo de caja descontado requiere de tres grandes elementos. Primero, calcular el costo de capital de la compañía, para lo cual se utiliza la tasa vigente de sus bonos de más largo plazo y los betas de sus acciones. En segundo lugar, el plan de inversiones de la empresa, con el cual se puede estimar su trayectoria de crecimiento para el período 2018 a 2022. Por último, el valor residual que tiene la empresa asumiendo solo la reposición de sus activos. Toda esta información fue obtenida de sus estados financieros consolidados bajo la norma IFRS y memorias públicas para los años 2014 a junio de 2018.

Para realizar la valorización de la empresa, este documento se divide en ocho partes. La primera es una breve exposición de las metodologías de valorización de empresas. La segunda presenta una descripción de la empresa y la industria, para luego en las partes tres a cinco, proceder a mostrar la estructura y costo de financiamiento de la empresa. La parte seis es el análisis operacional de la empresa, y las partes siete y ocho desarrollan los cálculos que conducen a la valorización final de la empresa.

2 Metodología

2.1 Principales Métodos de Valoración

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

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

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

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.

2.2 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 DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.

2.3 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.

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

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

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

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

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en

inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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

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

2.4 Método de múltiplos

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

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

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

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos :

Múltiplos de Ganancias:

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

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

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

Múltiplos de Valor Libro:

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

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

3.1 Antecedentes de la empresa

Razón Social	S.A.C.I FALABELLA
RUT	90749000 - 9
Nombre de Fantasía	FALABELLA

3.2 Marco Normativo

Como todas las sociedades anónimas abiertas que operan en Chile, Falabella está sujeta a la regulación de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), la normativa principal aplicada corresponde a la Ley N° 18.046 (sociedades anónimas) y la Ley N° 18.045 (mercado de valores). Además de estas regulaciones, las operaciones de Falabella se encuentran reguladas por la Ley de Protección al Consumidor, la Ley General de Bancos, entre otras.

Las operaciones en países distintos de Chile son reguladas por las leyes propias de tales países.

3.3 Descripción de la empresa

S.A.C.I Falabella es una empresa con operaciones principales en el sector comercio (tienda de departamentos, mejoramiento del hogar y supermercados), pero que también posee operaciones inmobiliarias (centros comerciales de diferentes formatos) y operaciones financieras (banco). La empresa tiene sus orígenes en Chile en 1889 como una sastrería, la que en 1937 se convirtió en una importante tienda de vestuario, pasando en 1958 a vender productos para el hogar. En la década de 1980 lanza su tarjeta de crédito CMR y comienza su ampliación en regiones de Chile. Desde 1993 ha ampliado

sus operaciones a Argentina, Perú, Colombia, Brasil y Uruguay. En el año 2017, alcanzó unas ventas consolidadas de US\$ 15,000 millones, de los cuales US\$ 769 millones fueron a través de su canal de comercio electrónico. Las operaciones fuera de Chile de la compañía le significan cerca de un 40% de sus ingresos. La empresa se organiza en cinco grandes áreas de negocio que describimos a continuación:

1. Tiendas por Departamentos: Operada en Chile, Perú, Colombia y Argentina. Tiendas en que comercializa una amplia gama de productos de consumo personal y del hogar, tanto en tiendas físicas como a través de sus canales online. También dispone de tiendas individuales de marcas exclusivas. La participación de mercado de las tiendas de departamentos en Chile es de 23%, en Perú 18%, en Colombia 7% y en Argentina 2%.
2. Mejoramiento del Hogar: Con operaciones en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil, Uruguay y México. Opera seis conceptos de ventas y servicios complementarios para sus clientes: Sodimac Homecenter, Sodimac Constructor, Imperial, Homy, Dicico y Maestro, comercializando productos para el mejoramiento del hogar y mobiliario. Su participación de mercado alcanza un 26% en Chile, 15% en Perú, 10% en Colombia, 1% en Argentina, 3% en Uruguay y menos del 1% en Brasil.
3. Supermercados: Disponen de tres formatos de negocios, con presencia, tanto física como online, en Chile y Perú.
 - Supermercados Tottus, con categorías tradicionales de alimentos y productos de higiene.
 - Supermercados Tottus, con categorías tradicionales de alimentos y productos de higiene.
 - Hipermercados Tottus, además de lo anterior, tiene una oferta ampliada de bienes durables básicos, línea blanca, vestuario, productos electrónicos y artículos para el hogar.
 - Hiperbodega Precio Uno, privilegia la conveniencia en los precios para el mercado peruano ofreciendo un surtido de productos focalizado en no perecibles.

4. Servicios Financieros: Propuesta integral de productos y servicios en esta área, ofrece a sus clientes acceso al crédito, combinando la solidez de un negocio financiero tradicional con la cercanía a los clientes que caracteriza al retail. Opera en Chile, Perú, Colombia, Argentina y recientemente en México, a través de sus distintas unidades de negocio financiero.
 - CMR Falabella: con más de 35 años de trayectoria operando en el mercado chileno, se ha convertido en el mayor emisor de tarjetas de crédito en el mercado nacional. CMR también opera en Argentina, Perú (con Banco Falabella y donde también es el emisor líder en el país), Colombia (con Banco Falabella) y en México a través de un joint-venture con Organización Soriana, S.A.B. de C.V. (Soriana).
 - Banco Falabella: Opera en Chile, Perú y Colombia, ofreciendo un servicio bancario integral con cuentas corrientes, créditos de consumo, créditos hipotecarios, depósitos a plazo e inversiones en fondos mutuos.
 - Seguros Falabella: ofrece asesoría integral en la elección de alternativas de seguros. Opera en Chile, Perú, Colombia y Argentina.
 - Viajes Falabella: Agencia de viajes operando en Chile, Perú, Colombia y Argentina.
5. Negocio Inmobiliario: Administra centros comerciales en Chile, Perú y Colombia, con las marcas Mall Plaza y Open Plaza. Adicionalmente, la compañía es dueña de aproximadamente 992.000 m² de superficie arrendable en ubicaciones free standing de Falabella, Sodimac, Tottus, Maestro y otros

La empresa opera actualmente en cinco países: Chile, Perú, Colombia, Argentina y Brasil. La participación de ventas en cada uno de estos países es la siguiente:

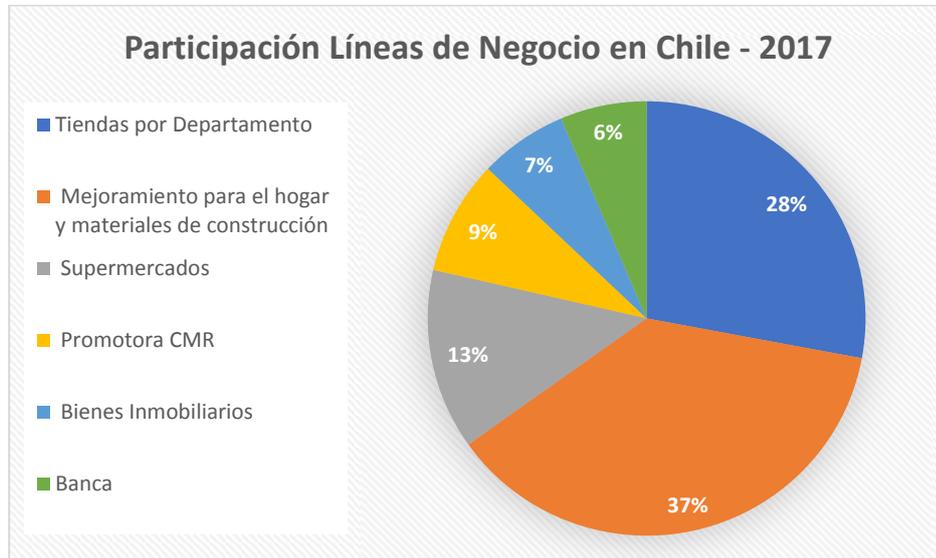
Gráfico 1 Participación de las ventas por mercado



Como podemos apreciar, Chile continúa siendo el principal aportante de ingresos a la compañía con un 61% del total vendido en 2017. Lo sigue Perú con un 25%. Esto es relevante para la proyección de crecimiento que realizaremos más adelante, pues estos dos países determinarán en gran medida el crecimiento futuro de la compañía.

En Chile, su base de operación y el mercado en que se originó la empresa, mantiene seis grandes líneas de negocio: Tiendas de departamentos, Mejoramiento del hogar y materiales de construcción, Promotora CMR, Supermercados, Bienes inmobiliarios y Banca.

Gráfico 2 Participación por línea de negocio en Chile



3.4 Mayores Accionistas

Los mayores accionistas de SACI FALABELLA son los siguientes:

Tabla 1 Principales accionistas

Accionista	Porcentaje
LUCEC TRES S A	10,94%
INVERSIONES SAN VITTO LTDA	10,01%
INVERSIONES LOS OLIVOS SA	10,01%
BETHIA S A	9,60%
INVERSIONES DON ALBERTO CUATRO SPA	6,21%
DERSA SA	5,67%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CUENTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	5,10%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	4,89%
MAPCOR CUATRO S A	4,45%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	4,00%
INPESCA S A	2,03%
IMPORTADORA Y COMERCIALIZADORA AMALFI SPA	1,86%

La empresa es controlada mediante un pacto de accionista por las familias Solari y Del Río.

3.5 Empresas Benchmark

1. Cencosud

Cencosud S.A. es una de las principales empresas en el mercado de retail en Chile, con un fuerte posicionamiento en supermercados (Jumbo) y tiendas por departamentos (Paris) y mejoramiento del hogar (Easy) y en el negocio inmobiliario con centros comerciales. Además de Chile, la empresa posee operaciones en otros cuatro importantes mercados latinoamericanos (Argentina, Brasil, Colombia y Perú). Su estrategia actual está orientada a la integración del retail en multi-formato y multi-marca. Actualmente opera más de 1.100 tiendas y 54 centros comerciales, con un total de 3,6 millones de m² de superficie de ventas y 783 mil m² superficie arrendable a terceros. En 2018 la empresa espera que sus ingresos alcancen los US\$ 16.500 millones con un EBITDA de 7,2%, sustentado en una aceleración en las ventas de Supermercados, Mejoramiento del Hogar y Tiendas por Departamento, además del crecimiento del negocio online, la sólida tendencia en ingresos de Centros Comerciales, la apertura selectiva de tiendas y un entorno económico regional más favorable.

2. Ripley

Fundada en 1956 con el nombre de “Calderón Confecciones”, la compañía fue creciendo con un patrón similar al de Falabella. En 1964 abrió su primera tienda de ropa con el nombre de Ripley y en 1985 inauguró su primera tienda de departamentos. Actualmente en Chile dispone de 46 tiendas y 287.753 m² de superficie, en Perú tiene 29 tiendas y 193.000 m². En su negocio financiero en Chile mantiene vigente 1.300.000 tarjetas de crédito, y en Perú 504.000. En el negocio inmobiliario dispone en Chile de 193,900 m² y en Perú de 126.000 m².

