



MAGISTER DE FINANZAS WEEKEND 2019-2020

TALLER AFE

**VALORACIÓN FALABELLA S.A. POR EL MÉTODO DE FLUJOS
DE CAJA DESCONTADOS AL 30 DE JUNIO 2020**

Informe Final

ALUMNO: JAVIER IGNACIO MALDONADO ZÚÑIGA

PROFESOR GUÍA: FRANCISCO ESTEBAN SÁNCHEZ MORALES

SANTIAGO, ENERO 2021

Contenido

i. Agradecimientos	11
1. Resumen ejecutivo	13
2. Metodología.....	14
2.1. Principales métodos de valoración	14
2.2. Modelo de descuento de dividendos	15
2.3. Método de flujos de caja descontados.....	15
2.4. Método de múltiplos	18
3. Descripción de la empresa y la industria.....	21
3.1. Industria del <i>retail</i>	21
3.2. Descripción de la empresa y su historia	23
3.2.1. Descripción de la empresa.....	23
3.2.2. Reseña histórica	27
3.2.3. Marcas y patentes.....	27
3.2.4. Riesgos.....	28
3.3. Regulación y fiscalización	29
3.4. Principales accionistas	30
3.5. Plan de inversión.....	30
3.6. Estructura corporativa	32
3.7. Empresas de la industria	33
3.7.1. Cencosud S.A.....	34
3.7.2. Ripley Corp S.A.	35
4. Aspectos contables y financieros de Falabella.....	36
4.1. Estado de situación financiera.....	36
4.1.1. Activos	40
4.1.2. Pasivos	42
4.1.3. Patrimonio	43
4.2. Estado de resultados.....	44
4.2.1. Negocio no bancario	46
4.2.2. Negocio bancario.....	48
4.3. Estado de flujo de efectivo	49

4.3.1. Flujo de actividades de la operación	51
4.3.2. Flujo de actividades de inversión	51
4.3.3. Flujo de actividades de financiación.....	52
4.4. Ratios financieros.....	53
4.4.1. Ratios de liquidez.....	53
4.4.2. Ratios de endeudamiento	54
4.4.3. Ratios de rentabilidad	55
4.4.4. Ratios de actividad.....	55
5. Financiamiento y estructura de capital de la empresa.....	56
5.1. Deuda Financiera	56
5.1.1. Bonos	57
5.2. Patrimonio económico.....	58
5.3. Valor económico de la empresa	59
6. Estimación del costo de capital de la empresa.....	61
6.1. Costo de la deuda	61
6.2. Beta de la deuda	61
6.3. Beta de la acción.....	62
6.4. Beta patrimonial sin deuda	63
6.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo.....	63
6.6. Costo patrimonial	64
6.7. Costo de capital	64
7. Análisis operacional del negocio e industria.....	66
7.1. Análisis de los ingresos de la empresa.....	66
7.1.1. Ventas Chile	70
7.1.2. Ventas Perú.....	76
7.1.3. Ventas Colombia	79
7.1.4. Ventas Argentina	81
7.1.5. Ventas Brasil.....	84
7.1.6. Otros negocios, eliminaciones y anulaciones intersegmentos.....	85
7.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.....	86
7.2.1. Costos operacionales negocio no bancario.....	86
7.2.2. Costos operacionales negocio bancario.....	90

7.2.3. Gastos operacionales negocio no bancario.....	92
7.2.4. Gastos operacionales negocio bancario	95
7.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa	96
7.3.1. Gastos no operacionales negocio no bancario.....	96
7.3.2. Gastos no operacionales negocio bancario	100
7.4. Análisis de los activos de la empresa	101
7.4.1. Activos del negocio no bancario.....	102
7.4.2. Activos del negocio bancario	104
7.5. Análisis de la industria.....	107
7.5.1. Chile	107
7.5.2. Perú.....	113
7.5.3. Colombia	115
7.5.4. Argentina	117
7.5.5. Brasil.....	118
7.5.6. Covid-19	120
8. Proyección del estado de resultados	122
8.1. Ingresos operacionales proyectados	122
8.1.1. Proyección Chile	123
8.1.2. Proyección Perú	125
8.1.3. Proyección Colombia	128
8.1.4. Proyección Argentina.....	129
8.1.5. Proyección Brasil	130
8.1.6. Ventas proyectadas	131
8.2. Costos y gastos operacionales proyectados.....	133
8.2.1. Negocio no bancario	133
8.2.2. Negocio bancario	134
8.3. Resultado no operacional proyectado	137
8.3.1. Negocio no bancario	137
8.3.2. Negocio bancario.....	139
8.4. Impuesto corporativo proyectado	140
8.5. Estado de resultados proyectado en MUF y porcentual.....	140
9. Proyección de los flujos de caja libre	144

9.1. Proyección del flujo de caja bruto.....	144
9.2. Inversión en reposición.....	146
9.3. Inversión en capital físico	146
10. Precio de la acción proyectado	152
10.1. Valor presente de los flujos de caja libre	152
10.2. Déficit (exceso) de capital de trabajo.....	152
10.3. Activos prescindibles.....	153
10.4. Deuda financiera	153
10.5. Precio de la acción	154
11. Análisis de supuestos	157
11.1. Tasa de descuento.....	157
11.2. Valor terminal	158
11.3. Crecimiento de ingresos.....	158
11.4. Márgenes operacionales	159
11.5. Efecto COVID-19.....	159
12. Conclusiones	160
Definiciones.....	164
Bibliografía.....	167