4 Descripción del financiamiento de la empresa

Falabella hace un activo uso de la emisión de instrumentos financieros para materializar su estrategia competitiva y su plan de inversiones. Los fundamentos que le han permitido acceder al mercado financiero son los siguientes:

- Se le reconoce una alta capacidad de generación de flujos operacionales, incluso con condiciones macroeconómicas más estrechas.
- Una sólida posición de liquidez y elevada flexibilidad financiera .
- Sus grandes requerimientos de capital para el financiamiento de las colocaciones, son mitigados por su costo de fondo bancario.
- Sus políticas financieras le permiten mantener un acotado nivel de endeudamiento.
- Su cartera de colocaciones es de buena calidad, con bajos niveles de mora y adecuada recaudación.

A continuación se describirá esquemáticamente cada uno de los bonos actualmente vigentes de la empresa:

Tabla 2 Descripción Bono BFALA-L

	Observaciones
Bono	L
Nemotécnico	BFALA-L
Fecha de Emisión	15-07-2014
Valor Nominal (VN o D)	3,000,000 UF
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional o Extranjera
Fecha de Vencimiento	15-07-2020
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	2,3%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	12
Periodo de Gracia	3 años
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos.
Clasificación de Riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	2,2%
Precio de venta el día de la emisión.	100,42
Valor de Mercado	Sobre par. Valor 25-06-2018: 101,43. Tasa 0,92%

Tabla 3 Descripción Bono BFALA-J

	Observaciones
Bono	J
Nemotécnico	BFALA-J
Fecha de Emisión	01-04-2009
Valor Nominal (VN o D)	8,000,000 UF
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional o Extranjera
Fecha de Vencimiento	01-04-2033
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4,0%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	48
Periodo de Gracia	26,5 años
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos y financiamiento de la inversión.
Clasificación de Riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings).
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,4%
Precio de venta el día de la emisión.	94,77
Valor de Mercado	94,77 Bajo par el primer día de transacción. Valor 22-05-2018: 114,5. Tasa 2,46%

Tabla 4 Descripción Bono BFALA-I

	Observaciones
Bono	I
Nemotécnico	BFALA-I
Fecha de Emisión	01-04-2009
Valor Nominal (VN o D)	8,000,000 UF
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-04-2021
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	3,8%
Periodicidad	SEMESTRAL
Número de pagos (N)	24
Periodo de Gracia	6,5 años
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos y financiamiento de la inversión
Clasificación de Riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings).
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	2,66%
Precio de venta el día de la emisión.	102,66
Valor de Mercado	102,66. Sobre par. Unico valor registrado

Tabla 5 Descripción Bono BFALA-M

	Observaciones
Bono	M
Nemotécnico	BFALA-M
Fecha de Emisión	15-07-2014
Valor Nominal (VN o D)	3,000,000 UF
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-07-2037
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	3,1%
Periodicidad	SEMESTRAL
Número de pagos (N)	46
Periodo de Gracia	20 años
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings).
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,4%
Precio de venta el día de la emisión.	95,48.
Valor de Mercado	95,48, bajo par. 25.06.18 104,05 2,8%

Tabla 6 Descripción Bono BFALA-O

	Observaciones
Bono	O
Nemotécnico	BFALA-O
Fecha de Emisión	15-04-2016
Valor Nominal (VN o D)	116,000,000,000
Moneda	Pesos chilenos
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-04-2022
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	5,1%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	12
Periodo de Gracia	3,5 años
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings).
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5,15% (RiskAmerica.com)
Precio de venta el día de la emisión.	99,77
Valor de Mercado	Bajo par. Precio el 28.06.2018 101,76. Tasa 4,45%

Tabla 7 Descripción Bono BFALA-P

	Observaciones
Bono	P
Nemotécnico	BFALA-P
Fecha de Emisión	15-04-2016
Valor Nominal (VN o D)	4,500,000 UF
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-04-2039
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	3,0%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	46
Periodo de Gracia	20 años
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings).
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,17%
Precio de venta el día de la emisión.	97,35
Valor de Mercado	Bajo par. Valor 27.06.2018: 102,31. Tasa: 2,84%

Tabla 8 Descripción Bono BFALA-Q

	Observaciones
Bono	Q
Nemotécnico	BFALA-Q
Fecha de Emisión	25-11-2016
Valor Nominal (VN o D)	78,000,000,000
Moneda	Pesos chilenos
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	25-11-2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	5,1%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10
Periodo de Gracia	4,5 años
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos.
Clasificación de Riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings).
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,84%.
Precio de venta el día de la emisión.	101,1
Valor de Mercado	Sobre par. Valor 07-05-2018, 102,39. Tasa de 4,33%

Tabla 9 Descripción Bono BFALA-S

	Observaciones
Bono	S
Nemotécnico	BFALA-S
Fecha de Emisión	25-11-2016
Valor Nominal (VN o D)	3,000,000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	25-11-2039
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	2,8%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	46
Periodo de Gracia	20 años
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos.
Clasificación de Riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings).
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,11%.
Precio de venta el día de la emisión.	95,18
Valor de Mercado	Bajo par. Valor 26-06-2018, 99,06. Tasa de 2,86%

5 Estimación de la estructura de capital de la empresa

Primero revisaremos la deuda financiera (en UF) que reporta Falabella para el período 2014 a junio de 2018.

Tabla 10 Deuda Financiera (UF) 2014-2018

Deuda Financiera (UF)	2014	2015	2016	2017	2018 (jun)
Otros pasivos financieros corrientes	29.907.281	28.823.386	40.689.801	31.145.752	41.246.790
Otros pasivos financieros no corrientes	94.057.380	105.381.454	101.525.600	112.178.498	107.215.042
Total deuda financiera	123.964.661	134.204.841	142.215.402	143.324.250	148.461.832

Podemos apreciar que el número total de acciones suscritas y pagadas para los años 2014 al 2018 (al 30 de Junio) en Falabella no ha mostrado variación, esto debido a la inexistencia de nuevas emisiones de acciones en el período:

Tabla 11 Número de Acciones 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	jun-18
Número de Acciones en Circulación	2.434.465.103	2.434.465.103	2.434.465.103	2.434.465.103	2.434.465.103
Número de Acciones en Tesorería	0	0	0	0	0
Número Total de Acciones	2.434.465.103	2.434.465.103	2.434.465.103	2.434.465.103	2.434.465.103

En el siguiente cuadro podemos observar el precio de la acción al cierre de diciembre de cada año, para el período 2014 al 2018 (al 30 de Junio).

Tabla 12 Precio cierre de acciones

	2014	2015	2016	2017	2018
Precio de la acción a la fecha de cierre	\$ 4.073,0	\$ 4.520,0	\$ 5.319,0	\$ 6.145,0	\$ 5.993,8

Con los datos expuestos previamente, podemos proceder a calcular el patrimonio económico (bursátil) en UF de cada año.

Tabla 13 Patrimonio Económico (UF) 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018 (jun)
Patrimonio Económico (UF)	402.628.664	429.347.365	491.457.785	558.239.790	537.273.833

Con las cifras previamente expuestas, procederemos a calcular la razón de endeudamiento de la empresa (B/V). Para este cálculo supondremos que la deuda financiera es igual a la deuda de mercado. A continuación calcularemos la razón patrimonio a valor de empresa (P/V) y finalmente, la razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P). Todas estas ratios a diciembre de cada año, a excepción de 2018, que se calcula a junio del año.

La tabla resumen con las razones calculadas es la siguiente:

Tabla 14 Razones Financieras 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
B/V	0,235	0,238	0,224	0,204	0,217
P/V	0,765	0,762	0,776	0,796	0,783
B/P	0,308	0,313	0,289	0,257	0,276

Tomando el promedio simple de los ratios del período, podemos proponer la estructura de capital objetivo de la empresa.

Tabla 15 Estructura de Capital Objetivo

	Promedio	Max	Min	Desviación Estándar
B/V	0,224	0,238	0,204	0,014
P/V	0,776	0,796	0,762	0,014
B/P	0,289	0,313	0,257	0,023

6 Estimación del costo patrimonial de la empresa

6.1 Beta de la acción de Falabella

Para calcular el beta de la acción de Falabella, primero tomamos los precios de las acciones de la empresa y del índice IGPA. En nuestro caso los precios fueron tomados de Yahoo Finanzas. Se utilizaron los precios de cierre de los viernes de cada semana para el período de enero de 2014 a junio de 2018.

El beta de la acción se calculó en período de dos años (alrededor de 104 registros en cada uno) utilizando el modelo de valorización de activos financieros CAPM.

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

El siguiente cuadro presenta los resultados que se alcanzaron para los betas en los diferentes períodos. También se presenta el nivel de significancia (todos los betas son significativos) y el porcentaje de presencia bursátil de la acción (100% para todos los años).

Tabla 16 Betas de Acción 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Beta de la Acción	0,862	0,917	1,011	0,704	0,795
p-value (significancia)	9,5E-07	6,6E-07	1,5E-09	1,4E-07	2,5E-10
Presencia Bursátil (%)	100	100	100	100	100

Podemos observar que el beta de la acción de FALABELLA en junio de 2018 fue de **0,795**.

6.2 Costo de la deuda

El costo de la deuda, K_b , es la tasa a la cual se financia Falabella, ya sea para para reestructuración de pasivos o para nuevas inversiones. Como la empresa recurre al mercado de bonos, se utilizará como referencia el bono de más largo plazo,

considerando la última tasa de mercado a la que se transó en junio 2018. En el caso de Falabella, corresponde al bono BFALA-S, emitido en UF en noviembre de 2016 y con plazo de 23 años y tasa cupón de 2,8%, pero con transacción en junio 2018 con una tasa de mercado de 2,86%.

6.3 Beta de la deuda

Utilizando el modelo CAPM y la tasa de costo de la deuda descrita en el punto anterior, procedemos a calcular el beta de la deuda de Falabella con la siguiente expresión:

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f]\beta_d$$

Dónde,

$$k_b = 2,86\%$$

$$r_f = 2,31\%$$

$$PRM = 6,26\%$$

Despejando, nos da como resultado un beta de la deuda de **0,088**.

6.4 Beta de la acción

Del punto 6.1 sabemos que el beta de la acción de FALABELLA para junio de 2018 es de **0,795**.

6.5 Beta patrimonial sin deuda

A continuación, desapalancaremos el beta de la acción a Junio de 2018, con la estructura de capital promedio para el período y la tasa de impuestos corporativos promedios de los años que abarca el cálculo.