Índice de tablas

Tabla 1 - Antecedentes de la empresa Falabella S.A.	23
Tabla 2 - Ingresos y EBITDA por país Falabella S.A.....	26
Tabla 3 - Número de empleados por país Falabella S.A.	26
Tabla 4 - Listado de principales accionistas de Falabella S.A.	30
Tabla 5 - Antecedentes de la empresa Cencosud S.A.	34
Tabla 6 - Información Financiera Cencosud S.A.	34
Tabla 7 - Antecedentes de la empresa Ripley Corp S.A.	35
Tabla 8 - Información Financiera Ripley Corp S.A.	35
Tabla 9 - Estado de situación financiera Falabella S.A.	36
Tabla 10 - Estado de situación financiera porcentual Falabella S.A.	38
Tabla 11 - Estado de resultados Falabella S.A.	44
Tabla 12 - Estado de resultados porcentual Falabella S.A.	45
Tabla 13 - Estado de flujo de efectivo Falabella S.A.	49
Tabla 14 - Ratios financieros Falabella S.A.	53
Tabla 15 - Deuda Financiera Falabella S.A.....	56
Tabla 16 - Bonos Falabella S.A.	57
Tabla 17 - Patrimonio económico Falabella S.A.	58
Tabla 18 - Valor económico Falabella S.A.	59
Tabla 19 - Razones Falabella S.A.	60
Tabla 20 - Betas históricos Falabella S.A.....	62
Tabla 21 - Ingresos por segmento Falabella S.A.	66
Tabla 22 - Variación de ingresos por segmento Falabella S.A.	67
Tabla 23 - Ponderación de ingresos por segmento Falabella S.A.	68
Tabla 24 - Ventas Chile Falabella S.A.	70
Tabla 25 - Ventas Perú Falabella S.A.	76
Tabla 26 - Ventas Colombia Falabella S.A.....	79
Tabla 27 - Ventas Argentina Falabella S.A.	81
Tabla 28 - Ventas Brasil Falabella S.A.....	84
Tabla 29 - Costo de venta negocio no bancario de Falabella S.A.	86
Tabla 30 - Costo de venta negocio no bancario sobre ventas de Falabella S.A.	86

Tabla 31 - Ponderación de costo de venta negocio no bancario Falabella S.A.	86
Tabla 32 - Ponderación de costo de venta negocio no bancario por segmento Falabella S.A.....	89
Tabla 33 - Costo de distribución negocio no bancario de Falabella S.A.	90
Tabla 34 - Costos negocio bancario de Falabella S.A.....	90
Tabla 35 - Costos negocio bancario sobre ventas de Falabella S.A.....	90
Tabla 36 - Costos por intereses y comisiones por país Falabella S.A.	92
Tabla 37 - Ponderación costos por intereses y comisiones por país Falabella S.A.	92
Tabla 38 - Gasto de administración negocio no bancario de Falabella S.A.....	93
Tabla 39 - Gasto de administración negocio no bancario sobre ventas de Falabella S.A.	93
Tabla 40 - Gasto de administración negocio bancario de Falabella S.A.....	95
Tabla 41 - Gasto de administración negocio bancario sobre ventas de Falabella S.A.	95
Tabla 42 - Otros ítems operacionales negocio bancario de Falabella S.A.....	96
Tabla 43 - Otras ganancias (pérdidas) Falabella S.A.....	97
Tabla 44 - Costos financieros y resultado por unidades de reajuste Falabella S.A.	99
Tabla 45 - Activos negocio no bancario Falabella S.A.	101
Tabla 46 - Supuestos ventas Chile Falabella S.A.	125
Tabla 47 - Proyección ventas Chile Falabella S.A.....	125
Tabla 48 - Supuestos ventas Perú Falabella S.A.	127
Tabla 49 - Proyección ventas Perú Falabella S.A.	127
Tabla 50 - Supuestos ventas Colombia Falabella S.A.	128
Tabla 51 - Proyección ventas Colombia Falabella S.A.....	129
Tabla 52 - Supuestos ventas Argentina Falabella S.A.	130
Tabla 53 - Proyección ventas Argentina Falabella S.A.....	130
Tabla 54 - Supuestos ventas Brasil Falabella S.A.....	131
Tabla 55 - Supuestos ventas Brasil Falabella S.A.....	131
Tabla 56 - Ingresos por país y segmentos actuales y proyectados Falabella S.A.	132
Tabla 57 - Supuestos costos y gastos operacionales no bancario Falabella S.A.	134
Tabla 58 - Proyección costos y gastos operacionales Falabella no bancario S.A.	134
Tabla 59 - Supuestos costos y gastos operacionales bancario Falabella S.A.	136
Tabla 60 - Proyección costos y gastos operacionales bancario Falabella S.A.	136
Tabla 61 - Supuestos gastos no operacionales no bancario Falabella S.A.	139

Tabla 62 - Proyección gastos no operacionales no bancario Falabella S.A.	139
Tabla 63 - Supuestos gastos no operacionales bancario Falabella S.A.	139
Tabla 64 - Proyección gastos no operacionales bancario Falabella S.A.	139
Tabla 65 - Gasto de impuesto negocio no bancario Falabella S.A.	140
Tabla 66 - Gasto de impuesto negocio bancario Falabella S.A.	140
Tabla 67 - Estado de resultados histórico y proyectado Falabella S.A.	141
Tabla 68 - Estado de resultados histórico y proyectado porcentual Falabella S.A.	142
Tabla 69 - Depreciación y amortización histórica Falabella S.A.	144
Tabla 70 - Proyección de depreciación y amortización Falabella S.A.	145
Tabla 71 - Flujo de caja bruto proyectado Falabella S.A.	145
Tabla 72 - Inversión de reposición Falabella S.A.	146
Tabla 73 - Plan de inversión original Falabella S.A.	147
Tabla 74 - Inversión en capital físico Falabella S.A.	148
Tabla 75 - Capital de trabajo operativo neto (CTON) histórico Falabella S.A.	149
Tabla 76 - Proyección del CTON Falabella S.A.	150
Tabla 77 - Valor terminal Falabella S.A.	150
Tabla 78 - Flujo de caja libre proyectado Falabella S.A.	151
Tabla 79 - Valor presente neto Falabella S.A.	152
Tabla 80 - Déficit CTON Falabella S.A.	152
Tabla 81 - Activos prescindibles Falabella S.A.	153
Tabla 82 - Deuda financiera neta Falabella S.A.	153
Tabla 83 - Precio acción Falabella S.A.	154
Tabla 84 - Análisis de sensibilidad WACC	157