Para calcular el beta patrimonial sin deuda, recurrimos a la fórmula de Rubinstein

$$\beta_P^{C/D} = \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{PC/D} \right] \beta_P^{S/D} - (1 - t_c) \left(\frac{B}{PC/D} \right) \beta_d$$

Donde,

$\frac{B}{PC/D}$, es la estructura de capital de la empresa promedio en el período junio 2016 a junio 2018, que es igual a 0,271.

t_c , es la tasa impositiva promedio de la empresa en el período junio 2016^a junio 2018 y que es igual a 25,8%.

$\beta_P^{C/D}$, es el beta a junio de 2018, que es igual a 0,795.

β_d , es el beta de la deuda, que es igual a 0,088.

Despejando, llegamos a un valor del beta patrimonial sin deuda de **0,677**.

6.6 Beta patrimonial con deuda

Ahora apalancaremos el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetiva de la empresa, estimada en el punto 5, y utilizaremos la tasa de impuestos de largo plazo.

Para realizar esto, nuevamente recurrimos a la fórmula de Rubinstein

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

Donde,

$\frac{B}{P^{C/D}}$, es la estructura de capital objetivo de la empresa, que es igual a 0,289.

t_c , es la tasa impositiva de la empresa de largo plazo, y que es igual a 27%.

Tomando los valores correspondientes, concluimos que $\beta_P^{C/D}$ es igual a **0,801**.

6.7 Costo patrimonial

Con los resultados anteriores podemos calcular el costo patrimonial utilizando nuevamente el modelo de valorización de activos financieros CAPM

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

Incorporando los valores, tenemos que **k_p es igual a 7,32%**.

6.8 Costo de capital

Finalmente, podemos calcular con los insumos anteriores el costo de capital utilizando la fórmula de WACC:

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

De la estructura de capital objetivo de la empresa derivamos los siguientes valores,

$$\frac{P}{V} = 0,776.$$

$$\frac{B}{V} = 0,224.$$

Y sabemos que

k_p es igual a 7,32% y k_b es igual a 2,86%.

Incorporando estos valores en la expresión, llegamos a un **k_0 igual a 6,2%**.

7 Análisis operacional del negocio e industria

7.1 Tasa de crecimiento reales de ventas de la empresa

Para el período 2015 a 2018 existió una alta volatilidad de las tasas de crecimiento de las operaciones extranjeras. La única operación con un promedio estable de crecimiento fue Chile, que es el mercado más maduro de la compañía. El segundo mercado en importancia en ventas, Perú, tuvo una tasa de crecimiento muy alta en el año 2015 (15,3%), para luego tener disminuciones de 2,5% en 2016, un crecimiento de 0,5% en 2017 y una disminución de 1,7 en 2018¹. Argentina y Colombia siguen en importancia en ventas para el grupo. Argentina combina un crecimiento muy alto para 2015 (26,8%), seguido por uno muy bajo para 2016 (-23,6%), repitiendo el ciclo en forma más moderada para 2017 (4,3%) y 2018 (-8,5%). Las operaciones en Colombia tuvieron una fuerte baja en 2015 (-10,0%), seguido por un año de crecimiento moderado en 2016 (3,7%) y más dinámico en 2017 (7,4%), pero con un freno en 2018 (-0,1%). Brasil por su parte ha alternado crecimientos altos en 2015 (16,6%) y 2017 (10,8%), con bajas moderadas en 2016 (-1,1%) y 2018 (-2,7%).

Para el período, las tasas de crecimiento de las diferentes líneas de negocios presentes en cada uno de los países fueron las siguientes:

¹ En todo el análisis expuesto, las variaciones para 2018 corresponden a la comparación del primer semestre de ese año con el primer semestre de 2017. El resto de las variaciones es a año completo.

Tabla 17 Tasas de Crecimiento por Mercado y Línea de Negocio 2015-2018

	2015	2016	2017	2018	Promedio
Chile					
Tiendas por Departamento	0,3%	5,6%	2,5%	-0,2%	2,1%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	3,4%	-1,4%	0,5%	6,4%	2,2%
Supermercados	5,1%	2,9%	2,9%	4,9%	3,9%
Promotora CMR	6,0%	13,0%	10,8%	5,4%	8,8%
Bienes Inmobiliarios	5,6%	3,4%	5,9%	5,5%	5,1%
Banca	5,0%	9,0%	6,6%	-9,3%	2,8%
Total Chile	2,9%	2,9%	2,8%	4,1%	3,2%
Perú					
Tiendas por Departamento	0,7%	-2,9%	-3,3%	0,1%	-1,3%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	46,8%	-10,5%	-0,1%	-4,0%	8,0%
Supermercados	4,1%	-0,8%	3,8%	4,6%	2,9%
Banca	31,6%	10,0%	-1,3%	-9,3%	7,8%
Total Perú	15,3%	-2,5%	0,5%	-1,7%	2,9%
Argentina					
Tiendas por Departamento	26,5%	-25,8%	2,6%	-11,6%	-2,1%
Promotora CMR	28,2%	-5,7%	15,8%	8,3%	11,7%
Total Argentina	26,8%	-23,6%	4,3%	-8,5%	-0,2%
Colombia					
Tiendas por Departamento	-13,0%	-0,6%	5,9%	0,2%	-1,9%
Banca	0,7%	18,3%	13,5%	-9,3%	5,8%
Total Colombia	-10,0%	3,7%	7,4%	-0,1%	0,2%
Brasil					
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	16,6%	-1,1%	10,8%	-2,7%	5,9%
Total Brasil	16,6%	-1,1%	10,8%	-2,7%	5,9%

7.2 Tasas de crecimiento reales de la Industria

Las economías latinoamericanas en las que está presente la empresa han tenido desempeños dispares en los últimos años.

Chile

El crecimiento del PIB ha sido bajo, pero estable entre 1,3% y 2,3% en el período. La inflación está dentro del rango meta establecido por el Banco Central y el consumo privado crece a tasas estables en el rango de 2 a 2,5%. En el año 2017, Chile creció un 1,5% producto de un bajo dinamismo de las exportaciones y la inversión, lo que no pudo ser contrarrestado por el consumo interno. El comercio fue uno de los sectores que mostró mayor dinamismo en el año.

El bajo crecimiento de la economía no permitió mejorar las cuentas fiscales, pese a un mejor precio del cobre y los ingresos resultantes de la reforma tributaria. Esto significó un aumento en la deuda externa. El dólar se apreció y la tasa de crecimiento de los salarios se desaceleró, estas dos condiciones sumadas a un crecimiento por debajo del potencial, gatilló una inflación muy baja. En este escenario, la autoridad monetaria disminuyó en cien puntos base la tasa de interés, en una clara medida contracíclica.

Para el 2018 las expectativas son que la economía llegue a un crecimiento de 3,9%, de la mano de una mayor inversión, con una fuerte contribución de la inversión minera, y en segundo lugar del consumo.

Argentina

El caso de Argentina es diferente, mostrando crecimientos y decrecimientos alternados para los años en estudio. La inflación es alta y durante el primer semestre de este año ha tenido su moneda una fuerte devaluación, lo que hace prever que la inflación aumentará aún más en el segundo semestre. El consumo privado presenta la misma volatilidad del PIB fluctuando entre -4,4% y 3,7%. La tasa de crecimiento en 2017 fue de 2,9%, recuperándose del decrecimiento de 1,8% que experimentaron en 2016, impulsado por el consumo privado, la inversión, el consumo público y las exportaciones (principalmente industriales gracias al repunte de la economía brasileña). Sin embargo, esta recuperación se apoyó en la profundización del déficit de la cuenta corriente, que llegó al 4,9% del PIB. Se logró reducir la inflación de un 40% en 2016 a un 25%.

Esta tendencia positiva se revirtió en 2018. Durante el primer trimestre de este año, la economía se enfrentó a un contexto internacional más adverso que repercutió en un debilitamiento de los fundamentos para el crecimiento. Ya en el segundo trimestre del año, el empeoramiento de las condiciones internacionales indujo una fuerte depreciación del peso, con un rápido impacto en las presiones inflacionarias y una caída de las reservas internacionales de 13.100 millones de dólares entre el 20 de abril y el 21 de junio. El Banco Central trató de hacer frente a esta situación con un alza de la tasa de interés hasta 40% anual. Dado lo anterior, el Gobierno acordó con el Fondo Monetario Internacional (FMI) un programa de asistencia financiera por 50.000 millones de dólares, obligándose a una fuerte reducción del déficit fiscal primario durante los próximos dos años. En este nuevo escenario, los analistas proyectan una reducción del PIB en 2018 de 0,3%.

Colombia

Colombia mostró un crecimiento robusto de su PIB en 2014 (4,7%), para luego desacelerarse paulatinamente hasta llegar en 2017 a un crecimiento bajo de 1,8%. La inflación está relativamente controlada y su consumo privado presenta una tendencia muy parecida a la del PIB. La actividad económica en 2017 resultó afectada por el un crecimiento bajo en los sectores de la construcción, la industria y el minero-energético, lo que no logró ser contrarrestado por un mayor crecimiento de los servicios financieros, los servicios sociales y la agricultura. Esto se vio aparejado con una inversión sin crecimiento y una reducción de las exportaciones. La demanda interna se redujo debido a la política monetaria contractiva que del 2016 y por la reforma tributaria que entró en vigor en 2017. El gobierno central logró reducir su déficit estructural en 2017, cumpliendo los objetivos de sostenibilidad de la regla fiscal, transmitiendo confianza a los mercados.

La política monetaria ha sido efectiva en lograr la reducción continua de la tasa de inflación, la que se ubicó en el rango meta de 2% a 4% en abril de 2018. Esto ha dejado espacio para que el Banco Central colombiano mantenga su política de reducción de la tasa de interés.

Las proyecciones para 2018 y 2019 dependen de que tan bueno sea el desempeño de sus principales socios comerciales (Estados Unidos, Zona Euro y América Latina). A junio de 2018 las proyecciones eran buenas, por lo que se esperaba una mayor tasa de inversión que fortaleciera el crecimiento económico. Las proyecciones de la CEPAL indicaban un crecimiento de 2,7% para el 2018.

Perú

Si bien Perú presenta en el período las tasas de crecimiento del PIB más altas del grupo de países en que opera Falabella (entre 2,4% y 4,0%), en 2017 registró una desaceleración a 2,5%. La variación de su IPC es baja, pero su tasa de crecimiento del consumo privado se ha ido desacelerando hasta llegar a un 2,5% en 2017 después de presentar el año previo un crecimiento de 4,0%. Las razones de esta disminución se encuentran en una ralentización del consumo privado, a la contracción de la tasa de crecimiento de las exportaciones y a la aceleración de la tasa de crecimiento de las importaciones. Pese a que la demanda externa mundial llevo a un alza de los precios de los productos básicos, fenómenos climáticos y la polémica por casos de corrupción de empresas constructoras brasileñas, han impedido la reactivación de la inversión pública.

Para revertir la situación, en la segunda mitad del año 2017 se combinaron políticas fiscales y monetarias expansivas que se espera tengan impacto en la tasa de crecimiento de 2018, de lo cual ya había indicios en el primer trimestre del año. La inflación sigue controlada y llegó a un 1,4% en diciembre de 2017.

Brasil

Brasil enfrentó una fuerte recesión en 2015 y 2016, cayendo su producción en ambos años un 3,5%, para luego volver a un crecimiento positivo, aunque muy débil de 1% en 2017, impulsado principalmente a las excelentes cosechas (13%), al aumento de las exportaciones (5,2%) y a la recuperación del consumo de las familias (0,1%).

Los primeros meses de 2018 mostraron la misma tendencia de crecimiento lento, con problemas para alcanzar una tasa anualizada de 2,0%. Un paro de camioneros que afectó el aparato productivo, junto con la incertidumbre por las próximas elecciones y la reducción de exportaciones a Argentina ha hecho que los analistas disminuyan la proyección de crecimiento para 2018 a un 1,6%.

Por otra parte, la política monetaria ha sido exitosa en reducir la inflación, que se ha visto reducida de un 6,3% en diciembre de 2016 al 2,9 el mismo mes de 2017. Durante los primeros meses de 2018, se mantuvo dentro de la meta de 4,5%. Esto ha permitido que la tasa de interés real llegue a mínimos desde 1999.

La tasa de desempleo se mantiene alta, con un promedio mensual en 2017 de 12,7%.

Tabla 18 Principales Indicadores Macroeconómicos 2014-2017

Tasas de Crecimiento	2014	2015	2016	2017
Chile				
PIB (%)	1,8	2,3	1,3	1,5
IPC (%)	4,6	4,3	2,7	2,3
Consumo privado (%)	2,7	2,1	2,2	2,4
Argentina				
PIB (%)	-2,5	2,7	-1,8	2,9
IPC (%)	21,4	21,5	40,5	25,7
Consumo privado (%)	-4,4	3,7	-1,0	3,5
Colombia				
PIB (%)	4,7	3,0	2,0	1,8
IPC (%)	2,9	5,0	7,5	4,3
Consumo privado (%)	4,6	3,1	1,4	1,8
Perú				
PIB (%)	2,4	3,3	4,0	2,5
IPC (%)	3,2	3,6	3,6	2,8
Consumo privado (%)	3,9	4,0	3,3	2,5
Brasil				
PIB (%)	0,5	-3,5	-3,5	1,0
IPC (%)	6,3	9,1	8,7	3,4
Consumo privado (%)	2,3	-3,2	-4,3	1,0

7.3 Indicadores de comercio

A continuación, revisaremos los principales indicadores de actividad comercial en cada uno de los países. Esta es información que nos dará base para nuestra proyección de la actividad de la compañía para los próximos años.

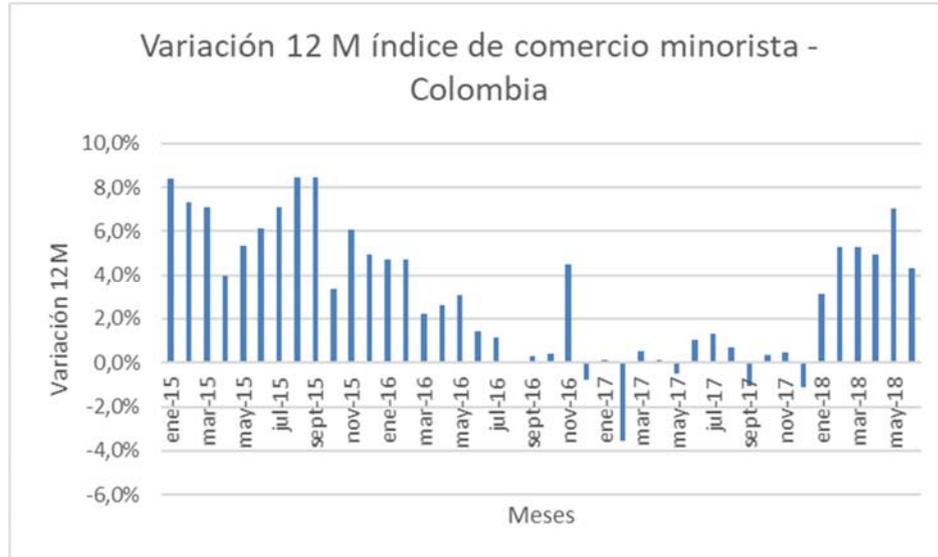
Para el caso de Chile, la tasa de crecimiento a 12 meses para el período se muestra en el siguiente gráfico. En él se puede apreciar que sólo hay dos meses con crecimientos anuales negativos, febrero y abril de 2017. La tasa promedio de crecimiento anual para el último año es de un 3%.

Gráfico 3 Índice de Comercio Minorista Chile



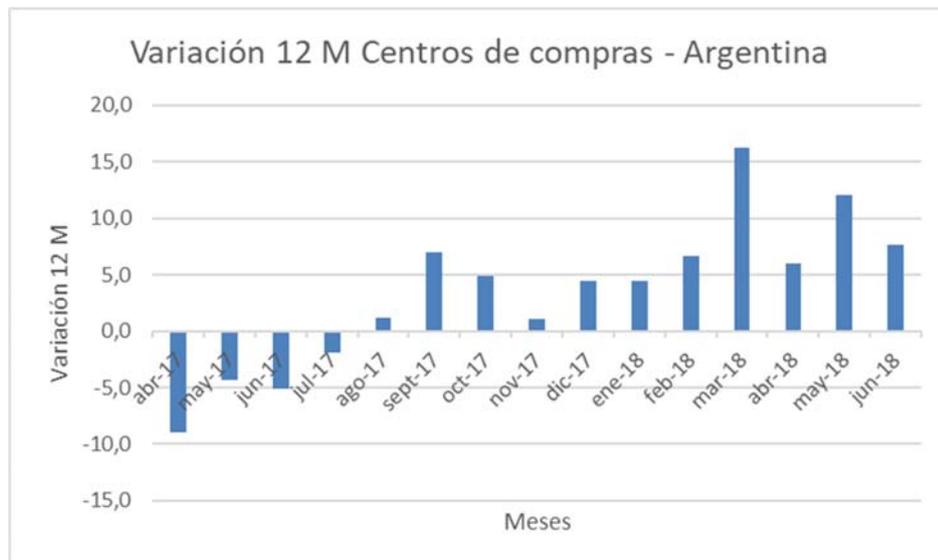
En Colombia, el comercio minorista tuvo un mal desempeño desde junio de 2016 hasta diciembre de 2017, marcado por bajas tasas de crecimiento y tres meses con variaciones negativas. Durante el 2018 las tasas han aumentado, siendo desde febrero todas mayores a 4%. La tasa promedio de crecimiento anual para el último año es de 2,6%.

Gráfico 4 Índice de Comercio Minorista Colombia



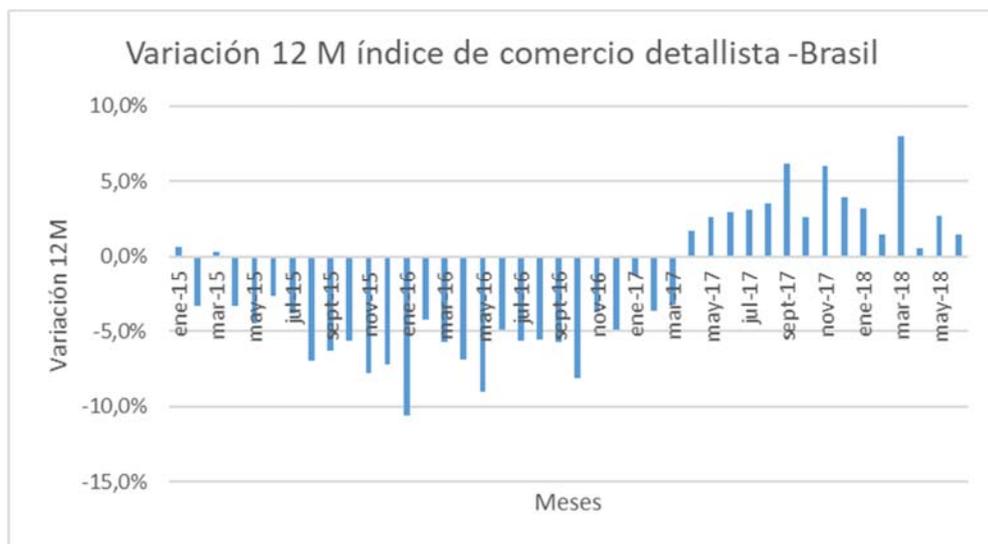
Para Argentina, y debido a los problemas que ha enfrentado la institucionalidad del país en materia de producción de estadísticas económicas, sólo contamos con información a doce meses del indicador de centros de comercio desde abril de 2017. En el último año, este indicador presenta una tasa promedio de crecimiento de 5,8%

Gráfico 5 Índice Centros de Compras Argentina



En el caso de Brasil podemos apreciar que el índice de comercio detallista encadenó disminuciones permanentes desde abril de 2015 hasta marzo de 2017. Posteriormente recuperó dinamismo de forma moderada. El último año presenta una variación promedio de 3,6%.

Gráfico 6 Índice de Comercio Detallista Brasil



En Perú la actividad mensual del sector comercio fue creciendo hasta abril de 2018, momento en que alcanzó un 4,9%. Sin embargo, en mayo y junio tuvo una pronunciada desaceleración, llegando en este último mes a 1,6%. La variación promedio de los últimos doce meses fue de 2,2%.

Gráfico 7 Índice de Actividad del Sector Comercio Perú



7.4 Análisis de Costos de Operación

La empresa separa sus costos operación entre su Negocio no bancario y su negocio bancario.

Para el negocio no bancario, clasifica sus costos en tres grandes ítems:

- Costo de ventas de bienes y servicios: acá agrupa todos los costos asociados a la venta de los bienes y servicios que comercializa, incluye el costo de la mercadería, las provisiones de valor neto realizable, acortamiento y obsolescencia de inventarios y depreciaciones de maquinarias en arriendo.
- Costo de ventas de entidades financieras: Acá agrupa los costos relacionados con el retail financiero que opera con su tarjeta de crédito, incluye costos por intereses, otros costos de ventas y provisiones y castigo de cuentas incobrables.
- Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento: acá se incluyen la depreciación, mantención y otros costos relacionados.

Por otra parte, para el negocio bancario clasifica sus costos en:

- Gastos por intereses y reajustes: costos derivados de la operación bancaria en estos ítems.
- Gastos por comisiones: los costos incurridos en comisiones.
- Provisión por riesgo de crédito: provisiones asociadas a la operación del negocio bancario.