Índice de figuras

Figura 1 – Estructura corporativa Resumida Falabella.....	32
Figura 2 – Precio acción Falabella	58
Figura 3 – Ventas por país Falabella	69
Figura 4 – Ventas por segmento Falabella.....	69
Figura 5 – Datos tiendas por departamento Chile	71
Figura 6 – Datos mejoramiento del hogar Chile	72
Figura 7 – Datos supermercados Chile.....	73
Figura 8 – Datos inmobiliaria Chile	74
Figura 9 – Compras con tarjeta CMR en Chile.....	75
Figura 10 – Ventas supermercados Perú.....	78
Figura 11 – ARS/CLP histórico	82
Figura 12 – Crecimiento PIB Chile	107
Figura 13 – Tasa de desocupación nacional Chile.....	108
Figura 14 – Índice de Actividad del comercio Chile.....	109
Figura 15 – Ventas de supermercados Chile	110
Figura 16 – Crecimiento PIB Perú	114
Figura 17 – Índice del sector de comercio Perú	114
Figura 18 – Tasa de desempleo Perú	115
Figura 19 – Crecimiento PIB Colombia	116
Figura 20 – Tasa desempleo Colombia	116
Figura 21 – Encuesta mensual de comercio Colombia	117
Figura 22 – Crecimiento PIB Argentina.....	117
Figura 23 – Tasa de desocupación Argentina.....	118
Figura 24 – Índice de ventas comercio Argentina	118
Figura 25 – Crecimiento PIB Brasil	119
Figura 26 – Comercio Mensual Brasil	119
Figura 27 – Periodos de proyección.....	122
Figura 28 – Precio de acción Falabella S.A.	156

Índice de anexos

Anexo 1: Resultado regresiones para estimación del beta de Falabella	169
Anexo 2: Variaciones de ingresos moneda local países extranjeros	171

i. Agradecimientos

Son muchas las personas que han contribuido al proceso y conclusión de este trabajo, el cual ha sido parte de mis fines de semana durante aproximadamente seis meses y largas noches de trabajo.

En primer lugar, quiero agradecer a mi familia, principalmente a mis padres (Francisco y Laura) que siempre han estado presentes y dispuestos a ayudarme. A mi padre que ha sido un ejemplo de esfuerzo, profesionalismo y de caridad, como también el responsable de mi amor por el fútbol. A mi madre que me entregó todo el amor del mundo y desde pequeño me enseñaba las figuras geométricas caminando por la calle dado su gusto por las matemáticas, la que la llevó a ser la mejor profe que he tenido en mi vida. También están mis hermanos (César, Pablo y Camila), los cuales siempre me han querido y apoyado en todo.

A mis profesores del magister y especialmente a mi profesor guía, Francisco Sánchez, que estuvo disponible para contestar todos los emails con las dudas que tenía como también atender las llamadas cuando la discusión debía ser más extensa. Además de actuar como mi profe guía, fue el encargado de dictar el taller AFE y lo hizo de manera genial ayudando a todos los alumnos.

A mis compañeros de la generación 2019 del MFW, que compartimos varios fines de semana durante un año y medio. Especialmente a mi grupo cercano de compañeros, donde conocí a grandes personas que no tengo duda que llegarán a ser grandes profesionales y que puedo darme el lujo de llamarlos amigos.

A mis amigos de la vida, que indirectamente me ayudaban a sobre llevar el estrés del trabajo y la tesis debido a las conversaciones e innumerables buenos ratos que me alejaban un poco de la realidad.

Y finalmente, pero no menos importante, a mi polola que me apoyaba todos los días y me aguantaba en los días más estresantes. Love you chanchipurri.

Gracias totales.

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'JM', enclosed within a large, horizontal oval stroke.

Javier Maldonado

1. Resumen ejecutivo

En este trabajo se realiza la valorización a través del método de descuento de flujo de caja de Falabella S.A. (que transa en la Bolsa de Santiago bajo el nemotécnico FALABELLA) al 30 de junio de 2020. Falabella es una de las mayores empresas de retail de la región, estando presentes en 7 países (Chile, Colombia, Perú, Argentina, Brasil, Uruguay y México). A través de una red de más de 500 tiendas y 40 centros comerciales, Falabella opera en los segmentos de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, servicios financieros y negocio inmobiliario. Sus principales competidores a nivel local son Cencosud y Ripley.

Se determinó que la estructura de capital objetivo es de 21,3% de deuda y 78,7% de patrimonio en base a promedios históricos. Luego, se calculó la tasa de descuento (WACC), la cual incluye el costo de la deuda (bonos corporativos de más largo plazo) y el costo patrimonial (calculado usando el CAPM con el beta en base a la estructura de capital objetivo, la tasa libre de riesgo y el premio por riesgo de mercado), lo que resulta en un WACC de 5,73%.

Se proyectó el estado de resultado para el periodo explícito calculado como el crecimiento de ingresos en base a tendencias históricas y considerando la pandemia, menos los costos y gastos en base a un porcentaje de ventas. Se consideró que el valor terminal (periodo implícito) no tiene un crecimiento de largo plazo por sobre lo normal.

Finalmente, se proyectan los flujos de caja libre que, junto al valor terminal, son descontados usando el WACC. El resultado de la valorización es un precio por acción proyectado de 2.521 CLP, el cual comparado con el precio de cierre del 30 de junio del 2020 (2.600 CLP) varía en un -3,1% bajo el valor cotizado en el mercado.

2. Metodología

2.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos.¹ Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor 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.² Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el 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 Maqueira, Carlos. "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica". Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp. 249-277.

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 valoración 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:

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

Donde: DPA , es el dividendo por acción; y K_p , es la rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el 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

$$\text{Valor de la acción} = DPA_1/(K_p - g)$$

Donde: DPA_1 , son los dividendos por acción del próximo periodo.³

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.

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por 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 método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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

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

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

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 “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:⁵

1. Múltiplos de ganancias:

- a. Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
- b. Valor / EBIT
- c. Valor / EBITDA
- d. 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, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

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

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. 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.

2. Múltiplos de valor libro:

- a. Precio acción / valor libro de la acción (PV)
- b. Valor de mercado / Valor libro de activos
- c. Valor de mercado / Costo de reemplazo (Tobin's Q)

3. Múltiplos de ventas:

- a. Precio de la acción / Ventas por acción (PV)
- b. Value / Sales

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- a. Precio / kwh
- b. Precio por tonelada de cobre
- c. Valor por m² construido en *retail*

3. Descripción de la empresa y la industria

3.1. Industria del *retail*

La industria de las ventas directas a los consumidores, más conocida como *retail*, se refiere a la comercialización minorista, donde los formatos más tradicionales son las tiendas por departamento, supermercados, farmacias, almacenes etc.