Tabla 19 Costo de Operaciones 2014-2018

Costo de Operaciones Continuas (En UF)

	2014	2015	2016	2017	2018 (Jun)
Negocio No Bancario					
Costo de ventas de bienes y servicios	182.751.515	192.185.588	188.963.294	190.822.019	93.442.857
Costo de venta entidades financieras	4.300.795	3.971.996	4.584.611	6.129.250	3.181.649
Costo por Intereses	1.277.723	1.074.761	1.768.494	2.272.488	1.309.195
Otros Costos de Venta	946.612	472.653	384.543	455.318	241.351
Provisión y Castigo incobrabilidad	2.076.460	2.424.583	2.431.574	3.401.445	1.631.103
Costo de depreciación propiedades de inversión y mantenimiento	2.090.553	2.714.423	3.078.931	3.075.749	1.657.521
Depreciación	982.733	1.191.921	1.491.246	1.522.096	844.763
Mantenimiento y Otros	1.107.820	1.522.502	1.587.685	1.553.653	812.757
Costo de operaciones no bancarias	189.142.863	198.872.008	196.626.836	200.027.019	98.282.027
Negocio Bancario					
Gastos por intereses y reajustes	5.276.252	5.203.862	5.774.437	4.902.240	2.173.467
Gastos por comisiones	1.186.443	1.311.306	1.523.294	1.581.984	825.547
Provisión por riesgo de crédito	3.631.043	4.475.305	5.559.487	6.688.534	2.923.276
Costo de operaciones bancarias	10.093.739	10.990.473	12.857.218	13.172.758	5.922.289

Los costos de distribución para el período son los siguientes:

Tabla 20 Costos de Distribución 2014-2018

En UF	2014	2015	2016	2017	2018 (Jun)
Costos de Distribución	-3.363.156	-3.210.984	-3.406.403	-3.151.768	-2.067.404

Los gastos de administración, tanto para el negocio no bancario como para el negocio bancario, se desgagan en la siguiente tabla.

Tabla 21 Gastos de Administración 2014-2018

Gastos de Administración (En UF)	2014	2015	2016	2017	2018 (Jun)
Negocio No Bancario					
Remuneraciones y gastos del personal	32.998.999	35.980.539	36.040.556	38.608.308	19.218.244
Arriendos y Gastos Comunes	5.041.242	5.752.195	5.982.802	6.065.775	3.479.885
Depreciaciones y Amortizaciones	6.542.033	7.356.332	7.673.392	8.301.550	4.408.688
Servicios Básicos Energía y Agua	1.760.051	2.116.035	2.136.935	2.069.369	1.054.074
Servicios Computación	160.234	122.489	197.912	227.728	167.175
Materiales e Insumos	1.504.238	1.609.067	1.623.783	1.672.786	772.124
Viajes, Estadía y Movilización	708.616	756.255	739.505	780.253	360.625
Impuestos, Contribuciones, Patentes, Seguros y Otros	1.797.256	3.352.247	2.954.888	3.027.140	1.414.693
Honorarios y Servicios de Terceros	4.475.242	5.545.948	4.882.027	4.708.835	2.203.489
Mantención y Reparación	1.224.038	1.450.081	1.311.760	1.321.418	676.378
Comunicación	265.091	216.833	155.058	128.449	73.513
Comisiones	1.056.999	1.443.602	1.415.346	1.449.409	724.583
Otros	379.011	66.891	36.183	2.407	46.031
Total	57.913.049	65.768.515	65.150.146	68.363.427	34.599.501
Negocio Bancario					
Remuneraciones y gastos del personal	3.392.676	3.547.517	3.645.484	3.748.289	1.935.234
Gastos de administración	4.109.936	4.384.323	4.762.566	5.228.224	2.786.209
Depreciaciones y amortizaciones	628.969	610.180	638.029	737.476	342.497
Otros gastos operacionales	426.455	411.602	445.577	486.740	356.415
Total	8.558.035	8.953.622	9.491.656	10.200.729	5.420.356

7.5 Análisis de cuentas no operacionales.

Las cuentas no operaciones que se listan para el negocio no bancario son las siguientes:

- Otras ganancias (pérdidas). En esta cuenta se incorporan todas las ganancias o pérdidas derivadas de eventualidades que enfrenta la empresa en sus diferentes mercados, por su naturaleza cambia su composición interna en cada ejercicio contable. En el período analizado, presenta un valor atípico en 2016, producto de la escisión de Aventura Plaza.
- Ingresos Financieros / Costos financieros. Incluyen los ingresos y costos asociados a operaciones financieras de préstamos, arrendamientos financieros, swaps y forwards.

- Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación. En esta cuenta se contabilizan las ganancias (pérdidas) de aquellas inversiones en que la empresa no es controladora, o en que pese a tener una participación mayoritaria, el acuerdo de accionistas no le da el control. En 2017, las inversiones eran en las siguientes empresas: Sodimac Colombia S.A. (Colombia), Sociedad de Facilidades Multirotativas S.A.P.I. de C.V. (México), Sociedad Distribuidora de Mejoramiento del Hogar y Construcción S.A.P.I. de C.V. (México), Inmobiliaria Cervantes S.A. (Chile), Aventura Plaza S.A. (Perú), Servicios Financieros Soriana S.A.P.I. de C.V. (México).

Por parte del negocio bancario, la cuenta no operacional es resultado por inversión en sociedades, que para el año 2017 correspondía a la participación accionaria en Unibanco.

7.6 Análisis de activos

Los activos de la empresa se clasifican en corrientes y no corrientes. Para el negocio no bancario los activos corrientes son los siguientes:

- Efectivo y equivalentes al efectivo
- Otros activos financieros corrientes
- Otros activos no financieros corrientes
- Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes
- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes
- Inventarios
- Activos por impuestos corrientes
- Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios

Los activos no corrientes del negocio no bancario son los siguientes:

- Otros activos financieros no corrientes

- Otros activos no financieros no corrientes
- Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar no corrientes
- Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación
- Activos intangibles distintos de la plusvalía
- Plusvalía
- Propiedades, planta y equipo
- Propiedad de inversión
- Activos por impuestos, no corrientes
- Activos por impuestos diferidos

Por otra parte, entre los activos corrientes del negocio bancario encontramos las siguientes cuentas:

- Efectivo y depósitos en bancos
- Operaciones con liquidación en curso
- Instrumentos para negociación
- Contratos de derivados financieros
- Adeudado por bancos
- Créditos y cuentas por cobrar a clientes
- Instrumentos de inversión disponibles para la venta

Y los activos no corrientes del negocio bancario son los siguientes:

- Inversiones en sociedades
- Intangibles
- Activo fijo
- Impuestos corrientes
- Impuestos diferidos
- Otros activos

De las cuentas anteriores, podemos diferenciar entre las que corresponden a activos operacionales y aquellos que por su naturaleza corresponden a activos no operacionales. Estos últimos son los siguientes:

- Otros activos financieros (corrientes/no corrientes)
- Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios.
- Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación.
- Propiedad de inversión.
- Plusvalía.

8 Proyección de Estado de Resultados

8.1 Proyección de ventas

Para proyectar las ventas de Falabella usaremos como principal herramienta de proyección su plan de inversiones para el período 2018 a 2021 que aparece en su última memoria publicada (2017). Supondremos que la empresa consigue un 90% de utilización en los metros cuadrados nuevos en el primer año (dada su larga experiencia en la operación del negocio), para pasar a un 100% en el segundo en adelante.

La compañía planifica construir 108 tiendas y 8 malls para el período 2018-2021. Para el año 2022 mantendremos el número de aperturas que se esperan para el 2021.

Tabla 22 Plan de Inversión 2018-2022

Plan de inversión

	2018	2019	2020	2021	2022
Tiendas	23	28	29	28	28
Mall	3	2	2	1	1

Como el plan de inversión solo señala el número de tiendas y malls que se abrirán en cada uno de los años que contempla, pero no en qué línea de negocios se abrirán, supondremos que se mantendrá la distribución que presentan en el año 2017. Lo anterior, se debe a que consideramos que el último año de información es la mejor señal de hacia dónde quiere conducir la empresa el negocio, más que si tomáramos un promedio de años previos.

Tabla 23 Número de Tiendas/Mall 2016-2022

Número de Tiendas/Mall

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chile							
Tiendas por Departamento	44	45	47	49	52	55	58
Mejoramiento del Hogar	85	89	94	100	106	112	118
Supermercado	61	64	67	71	75	79	83
Negocio Inmobiliario	25	27	29	30	31	32	33
Colombia							
Tiendas por Departamento	21	26	27	29	31	33	35
Negocio Inmobiliario	1	1	1	1	1	1	1
Perú							
Tiendas por Departamento	29	29	31	33	35	37	39
Mejoramiento del Hogar	56	56	59	63	67	71	74
Supermercado	60	65	68	72	76	79	83
Negocio Inmobiliario	13	14	15	16	17	17	17
Argentina							
Tiendas por Departamento	11	11	12	13	14	15	16
Brasil							
Mejoramiento del Hogar	56	57	60	63	66	69	72

Para poder estimar las ventas de los nuevos locales, primero necesitamos calcular la superficie total en metros cuadrados que representan las tiendas y centros comerciales proyectados. Con este fin tomaremos la superficie promedio para cada una de las líneas por país para el año 2017. La superficie proyectada es la siguiente:

Tabla 24 Superficie de Ventas (m2) 2016-2022

Superficie (m2)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chile							
Tiendas por Departamento	306.000	318.000	332.133	346.267	367.467	388.667	409.867
Mejoramiento del Hogar	712.000	750000	792.135	842.697	893.258	943.820	994.382
Supermercado	207.000	212115	222.058	235.315	248.572	261.829	275.087
Negocio Inmobiliario	1.443.000	1.556.000	1.671.259	1.728.889	1.786.519	1.844.148	1.901.778
Colombia							
Tiendas por Departamento	161.000	175.000	181.731	195.192	208.654	222.115	235.577
Negocio Inmobiliario	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000
Perú							
Tiendas por Departamento	177.000	177.000	189.207	201.414	213.621	225.828	238.034
Mejoramiento del Hogar	372.000	372.000	391.929	418.500	445.071	471.643	491.571
Supermercado	219.000	234.017	244.818	259.219	273.620	284.421	298.822
Negocio Inmobiliario	473.000	518.000	555.000	592.000	629.000	629.000	629.000
Argentina							
Tiendas por Departamento	58.000	58.000	63.273	68.545	73.818	79.091	84.364
Brasil							
Mejoramiento del Hogar	148.000	167.000	175.789	184.579	193.368	202.158	210.947

El siguiente paso es calcular el rendimiento promedio por metro cuadrado para los años 2016 y 2017.