En su origen, la industria del *retail* en Chile sólo contaba con un par de tiendas ubicadas en los sectores más céntricos de Santiago. El primer hito importante en la industria fue la construcción del primer hipermercado ubicado en Las Condes (Jumbo) en 1976, donde por primera vez se integran más categorías a las típicas asociadas a un supermercado, incluyendo productos de ferretería, línea blanca, juguetería, artículos para vehículos, entre otros.⁶ De ahí en adelante, hubo un crecimiento exponencial en las ventas, así como en el número de locales. Por otro lado, en la década de los 80s comienzan a surgir los primeros centros comerciales, los cuales serían pioneros en este tipo de formato de establecimiento comercial, lo que culminaría en los *malls* que conocemos hoy en día. Todo esto ocurría durante un éxito económico del país que conllevaba un mayor poder adquisitivo de los consumidores y por ende una mayor necesidad de oferta en la industria del *retail*.⁷

Debido a la alta demanda de los distintos sectores del *retail*, las empresas comenzaron a diversificar sus negocios, lo que llevó a una seguidilla de adquisiciones de negocios y a una concentración en la industria, donde ahora las empresas compiten no sólo en los supermercados (y todos sus formatos: hipermercados, supermercados convencionales,

⁶ E-class: “La historia del retail en Chile”

⁷ Centro de Estudios del Retail (CERET): Industria del Retail

supermercados *express*, tiendas de conveniencia) y tiendas por departamento, sino que también participan en la industria inmobiliaria a través de la administración de distintos centros comerciales; industria financiera, ofreciendo tarjetas de crédito asociadas a sus tiendas; farmacias y mejoramiento del hogar, entre otras. Como se mencionó anteriormente, esto llevó a la consolidación de varias cadenas importantes, dentro de las cuales se encuentran Cencosud, Falabella, Mall Plaza, Ripley, La Polar, SMU, e Hites, entre otras. Con el pasar de los años, varias de estas cadenas lograron exitosamente traspasar las barreras del territorio chileno, llegando varios países de Latinoamérica a competir con los jugadores locales.⁸

A su vez y al igual que muchas otras industrias, los avances tecnológicos han hecho que las empresas del *retail* se vayan adaptando a estas nuevas tecnologías, como lo fue el internet hace unos años y ahora los avances de teléfonos celulares. Esto ha llevado a las empresas a generar una mejor experiencia al cliente a distancia, ya sea a través de su página web como también de una aplicación móvil, como también creando plataformas donde la persona, con acceso a internet, puede acceder a cualquier producto que incluso es despachado a su hogar dentro de un determinado tiempo.

Todas estas situaciones han implicado un constante cambio en la industria, donde los participantes más importantes adquieren cada vez más participación de mercado, pero también están haciendo constantes cambios para satisfacer a clientes que cada vez son más sofisticados y más exigentes con respecto a los productos y a la calidad del servicio.

Con respecto a las tendencias actuales y según el reporte de Inversiones Security de la industria *retail*, “el 2019 fue desafiante para el sector, cuyos resultados se vieron

⁸ Centro de Estudios del Retail (CERET): Industria del Retail

presionados por débiles cifras de consumo y una alta actividad promocional en el segmento de tiendas por departamento en Chile. Este escenario se acentuó luego de las movilizaciones de octubre, afectando también los segmentos financieros y supermercados en el país, debido principalmente a un mayor deterioro en el consumo, un aumento del costo por riesgo, saqueos e incendios a locales comerciales, restricciones en el transporte público y horarios de operaciones más acotados, condicionando los márgenes de las compañías y aumentando la incertidumbre hacia 2020”.⁹ Considerando lo antes mencionado e incluyendo la crisis sanitaria global que está sucediendo, hay varios desafíos para la industria en el corto y mediano plazo.

3.2. Descripción de la empresa y su historia

3.2.1. Descripción de la empresa

En la tabla 1 se presenta un resumen de los principales antecedentes de la empresa.

Tabla 1 - Antecedentes de la empresa Falabella S.A.

Antecedentes	Falabella S.A.	
Ticker	FALABELLA	
Clase de acción	Serie única	
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo	
Mercado donde transa	Bolsa de Santiago	
Descripción de la empresa	Empresa de retail con más de 500 tiendas a lo largo de 7 países, y una de las mayores plataformas de América Latina.	
Sector e industria	Retail	
Países y negocios	Chile, Colombia, Perú, Argentina, Brasil, Uruguay, México	Tienda por departamento, Mejoramiento del hogar, Supermercado, Servicios Financieros, Servicios inmobiliarios

Fuente: Elaboración propia de memoria anual y página web

⁹ Inversiones Security - Sector Retail: Ante un escenario complejo en el consumo, la incertidumbre está en la recuperación de márgenes. Febrero 2020

Falabella S.A., que transa en la Bolsa de Santiago bajo el nemotécnico FALABELLA, es una de las mayores empresas de retail de la región, estando presentes en 7 países: Chile, Colombia, Perú, Argentina, Brasil, Uruguay y México. En la última memoria anual (año 2019) de Falabella se menciona que, a través de una red de más de 500 tiendas y 40 centros comerciales, Falabella opera en los siguientes formatos:

- **Tiendas por departamento:** A través de Falabella Retail, se comercializa productos para uso personal y del hogar, incluyendo marcas propias, locales e internacionales a través de las tiendas físicas como también *online*. Al cierre de 2019, Falabella Retail contaba con 111 tiendas ubicadas en Chile (47), Perú (29), Colombia (25) y Argentina (10) con un total de 734.804 m² de superficie de venta.
- **Mejoramiento del hogar:** Esta división ofrece una gama de soluciones para la construcción, decoración y mantenimiento de hogares. A través de sus distintas tiendas (Sodimac Homecenter, Sodimac Constructor, Imperial, Homy, Dicico, Sodimac Dicico, y Maestro) y los distintos formatos (presencial y *online*) se apoya a las empresas, maestros especialistas y familias en el desarrollo de sus proyectos. Sus tiendas físicas se encuentran en Chile (89), Perú (55), Brasil (53), Colombia (40), Argentina (9), México (5) y Uruguay (3), con un total de 254 tiendas en la región 1.878.444 m² de superficie de venta.
- **Supermercados:** A través de Tottus, se opera hipermercados, supermercados y formatos de precio conveniente (Hiperbodega Precio Uno). De un total de 146 tiendas, 69 se encuentran en Chile y 77 en Perú por un total de 489.269 m² de superficie de venta.
- **Servicios financieros:** A través de Falabella Financiero, se ofrece una gran variedad de servicios financieros integrados, incluyendo crédito, servicios

bancarios, seguros y viajes a través de sus distintas divisiones: CMR Falabella (tarjeta de crédito), Banco Falabella (banco), Seguros Falabella y CF Seguros (compañías de seguros). Con un total de 256 sucursales bancarias, Falabella Financiero opera con sucursales en Chile (95), Colombia (91) y Perú (70). Por otro lado, cuenta con más de 5,5 millones de cuentas CMR con saldo con la siguiente distribución: 50% en Chile, 20,2% en Perú, 19.5% en Colombia, 7% en Argentina y 3,3% en México.

- **Negocio Inmobiliario:** Falabella opera y administra centros comerciales en Chile, Perú y Colombia a través de Mallplaza (MP) y Open Plaza (OP). Esta división de Falabella está dedicada al desarrollo y operación de centros comerciales y la administración de tiendas en ubicaciones *free standing*. En total, el negocio inmobiliario cuenta con 43 ubicaciones, dentro de las cuales se encuentran 26 en Chile (17 MP y 9 OP), 14 en Perú (3 MP y 11 OP) y 3 en Colombia (MP).
- **Linio:** Marketplace que conecta consumidores y vendedores en Latinoamérica, con presencia en México, Chile, Argentina, Perú y Colombia. Los consumidores pueden acceder a una variada gama de productos de más de 6.000 vendedores, incluyendo aquellos disponibles en Falabella, Sodimac y Tottus.

En la tabla 2 se muestran las ventas por país y por línea de negocios de Falabella desde diciembre de 2016 a junio de 2020. La gran mayoría de las ventas ocurren en Chile, que durante estos periodos representa entre un 58% y un 61% de las ventas totales. Luego, Perú y Argentina representan 23% y un 13% respectivamente en el primer semestre de 2020.

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

MUF	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	30-06-2020
Chile					
Tiendas por departamento					
Ventas	55 867	57 277	55 355	52 003	18 855
EBITDA	4 424	4 164	2 596	1 387	(1 338)
Mejoramiento del hogar					
Ventas	75 935	76 807	78 703	73 919	32 980
EBITDA	5 955	5 303	5 710	5 424	1 145
Supermercados					
Ventas	26 794	27 564	28 156	26 516	13 326
EBITDA	1 163	1 231	1 209	1 169	320
Promotora CMR					
Ventas	15 741	17 435	18 440	19 503	-
EBITDA	5 945	7 110	7 532	-	-
Banco Falabella					
Ventas	11 533	12 059	30 980	31 483	14 516
EBITDA	2 976	3 070	10 263	9 329	2 581
Peru					
Ventas tiendas por depto.	22 605	21 675	21 948	22 969	5 878
Ventas mejoramiento hogar	22 460	22 434	22 343	23 665	6 587
Ventas supermercados	25 278	26 214	28 059	31 149	18 673
Colombia					
Ventas tiendas por depto.	13 269	13 318	14 593	15 403	5 231
Ventas mejoramiento hogar	29 074	28 045	28 418	29 952	11 969
Argentina					
Ventas tiendas por depto.	11 501	11 905	8 756	7 682	2 268
Ventas mejoramiento hogar	6 303	6 379	4 544	3 825	1 209
Brazil					
Ventas mejoramiento hogar	6 357	7 274	6 631	7 387	3 488

Fuente: Memorias anuales Falabella, release de resultados

En la tabla 3 se presentan los números de empleados de Falabella S.A. al final de cada periodo.

Tabla 3 - Número de empleados por país Falabella S.A.

Empleados	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Chile	51 211	54 666	52 963	52 852	47 292
Perú	31 395	32 694	30 169	33 296	29 901
Colombia	7 415	7 834	7 502	8 303	7 156
Argentina	5 428	5 478	5 369	4 847	4 742
Brasil	3 088	3 578	3 285	3 530	3 527
Uruguay	363	412	425	449	398
India	22	21	77	119	147
China	114	119	129	156	154
México	-	-	236	374	326
Total empleados	99 036	104 802	100 155	103 926	93 643

Fuente: Memorias anuales Falabella

3.2.2. Reseña histórica

Todo comenzó cuando Salvatore Falabella, un inmigrante italiano que vivía en Chile, abrió la primera gran sastrería en la calle Ahumada en 1889. Años después, en 1937, Alberto Solari se integró a la empresa, transformándola en una importante tienda de vestuario. En 1958 se tomó la decisión de agregar productos del hogar al *mix* de productos ya existente, poniendo los cimientos a lo que hoy conocemos como tiendas por departamento. Ya en 1980, Falabella sacó su propia tarjeta comercial llamada CMR, siendo pionera en Chile. A partir de los 90s en adelante, Falabella comenzó a diversificar aún más tanto sus productos como los canales de atención, lo que lo llevó a consolidarse como una de las empresas más importantes de la industria: Falabella.com comenzó con ventas por internet, Mallplaza abrió su primer centro comercial, se expandieron a Argentina y Perú a través de Falabella y Tottus, adquieren Sodimac y la cadena de supermercados San Francisco, se abrió Banco Falabella, entre muchos otros hechos.