Tabla 25 Venta por m2 (UF/m2) 2016-2017

Venta por m2 (UF/m2)

	2016	2017	Promedio
Chile			
Tiendas por Departamento	182,6	180,1	181,4
Mejoramiento del Hogar	106,7	101,8	104,2
Supermercado	129,4	130,0	129,7
Negocio Inmobiliario	8,7	8,6	8,7
Colombia			
Tiendas por Departamento	88,1	85,8	87,0
Perú			
Tiendas por Departamento	130,3	126,8	128,6
Mejoramiento del Hogar	61,6	61,9	61,8
Supermercado	117,8	115,2	116,5
Argentina			
Tiendas por Departamento	304,2	311,9	308,1
Brasil			
Mejoramiento del Hogar	43,0	42,2	42,6

A continuación, proyectamos las ventas por metro cuadrado con el supuesto de desempeño de 90% para superficie nueva de cada año.

Tabla 26 Ventas Proyectadas (UF) 2018-2022

Ventas Proyectadas por m2 (UF)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chile							
Tiendas por Departamento	55.866.974	57.281.443	59.976.425	62.539.520	66.256.008	70.100.650	73.945.293
Mejoramiento del Hogar	75.935.486	76.320.251	82.105.855	87.286.866	92.555.691	97.824.516	103.093.341
Supermercado	26.793.991	27.567.801	28.672.598	30.349.106	32.068.602	33.788.098	35.507.595
Negocio Inmobiliario	12.621.098	13.360.514	14.383.978	14.933.366	15.432.810	15.932.253	16.431.697
Colombia							
Tiendas por Departamento	14.190.418	15.017.448	15.747.786	16.860.083	18.030.922	19.201.761	20.372.600
Perú							
Tiendas por Departamento	23.061.769	22.451.710	24.169.227	25.738.657	27.308.088	28.877.518	30.446.948
Mejoramiento del Hogar	22.913.416	23.038.693	24.083.828	25.683.946	27.325.093	28.966.240	30.238.129
Supermercado	25.788.738	26.950.397	28.385.823	30.021.048	31.698.202	32.997.996	34.633.220
Argentina							
Tiendas por Departamento	17.644.785	18.093.089	19.330.941	20.955.390	22.579.838	24.204.287	25.828.736
Brasil							
Mejoramiento del Hogar	6.357.386	7.043.774	7.445.381	7.819.521	8.193.661	8.567.800	8.941.940

A esta proyección le agregaremos las tasas de crecimiento promedio de los indicadores de actividad comercial que han presentado los diferentes mercados y que presentamos previamente.

Tabla 27 Ventas Proyectadas (UF) con crecimiento 2018-2022

Ventas Proyectadas por m2 (UF) con crecimiento

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chile							
Tiendas por Departamento	55.866.974	57.281.443	61.895.670	64.540.784	68.376.200	72.343.871	76.311.542
Mejoramiento del Hogar	75.935.486	76.320.251	85.800.619	91.214.775	96.720.697	102.226.619	107.732.541
Supermercado	26.793.991	27.567.801	29.819.501	31.563.071	33.351.346	35.139.622	36.927.898
Negocio Inmobiliario	12.621.098	13.360.514	14.959.337	15.530.701	16.050.122	16.569.544	17.088.965
Colombia							
Tiendas por Departamento	14.190.418	15.017.448	16.157.228	17.298.445	18.499.726	19.701.007	20.902.287
Perú							
Tiendas por Departamento	23.061.769	22.451.710	24.700.950	26.304.908	27.908.866	29.512.823	31.116.781
Mejoramiento del Hogar	22.913.416	23.038.693	24.613.673	26.248.993	27.926.245	29.603.497	30.903.368
Supermercado	25.788.738	26.950.397	29.010.312	30.681.511	32.395.562	33.723.952	35.395.151
Argentina							
Tiendas por Departamento	17.644.785	18.093.089	19.524.250	21.164.943	22.805.637	24.446.330	26.087.023
Brasil							
Mejoramiento del Hogar	6.357.386	7.043.774	7.713.415	8.101.024	8.488.632	8.876.241	9.263.850

Para la proyección de los ingresos del negocio bancario consideraremos el promedio de crecimiento de la economía en cada uno de los países en que mantiene operaciones.

Tabla 28 Proyección de Ingresos Negocio Bancario (UF) 2018-2022

Proyección de ingresos negocio bancario (en UF)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chile	12.293.543	13.103.023	13.509.217	13.928.002	14.359.770	14.804.923	15.263.876
Colombia	5.559.750	6.308.142	6.510.003	6.718.323	6.933.309	7.155.175	7.384.141
Perú	10.170.643	10.043.055	11.147.791	12.374.048	13.735.194	15.246.065	16.923.132

8.2 Proyección de Costos de Operación

Para proyectar los costos de operación calcularemos los márgenes brutos promedio que ha presentado la compañía para cada una de sus líneas de negocio en cada uno de los países. De esta forma mantendremos la estructura de costos que tiene actualmente la

empresa, ya que no podemos proyectar mejoras en su eficiencia que se traduzcan en menores costos.

Tabla 29 Márgenes Brutos por Línea de Negocio 2014-2017

Márgenes brutos por línea de negocio

	2014	2015	2016	2017	Promedio
Chile					
Tiendas por Departamento	30,1%	31,8%	33,1%	33,3%	32,1%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	29,1%	29,7%	29,9%	30,2%	29,7%
Supermercados	23,9%	24,4%	24,8%	24,9%	24,5%
Promotora CMR	51,0%	50,4%	48,2%	50,5%	50,0%
Bienes Inmobiliarios	78,0%	74,4%	72,2%	73,9%	74,6%
Colombia					
Tiendas por Departamento	31,3%	31,1%	28,9%	33,0%	31,1%
Perú					
Tiendas por Departamento	29,8%	31,0%	31,3%	31,2%	30,8%
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	29,0%	30,4%	31,3%	31,0%	30,4%
Supermercados	25,7%	25,5%	25,7%	26,1%	25,7%
Argentina					
Tiendas por Departamento	42,6%	47,1%	49,4%	48,3%	46,8%
CMR	32,7%	37,4%	32,8%	49,3%	38,1%
Brasil					
Mejoramiento para el hogar y materiales de construcción	76,2%	32,2%	32,7%	32,7%	32,5%

Es necesario notar que para el caso de Brasil se excluyó el año 2014 para calcular el promedio pues es un dato muy atípico que se explica por el ítem eliminaciones.

Para el negocio bancario, los márgenes brutos son los siguientes:

Tabla 30 Margen Bruto Negocio Bancario

Margen Bruto Negocio Bancario

	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
Chile	66,1%	70,1%	70,6%	76,0%	75,9%	71,7%
Perú	74,8%	75,4%	75,1%	77,5%	80,2%	76,6%
Colombia	77,4%	75,8%	70,3%	74,0%	77,1%	74,9%

Para proyectar los costos, tomaremos el promedio de los márgenes brutos históricos del período de análisis.

El siguiente cuadro nos presenta los costos del período 2014-2017 desagregados por línea de negocio para cada uno de los países:

Tabla 31 Costos de Operación 2014-2017

Costos de Operación (UF)

	2014	2015	2016	2017
Chile				
Tiendas por Departamento	-36.882.546	-36.041.882	-37.396.750	-38.183.822
Mejoramiento del Hogar	-52.748.163	-54.139.739	-53.241.317	-53.289.166
Supermercado	-18.846.858	-19.675.207	-20.144.894	-20.716.557
Promotora CMR	-6.438.357	-6.912.872	-8.152.187	-8.629.768
Negocio Inmobiliario	-2.545.924	-3.121.283	-3.512.291	-3.485.625
Banca	-3.637.633	-3.372.968	-3.620.108	-3.150.819
Colombia				
Tiendas por Departamento	-11.074.244	-9.769.983	-10.090.082	-10.060.185
Banca	-1.055.612	-1.136.540	-1.650.932	-1.641.840
Perú				
Tiendas por Departamento	-16.370.626	-16.193.680	-15.843.271	-15.436.036
Mejoramiento del Hogar	-12.245.638	-17.613.299	-15.740.680	-15.898.094
Supermercado	-18.341.692	-19.133.061	-19.169.499	-19.926.701
Banca	-1.769.450	-2.270.739	-2.536.639	-2.263.191
Argentina				
Tiendas por Departamento	-10.791.326	-12.588.748	-8.934.766	-9.351.468
CMR	-1.546.145	-1.843.185	-1.863.472	-1.626.553
Brasil				
Mejoramiento del Hogar	-1.311.345	-4.359.679	-4.280.811	-4.737.897

La proyección de costos para 2018-2022 es la siguiente:

Tabla 32 Proyección Costos de Operación 2018-2022

Proyección de Costos de Operación (UF)

	2018	2019	2020	2021	2022
Chile					
Tiendas por Departamento	42.040.250	43.836.842	46.441.900	49.136.788	51.831.676
Mejoramiento del Hogar	60.302.893	64.108.102	67.977.807	71.847.511	75.717.215
Supermercado	22.510.026	23.826.204	25.176.131	26.526.058	27.875.984
Promotora CMR	9.481.109	10.315.446	11.223.206	12.210.848	13.285.402
Negocio Inmobiliario	11.292.445	11.723.753	12.115.852	12.507.951	12.900.050
Banca	3.959.856	4.082.612	4.209.173	4.339.657	4.474.187
Colombia					
Tiendas por Departamento	11.136.512	11.923.105	12.751.099	13.579.092	14.407.086
Banca	1.668.444	1.721.834	1.776.933	1.833.794	1.892.476
Perú					
Tiendas por Departamento	17.084.681	18.194.076	19.303.471	20.412.866	21.522.261
Mejoramiento del Hogar	17.125.529	18.263.341	19.430.328	20.597.314	21.501.729
Supermercado	21.541.563	22.782.509	24.055.275	25.041.669	26.282.616
Banca	2.710.035	3.008.139	3.339.034	3.706.328	4.114.024
Argentina					
Tiendas por Departamento	10.379.159	11.251.358	12.123.556	12.995.754	13.867.952
CMR	2.207.500	2.450.325	2.719.860	3.019.045	3.351.140
Brasil					
Mejoramiento del Hogar	5.203.851	5.465.351	5.726.851	5.988.351	6.249.851

A estos costos de operación debemos sumar los costos de distribución y de administración. Para ambas partidas consideraremos la tasa promedio de variación para el período en análisis.

Tabla 33 Proyección Costos de Distribución 2018-2022

Cifras en UF

	2018	2019	2020	2021	2022
Costos de distribución	-3.458.507	-3.487.641	-3.517.020	-3.546.647	-3.576.523

Tabla 34 Proyección Gastos de Administración 2018-2022

Cifras en UF

	2018	2019	2020	2021	2022
Gastos de Administración	-86.663.327	-90.533.251	-94.575.986	-98.799.248	-103.211.099

8.3 Cuentas no operacionales

Las cuentas no operaciones que se listan para el negocio no bancario son las siguientes:

- Otras ganancias (pérdidas).
- Ingresos Financieros / Costos financieros.
- Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación.