En 2018, Falabella adquirió Linio, un *marketplace* regional con fuerte posicionamiento en México, Colombia y Perú para consolidar su posición entre los líderes de *e-commerce* en la región. Finalmente, uno de los hechos más importante en la historia de Falabella es la firma de un acuerdo con IKEA, una empresa sueca dedicada a la venta de muebles y artículos de hogar para operar las tiendas IKEA en Chile, Colombia y Perú.¹⁰

3.2.3. Marcas y patentes

Falabella y sus filiales tienen una gran cantidad de marcas de productos que se comercializan tanto a nivel local como internacional. Las principales marcas vigentes son: Falabella, Sodimac, Homecenter, Homecenter Sodimac, Sodimac Constructor,

¹⁰ Página web Falabella – *Investors relations* – Historia

Imperial, Maestro, Homy, Tottus, Precio Uno, CMR, Banco Falabella, Viajes Falabella, Seguros Falabella, FPay, Mallplaza, Open Plaza, Linio, Sybilla, Basement, Blue, Florencia, Harris & Frank, Holley, Mica, Qfeel, Scoop, Stefano Cocci, Textil Viña, Americanino, Newport, Apology, University Club, Coniglio, Denimlab, Yamp, Doo, Eleven, Roberta Allen, Bearcliff, Fratta, Click & Collect, Home Collection, Bauker, Kolor, Mr. Beef, Recco, Ubermann, Wurden, Ozom, Dear Santa, Klein, Topex, Redline, Autostyle, Halux, Dairu, Fixser, Volker, Klimber, Hölztek, Karson, Ergo, Do It, Humboldt, Petizoos y Sensi D'Acqua, entre otras.¹¹

3.2.4. Riesgos

Según la memoria anual del año 2019, Falabella y sus filiales están expuestas a riesgos que podrían impactar sus negocios, operaciones, activos, resultados e inversiones de forma adversa. A continuación, se entrega una lista de los principales riesgos (lista no exhaustiva):

1. **Riesgo de seguridad física y continuidad operacional:** Las operaciones en si pueden llevar a daños a personas y a activos físicos.
2. **Riesgo de cumplimiento:** La empresa se puede ver enfrentada a cambios en la normativa legal y a diversas contingencias legales y regulatorias que podrían afectar negativamente los resultados.
3. **Riesgo de tecnología y seguridad de la información:** Falabella está expuesto a potenciales intercepciones de la continuidad operacional a través de daños a la tecnología o pérdidas de información, u otras brechas de seguridad.

¹¹ Memoria anual 2019 Falabella

4. **Riesgo de competencia y operacionales:** El grupo puede enfrentar una fuerte competencia en los mercados en que opera, están expuestos a diversos riesgos debido a las operaciones internacionales, el sector en si es sensible al ciclo económico, la relación con los proveedores es clave y conlleva riesgos, y el negocio depende cada vez más del crecimiento del *e-commerce* en la región, entre otros.

3.3. Regulación y fiscalización

Falabella S.A. es una sociedad anónima abierta y, como tal, se encuentra sujeta a las disposiciones de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, de la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores y la normativa de la Comisión para el Mercado Financiero, entre otras.

Por su parte, las sociedades filiales de Falabella S.A., dependiendo de las actividades que realizan, se encuentran sometidas a las disposiciones de la Ley de Protección al Consumidor, de la Ley General de Bancos, normativa de la Comisión para el Mercado Financiero, entre otras.

Por último, cabe hacer presente que la actividad de las filiales en países distintos de Chile se encuentra regulada por la normativa propia de tales jurisdicciones.¹²

¹² Memoria Anual 2019 Falabella

3.4. Principales accionistas

En la tabla 4 se muestran los 12 principales accionistas de Falabella S.A. al 30 de Junio de 2020:

Tabla 4 - Listado de principales accionistas de Falabella S.A.			
Nombre	# de acciones suscritas	# de acciones pagadas	% de propiedad
LUCEC TRES S A	267 803 642	267 803 642	10,67%
INVERSIONES SAN VITTO LTDA	243 698 146	243 698 146	9,71%
BETHIA S A	221 202 164	221 202 164	8,82%
INVERSIONES LOS OLIVOS SPA	219 228 581	219 228 581	8,74%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	179 846 131	179 846 131	7,17%
INVERSIONES DON ALBERTO CUATRO SPA	151 079 494	151 079 494	6,02%
DERSA SA	138 024 501	138 024 501	5,50%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	120 523 287	120 523 287	4,80%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	116 733 672	116 733 672	4,65%
MAPCOR CUATRO ALFA SPA	63 247 346	63 247 346	2,52%
INPESCA S A	49 343 681	49 343 681	1,97%
IMPORTADORA Y COMERCIALIZADORA AMALFI SPA	45 224 102	45 224 102	1,80%

Fuente: CMF

3.5. Plan de inversión

En enero de 2020, se anunció un plan de inversión de aproximadamente 2.900 MMUSD para el periodo 2020-2023. El 38% se invertiría en proyectos de logística y TI (se abrirán nuevos centros de distribución en Colombia y Perú, y se invertirá en la arquitectura tecnológica). Adicionalmente, el 31% del plan se utilizará para la apertura de 2 centros comerciales en Perú y Colombia y la apertura de 80 tiendas adicionales. Finalmente, el 31% restante se invertirá en la optimización de tiendas ya existentes.¹³

Sin embargo, y según el *guidance* entregado en el *release* de resultados del segundo trimestre de 2020, “se continúa ejecutando la reducción del 40% en la estimación de

¹³ Memoria Anual 2019 Falabella

Capex de MMUS\$800 anunciado para 2020, resultando en una estimación revisada para 2020 de MMUS\$480¹⁴. Esto implica los siguientes ajustes según el *release*:

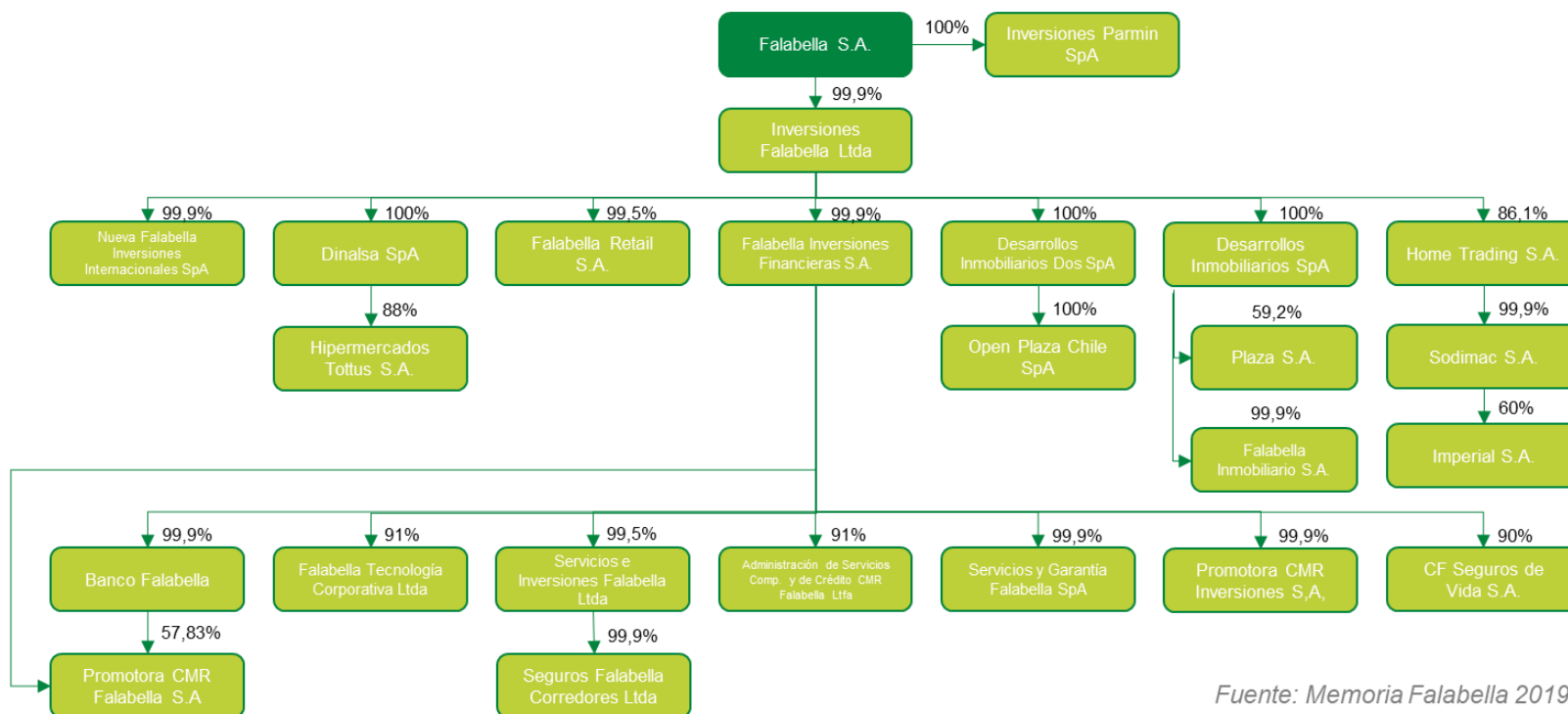
- Reducción del 51% en las inversiones asociadas a aperturas de nuevas tiendas, para totalizar 108 MMUSD en 2020.
- Reducción del 47% en las inversiones asociadas a remodelaciones de tiendas existentes, para totalizar 149 MMUSD en 2020.
- Reducción de 25% en las inversiones asociadas a logística y tecnología para totalizar 222 MMUSD en 2020.

¹⁴ Release de resultados segundo trimestre 2020 - Falabella

3.6. Estructura corporativa

La figura 1 muestra la estructura corporativa de Falabella:

Figura 1 – Estructura corporativa Resumida Falabella



Fuente: Memoria Falabella 2019

3.7. Empresas de la industria

Según el último informe de clasificación de Feller Rate¹⁵, Falabella S.A. tiene dos competidores principales:

1. **Cencosud S.A.:** Este conglomerado tiene un esquema de retail integrado similar al de Falabella, compitiendo en tiendas por departamento (París, Johnson), supermercados (Jumbo, Santa Isabel), mejoramiento del hogar (Easy), servicios financieros (tarjetas Más) y negocio inmobiliario (varios centros comerciales, incluyendo el Costanera Center).¹⁶
2. **Ripley Corp S.A.:** Esta empresa opera en tres sectores: tienda por departamento con las tiendas Ripley mediante la venta de vestuario, accesorios y productos para el hogar, el negocio bancario a través de Banco Ripley y el sector inmobiliario con propiedad de centros comerciales en Perú.¹⁷

Cabe destacar que existen otras empresas que también compiten con Falabella, pero solamente en una de las áreas de negocios. Por ejemplo, Walmart Chile es un actor principal en el negocio de supermercados en Chile a través de sus distintos formatos (ej. Líder, Líder express, aCuenta) como también SMU con sus formatos: Unimarc, Supermercado Mayorista 10, ALVI, OkMarket y Telemercados.cl.¹⁸ Sin embargo, Cencosud y Ripley tienen un *mix* de negocios más similar al de Falabella y serán utilizados para los análisis de comparables.

¹⁵ Feller Rate – Informe de clasificación Falabella S.A. Agosto 2020

¹⁶ Página web Cencosud

¹⁷ Pagina web Ripley

¹⁸ Feller Rate – Informe de clasificación Falabella S.A. Agosto 2020

3.7.1. Cencosud S.A.

La tabla 5 muestra los antecedentes de Cencosud, uno de los principales competidores de Falabella.