Por parte del negocio bancario, la cuenta no operacional es resultado por inversión en sociedades.

Para el período, estas cuentas presentaron las siguientes cifras:

Tabla 35 Cuentas No Operacionales 2014-2017

Cuentas No Operacionales (UF)

	2014	2015	2016	2017	Promedio
Ingresos financieros	820.015	1.321.502	579.479	604.408	831.351
Costos financieros	-5.661.460	-6.790.429	-7.877.967	-7.330.928	-6.915.196
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	1.062.080	986.083	806.437	570.163	856.191
Resultado por inversiones en sociedades	14.551	20.727	19.295	17.526	18.025

Tanto los ingresos financieros y los costos financieros, los relacionaremos a las ventas para su proyección, de modo de mantener la estructura financiera de la empresa inalterada.

Para las últimas dos cuentas, y dado que no tienen un comportamiento uniforme en el tiempo, y que dependen de factores ajenos a la naturaleza del negocio, se proyectará el promedio de ellas como un valor fijo.

8.4 Ganancia antes de impuestos

Con los resultados anteriores la ganancia antes de impuestos es la siguiente:

Tabla 36 Ganancia antes de Impuesto 2018-2022

Cifras en UF

	2018	2019	2020	2021	2022
Ganancia antes de impuesto a la renta	32.238.035	35.926.568	40.060.714	44.180.668	48.325.252

8.5 Impuestos

La empresa debe pagar una tasa de impuestos del 27% sobre la ganancia calculada en el apartado anterior.

8.6 Estado de Resultados proyectado

Con la información y cálculos realizados previamente, podemos presentar el estado de resultados proyectado para los años 2018 a 2022.

Tabla 37 Estado de Resultados Proyectado (UF) 2018-2022

Estado de Resultados proyectado (UF)

	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos Operacionales	367.895.333	390.264.251	414.397.409	438.654.848	463.291.838
Costos Operacionales	238.643.852	252.952.998	268.370.475	283.743.026	299.273.648
Ganancia Bruta	129.251.481	137.311.253	146.026.934	154.911.822	164.018.190
Costos de Distribución	-3.458.507	-3.487.641	-3.517.020	-3.546.647	-3.576.523
Gastos de Administración	-86.663.327	-90.533.251	-94.575.986	-98.799.248	-103.211.099
Ganancia Operacional	39.129.647	43.290.360	47.933.928	52.565.927	57.230.568
Ingresos financieros	654.953	694.776	737.740	780.924	824.785
Costos financieros	-8.420.780	-8.932.784	-9.485.169	-10.040.399	-10.604.317
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	856.191	856.191	856.191	856.191	856.191
Resultado por inversiones en sociedades	18.025	18.025	18.025	18.025	18.025
Ganancia antes de impuesto a la renta	32.238.035	35.926.568	40.060.714	44.180.668	48.325.252
Impuesto a la renta	8.704.270	9.700.173	10.816.393	11.928.780	13.047.818
Ganancia	23.533.766	26.226.395	29.244.321	32.251.887	35.277.434

9 Proyección de flujos de caja libre

9.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

En Falabella la depreciación comienza a ser contabilizada en el momento en que el activo está operativo y disponible para su uso de la forma prevista por la administración de la empresa.

9.2 Propiedades, plantas y equipos

Las depreciaciones son calculadas de manera lineal hasta el valor residual del activo de acuerdo con la siguiente tabla por categorías:

Tabla 38 Depreciación por Tipo de Activo

Categoría	Rango
Obra Gruesa General	50 a 80 años
Obras Exteriores	20 años
Muebles y útiles	3 a 10 años
Instalaciones Fijas y Accesorios	10 a 35 años
Maquinarias y equipos	2 a 20 años
Vehículos	5 a 7 años

Según los estados de resultados de Falabella: “Los activos ubicados en propiedades arrendadas, obra gruesa e instalaciones, se deprecian en el plazo menor entre el contrato de arrendamiento y la vida útil económica estimada de la categoría correspondiente, incluyendo las renovaciones de los contratos.”

9.3 Propiedades de inversión

Son aquellos bienes inmuebles mantenidos por la empresa para ser arrendados u obtener apreciación del capital por el hecho de mantenerlos. En el caso de los centros comerciales, solo son consideradas como propiedades de inversión las tiendas que son arrendadas a terceros. Las tiendas utilizadas por la empresa se contabilizan como “Propiedades, plantas y equipos”.

Las vidas útiles que la empresa ha estimado para las principales categorías de las propiedades de inversión son las siguientes:

Tabla 39 Vida Útil de Propiedades de Inversión

Categoría	Rango
Edificios	80 años
Obras Exteriores	20 - 30 años
Instalaciones	20 años
Maquinarias y equipos	5 a 8 años

9.4 Activos intangibles

En los estados de resultados de la compañía se establece la siguiente política de tratamiento de la depreciación de los activos intangibles: “Activos intangibles con vidas útiles indefinidas no se amortizan y se evalúa anualmente su deterioro. La vida útil de un activo intangible con una vida indefinida es revisada anualmente. Actualmente, dado que las marcas comerciales no poseen fecha de expiración y pueden ser y existe la intención de ser utilizadas en forma indefinida, la Compañía ha determinado asignarle a ciertas marcas adquiridas en combinaciones de negocios una vida útil indefinida. Si fuera procedente, el cambio en la evaluación de vida útil de indefinido a definido es realizado en base prospectiva.”

La tabla de las vidas útiles establecida por la empresa para los activos intangibles es la siguiente:

Tabla 40 Vidas Útiles de Activos Intangibles

Categoría	Rango
Marcas comerciales (adquiridas en combinaciones de negocios)	Indefinida
Software desarrollado internamente	4 a 10 años
Patentes, marcas registradas y otros derechos	5 a 10 años
Programas informáticos	4 a 10 años
Otros activos intangibles	5 a 10 años

Tomando las cifras de depreciación y amortizaciones que se presentan en el estado de resultados y los activos afectos que podemos encontrar en el balance, podemos construir el siguiente cuadro que contiene el ratio depreciación/activos afectos y su promedio para los años 2014-2017.

Tabla 41 Cuadro de Depreciaciones y Amortizaciones 2014-2017

Cuadro de Depreciaciones y Amortizaciones

Cifras en UF	2014	2015	2016	2017
Operaciones no bancarias				
Depreciaciones y Amortizaciones	6.542.033	7.356.332	7.673.392	8.301.550
Propiedades, planta y equipo	86.071.682	87.264.201	94.895.499	94.966.431
Propiedad de inversión	86.166.973	86.960.195	107.135.096	108.543.996
Operaciones bancarias				
Depreciaciones y amortizaciones	628.969	610.180	638.029	737.476
Intangibles	965.167	1.331.643	1.883.675	2.263.535
Activo fijo	1.499.753	1.387.316	1.277.774	1.266.269
Totales				
Total Depreciación	7.171.002	7.966.512	8.311.422	9.039.027
Total Activos afectos	174.703.574	176.943.355	205.192.043	207.040.232
Ratio Depreciación/Activos	4,1%	4,5%	4,1%	4,4%
Promedio Ratio	4,3%			

A continuación, trabajaremos con la información que presenta la memoria 2017 de la empresa sobre el plan de inversión que tiene proyectado para los años 2018 a 2021. Para el año 2022 asumiremos la misma inversión que para 2021.

La empresa invertirá en el período señalado US\$ 3.944 millones, los que distribuirá entre apertura de tiendas (37%), infraestructura logística y tecnológica (32%) y ampliaciones y remodelaciones (31%).

Según la distribución anual de la inversión que presenta en la memoria, podemos establecer cuál será el monto a asignar a cada partida durante todo el período:

Tabla 42 Plan de Inversión (US\$MM) 2018-2022

Plan de Inversión <i>Cifras en US\$MM</i>	Porcentaje	2018	2019	2020	2021	2022
Apertura de Tiendas	37%	364,1	368,5	360,8	365,9	365,9
Infraestructura Logística y Tecnológica	32%	314,9	318,7	312,0	316,5	316,5
Ampliaciones y Remodelaciones	31%	305,0	308,8	302,3	306,6	306,6

Para pasar estos valores en dólares a UF, consideraremos el valor del dólar al 29 de junio de 2018 (\$647,95) y el valor de la UF al mismo día (\$27.158,77).

Tabla 43 Plan de Inversión (UF) 2018-2022

Plan de Inversión <i>Cifras en UF</i>	2018	2019	2020	2021	2022
Apertura de Tiendas	8.686.168	8.792.097	8.606.721	8.730.305	8.730.305
Infraestructura Logística y Tecnológica	7.512.361	7.603.976	7.443.651	7.550.534	7.550.534
Ampliaciones y Remodelaciones	7.277.600	7.366.351	7.211.037	7.314.580	7.314.580

Consideraremos que las partidas de apertura de tiendas e infraestructura logística y tecnológica contribuyen a aumentar los activos afectos de depreciación y amortización de la empresa, mientras que los fondos destinados a ampliaciones y remodelaciones aumentan la plusvalía de los activos que ya posee la empresa. Con este supuesto

podemos proyectar el total de activos afectos y por lo tanto la depreciación para el período (tomando el ratio promedio de 4,3%).

Tabla 44 Depreciaciones y Amortizaciones Proyectadas (UF) 2018-2022

Cuadro de Depreciaciones y Amortizaciones

<i>Cifras en UF</i>	2018	2019	2020	2021	2022
Total Activos afectos	223.238.761	230.134.154	236.390.389	242.610.836	232.285.713
Total Depreciación y amortización	9.500.680	9.794.136	10.060.392	10.325.124	9.885.703
Activos netos de depreciación	213.738.081	220.340.017	226.329.998	232.285.713	222.400.009

9.5 Inversión en reposición

La inversión en reposición se define como la inversión necesaria para mantener los activos de la empresa. Para el caso de Falabella, no contamos con información explícita sobre su política de reposición, pero podemos apreciar que la empresa invierte por sobre el total de depreciación, resultando en un aumento año a año de sus activos. Por lo tanto asumiremos que su política es reponer el 100% de la depreciación.

Tabla 45 Inversión en Reposición Proyectada 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Inversión en Reposición (UF)	9.500.680	9.794.136	10.060.392	10.325.124	10.578.589

9.6 Estimación de nuevas inversiones

El concepto de Capital Expenditure (CAPEX) refiere al gasto realizado por la empresa para comprar, mantener o mejorar sus activos fijos con el objetivo de lograr mayores beneficios. Las nuevas inversiones se estimarán descontando del plan los fondos destinados en reposición. Se asumirá que para el año 2022 no habrán inversiones nuevas.

Tabla 46 Nuevas Inversiones Proyectadas 2018-2022

Nuevas inversiones					
<i>Cifras en UF</i>	2018	2019	2020	2021	2022
Inversiones brutas	23.476.129	23.762.424	23.261.409	23.595.419	9.885.703
Inversión en reposición	9.500.680	9.794.136	10.060.392	10.325.124	9.885.703
Nuevas inversiones	13.975.450	13.968.287	13.201.017	13.270.295	-

9.7 Inversión en Capital de Trabajo

El capital de trabajo son los recursos que necesita la empresa para mantener su operación continua, dando cumplimiento a sus obligaciones de corto plazo.

Las partidas que excluimos de los activos corrientes del balance para calcular el capital de trabajo fueron “Otros activos financieros corrientes”, por representar menos del 1% del total de activos corrientes para el período 2014-2017. Otras dos cuentas que no se consideraron fueron “Activos por impuestos corrientes” y “Otros activos no financieros corrientes”.

Por el lado de los pasivos corrientes se excluyeron las cuentas “Otros pasivos financieros corrientes”, por tratarse de deuda financiera; “Otras provisiones a corto plazo”, “Pasivos por impuestos corrientes” y “Otros pasivos no financieros corrientes”.

Tabla 47 Capital de Trabajo Histórico 2014-2017

Capital de trabajo operacional neto histórico (UF)

	2014	2015	2016	2017	
Activos Corrientes					
Efectivo y equivalentes al efectivo	8.576.725	8.088.786	7.640.800	8.658.332	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	59.320.266	65.625.161	68.253.308	74.444.084	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes	584.017	198.961	232.849	319.756	
Inventarios	41.385.302	45.794.500	45.819.566	46.202.415	
Total activos corrientes	109.866.310	119.707.408	121.946.522	129.624.586	
Pasivos Corrientes					
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	39.227.583	39.813.025	39.761.127	41.630.223	
Cuentas por pagar a entidades relacionadas corrientes	401.754	126.436	246.185	284.957	
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	4.490.099	4.746.603	4.936.106	5.166.938	
Total pasivos corrientes	44.119.436	44.686.063	44.943.417	47.082.118	
CTON	65.746.874	75.021.345	77.003.105	82.542.468	
Ventas no bancarias	284.625.092	302.724.808	299.768.779	307.582.738	Promedio
CTON/Ventas no bancarias	23,1%	24,8%	25,7%	26,8%	25,1%
Días	83,2	89,2	92,5	96,6	90

Como podemos apreciar, la empresa mantiene un CTON que fluctúa alrededor del 25,1%, el promedio para el período 2014-2017.

A continuación, determinaremos si para el 2018 existe un déficit o superávit de CTON, para ello calcularemos la necesidad de CTON con las ventas estimadas para el 2018:

Tabla 48 Déficit de CTON para el segundo semestre 2018

Cifras en UF	2018 (jun)	2018 (est)
Ingresos Operacionales	151.582.508	367.895.333
Capital de Trabajo	87.120.953	92.346.190
Déficit Capital de Trabajo		-5.225.237

Para realizar este cálculo, se consideraron los ingresos de actividades ordinarias estimados para el año 2018 y se dividieron en 360 días, para luego multiplicarlos por el promedio de días de CTON obtenidos en el cuadro previo, en nuestro caso 90 días. El resultado nos da un valor de 92.346.190 UF. A continuación, tomamos el valor de CTON que obtenemos del balance de la empresa al 30 de junio de 2018, que es de 87.120.953 UF, lo que nos muestra un déficit para el segundo semestre de 2018 de 5.225.237 UF.

Proyectando para el período 2019 a 2022 con el CTON promedio obtenido de los datos históricos (25,1%) sobre las ventas proyectadas, tenemos las siguientes necesidades de capital de trabajo, las que se deben invertir al final del año anterior al señalado:

Tabla 49 Capital de Trabajo Proyectado 2018-2022

<i>Cifras en UF</i>	2019	2020	2021	2022
Ventas Anuales	390.264.251	414.397.409	438.654.848	463.291.838
Capital de Trabajo	97.961.060	104.018.775	110.107.687	116.291.870
Incremento Capital de Trabajo	5.614.870	6.057.715	6.088.911	6.184.183

9.8 Activos Prescindibles

Los activos prescindibles que encontramos en el balance de Falabella son los siguientes:

Tabla 50 Activos Prescindibles a Junio 2018 (UF)

Activos Prescindibles a Junio 2018 (UF)

Otros activos financieros corrientes	1.062.784
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	396.548
Otros activos financieros no corrientes	2.564.298
Plusvalía	18.810.034
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	5.282.345

9.9 Deuda Financiera

La deuda financiera de Falabella al 30 de junio de 2018 asciende a 148.461.832 UF.

9.10 Valor Terminal

Para el año 2023 se asume un valor terminal sin crecimiento, por lo que no se requiere inversión adicional en capital de trabajo y nuevos activos fijos. Las diferencias de cambio y los resultados por unidad de reajuste se asumen iguales a cero.

Tabla 51 Valor Terminal (UF) 2023

Cifras en UF	2023
Ganancia	35.277.434
+ Depreciación y Amortización	9.885.703
+ Costos Financieros	10.604.317
+ Diferencias de Cambio	-
+ Resultados por Unidad de Reajuste	-
Flujo de Caja Bruto	55.767.454
- Inversión por Reposición	9.885.703
- Inversión por Nuevo Activo Fijo	-
- Inversión en Capital de Trabajo	-
Flujo de Caja Proyectado	45.881.751

Con este valor podemos proyectar el valor terminal de Falabella:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCL_{(t+1)}}{k_0}$$

Tomando el k_0 de la empresa, que en este caso es 6,2%, y dividiendo por este valor 45.881.751 UF, llegamos al valor terminal de **740.028.239 UF**.

9.11 Flujo de Caja Libre Proyectado

Tabla 52 Flujo de Caja Libre Proyectado 2018-2022

Cifras en UF	2018-I	2018-II	2019	2020	2021	2022
Ganancia	10.046.711	13.487.055	26.226.395	29.244.321	32.251.887	35.277.434
+ Depreciación y Amortización	2.576.618	6.924.061	9.794.136	10.060.392	10.325.124	9.885.703
+ Costos Financieros	3.477.491	4.943.289	8.932.784	9.485.169	10.040.399	10.604.317
+ Diferencias de Cambio	-	-	-	-	-	-
+ Resultados por Unidad de Reajuste	-	-	-	-	-	-
Flujo de Caja Bruto	16.100.821	25.354.405	44.953.315	48.789.882	52.617.411	55.767.454
- Inversión por Reposición	2.576.618	6.924.061	9.794.136	10.060.392	10.325.124	9.885.703
- Inversión por Nuevo Activo Fijo	6.987.725	6.987.725	13.968.287	13.201.017	13.270.295	-
- Inversión en Capital de Trabajo	-	5.614.870	6.057.715	6.088.911	6.184.183	-
Flujo de Caja Proyectado	6.536.477	5.827.749	15.133.176	19.439.562	22.837.809	45.881.751
Flujo de Caja Valor Terminal						740.028.239
Flujo de Caja Total	6.536.477	5.827.749	15.133.176	19.439.562	22.837.809	785.909.989

Descontando estos valores con la tasa de costo de capital de la empresa (6,2%), llegamos al valor presente en junio de 2018 para el flujo de caja total de **660.778.549 UF**.

9.12 Valorización Económica de la Empresa y su Precio por Acción

En las etapas previas descritas en este documento, hemos ido construyendo los diferentes elementos que nos permitirán finalmente proceder a calcular el valor económico de S.A.C.I. Falabella. El método de flujo de caja descontado nos permite realizar este cálculo de forma esquemática, aislando los supuestos de cada etapa para comprender de mejor manera el escenario que determina un valor determinado.

En nuestra estimación, el patrimonio económico de la empresa alcanza a 535.207.488 UF, con un precio estimado por acción al 30 de junio de 2018 de \$5.971.

Tabla 53 Valorización Económica de la Empresa y Precio por Acción

Tasa WACC	6,2%
Cálculo Valor Económico a junio 2018 (UF)	
Valor Presente Flujo de Caja	660.778.549
- Déficit de Capital de Trabajo	-5.225.237
+ Activos Prescindibles	28.116.009
Total Activos (UF)	683.669.320
- Deuda Financiera	148.461.832
Patrimonio Económico (UF)	535.207.488
Número de Acciones	2.434.465.000
Precio Proyectado por Acción	
Precio Proyectado UF	0,2198
Precio Proyecto Pesos	\$5.971

10 Conclusiones

El método de flujos de caja descontados es una herramienta científica, esquemática y clara para realizar la valoración de una empresa. Entre más estable sea la estructura de capital de la empresa, más precisos serán los resultados que arroje el método. Uno de los factores centrales al cuál el modelo es muy sensible es la tasa de descuento que se estima para traer a valor presente los flujos futuros de la empresa. En el caso de Falabella, estimamos como tasa de descuento el costo de capital promedio ponderado (WACC, por sus siglas en inglés) de 6,2%. Esta tasa de descuento, junto los supuestos de crecimiento que desarrollamos, nos llevó a valorar la empresa en 535.207.488 UF, y un precio por acción de \$5.971. Este valor es un 0,4% menor que el precio observado en bolsa para la acción de Falabella al 29 de junio de 2018 fue de \$5.993,8. Sin embargo, podemos observar que el método de flujos de caja descontados nos entrega un valor casi idéntico al internalizado por el mercado, siendo atribuible la diferencia a algunos supuestos considerados para el crecimiento futuro de la empresa.

11 Bibliografía

- Brealey, Myers y Allen, “Principios de Finanzas Corporativas”, Octava Edición, Mc Graw Hill, 2006.
- Fama, E. F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, Journal of Finance, 25: 383-417, mayo 1970.
- Gitman, Lawrence, “Principios de Administración Financiera”, Decimo primera Edición, Pearson, 2007.
- Maquieira, Carlos, “Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica”, Tercera Edición, Editorial Andrés Bello, 2010.
- Memoria Anual 2017, S.A.C.I Falabella.
- Memoria Anual 2016, S.A.C.I Falabella.
- Memoria Anual 2015, S.A.C.I Falabella.
- Memoria Anual 2014, S.A.C.I Falabella.
- Estados Financieros junio 2018, S.A.C.I Falabella.
- Estados Financieros diciembre 2017, S.A.C.I Falabella.
- Estados Financieros diciembre 2016, S.A.C.I Falabella.
- Estados Financieros diciembre 2015, S.A.C.I Falabella.
- Estados Financieros diciembre 2014, S.A.C.I Falabella.
- Memoria Anual 2017, Ripley Corp. S.A.
- Memoria Anual 2017, Cencosud S.A.

Sitios Web

- www.bolsadesantiago.cl
- www.cencosud.com
- www.cepal.org
- www.cmfchile.cl
- www.falabella.com
- finance.yahoo.com
- www.ine.cl
- www.ripley.com