Tabla 5 - Antecedentes de la empresa Cencosud S.A.	
Antecedentes	Cencosud S.A.
Ticker	CENCOSUD
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercado donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Uno de los más grandes y prestigiosos conglomerados de retail en América Latina. Cuentan con operaciones activas en Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia, donde día a día desarrollan una exitosa estrategia multiformato que hoy da trabajo a más de 140 mil colaboradores
Sector e industria	Retail
Países y negocios	Chile, Argentina, Brasil, Perú, Colombia Tienda por departamento, Mejoramiento del hogar, Supermercado, Servicios Financieros, Centros comerciales

Fuente: Elaboración propia de memoria anual de Cencosud

A continuación, en la tabla 6 se presentan los ingresos, márgenes y EBITDA por segmento y por país de Cencosud al 31 de diciembre de 2019 y al 30 de junio de 2020:

Tabla 6 - Información Financiera Cencosud S.A.										
MUF	31-12-2019					30-06-2020				
	Ingresos	MB	%	EBITDA	%	Ingresos	MB	%	EBITDA	%
Por segmento										
Supermercados	241 979	58 733	24%	16 273	7%	126 972	31 957	25%	11 435	9%
Shopping centers	8 175	7 446	91%	6 488	79%	2 184	1 718	79%	1 213	56%
Mejoramiento del hogar	39 902	13 179	33%	4 593	12%	18 944	6 179	33%	2 123	11%
Tiendas por depto	38 878	10 386	27%	1 700	4%	12 198	2 727	22%	(673)	-6%
Servicios financieros	5 997	3 790	63%	3 428	57%	2 301	1 582	69%	1 276	55%
Otros	336	265	79%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Por País										
Chile	159 984	45 342	28%	15 600	10%	74 738	n/a	n/a	7 205	10%
Argentina	61 286	22 654	37%	5 806	9%	31 194	n/a	n/a	3 033	10%
Brasil	48 615	10 388	21%	1 803	4%	23 144	n/a	n/a	1 507	7%
Perú	35 975	9 064	25%	6 125	17%	19 525	n/a	n/a	1 747	9%
Colombia	29 406	6 348	22%	1 364	5%	14 074	n/a	n/a	779	6%

Fuente: Estados financieros anuales y trimestrales Cencosud

* Algunos montos no incluyen ajustes de consolidación

En comparación con Falabella, Cencosud opera en los mismos segmentos. Sin embargo, la principal fuente de ingresos de Cencosud son los supermercados, mientras que en Falabella son las tiendas por departamento y mejoramiento del hogar.

3.7.2. Ripley Corp S.A.

La tabla 7 muestra los antecedentes de Ripley, otro de los principales competidores de Falabella.

Tabla 7 - Antecedentes de la empresa Ripley Corp S.A.	
Antecedentes	Ripley Corp S.A.
Ticker	RIPLEY
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercado donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Una de las mayores compañías del sector retail de Chile y Perú. Opera en tres segmentos: retail mediante la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de las tiendas por departamento y el canal online; el negocio bancario manejado por Banco Ripley y enfocado principalmente en el sector consumo y; el negocio inmobiliario con Ripley participando en la propiedad de centros comerciales en Chile y Perú.
Sector e industria	Retail
Países y negocios	Chile, Perú Tiendas por departamento, Servicios Financieros, Servicios Inmobiliarios

Fuente: Elaboración propia de memoria anual de Ripley

A continuación, en la tabla 8 se presentan los ingresos, márgenes y EBITDA por segmento y por país de Ripley al 31 de diciembre de 2019 y al 30 de junio de 2020:

Tabla 8 - Información Financiera Ripley Corp S.A.										
MUF	31-12-2019					30-06-2020				
	Ingresos	MB	%	EBITDA	%	Ingresos	MB	%	EBITDA	%
Por segmento										
Retail	43 107	11 101	26 %	1 341	3 %	11 778	2 487	21 %	1 049	9 %
Banco	17 091	9 578	56 %	4 089	24 %	7 734	3 321	43 %	1 044	13 %
Inmobiliario	820	820	100 %	656	80 %	291	291	100 %	198	68 %
Por país										
Chile	39 362	13 257	34 %	2 422	6 %	12 989	3 401	26 %	(467)	(4)%
Perú	21 813	8 244	38 %	3 104	14 %	6 857	2 698	39 %	684	10 %

Fuente: Estados financieros anuales y trimestrales Ripley
* Algunos montos no incluyen ajustes de consolidación

Ripley es más pequeño que Falabella y Cencosud, y solamente opera en tres segmentos (no opera en supermercados y mejoramiento del hogar). Su principal fuente de ingresos es el retail a través de sus tiendas Ripley (tienda por departamento).

4. Aspectos contables y financieros de Falabella

4.1. Estado de situación financiera

La tabla 9 muestra el estado de situación financiera en MUF de dic-16 a jun-20.

Tabla 9 - Estado de situación financiera Falabella S.A.					
MUF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
ACTIVOS					
Negocios no bancarios					
Activos corrientes					
Efectivo y equivalentes de efectivo	7 641	8 658	11 518	10 596	49 866
Otros activos financieros corrientes	1 053	603	937	515	1 523
Otros activos no financieros corrientes	3 702	4 069	4 608	3 440	4 804
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	68 253	73 341	18 329	17 794	12 335
Cuentas por cobrar a relacionadas	233	320	2 177	1 560	1 910
Inventarios	45 820	46 202	51 168	47 081	48 503
Activos por impuestos corrientes	2 881	2 858	3 148	4 139	2 215
Total de los activos corrientes	129 582	136 052	91 886	85 125	121 155
Activos no corrientes destinados para la venta	118	405	630	614	605
Activos no corrientes destinados para la venta	118	405	630	614	605
Total de activos corrientes	129 701	136 457	92 516	85 738	121 760
Activos no corrientes					
Otros activos financieros	3 392	2 433	3 828	7 226	11 737
Otros activos no financieros	2 183	2 789	3 452	3 668	3 558
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	9 136	10 265	327	393	236
Inversiones contabilizadas por método de participación	4 144	5 161	4 924	6 764	6 158
Activos intangibles distintos de la plusvalía	10 252	10 423	11 350	12 105	12 213
Plusvalía	19 711	18 822	22 706	22 930	22 626
Propiedades planta y equipo	94 895	94 966	98 867	130 639	129 238
Propiedades de inversión	107 135	108 544	107 816	114 273	114 420
Activos por impuestos	-	-	593	615	531
Activos por impuestos diferidos	4 988	5 527	6 000	7 499	9 572
Total activos no corrientes	255 835	258 931	259 863	306 112	310 288
Total activos de negocios no bancarios	385 536	395 389	352 379	391 851	432 049
Negocios bancarios					
Efectivo y depósitos en banco	11 515	8 426	11 000	10 751	14 857
Operaciones con liquidación en curso	2 420	797	2 078	2 859	11 231
Instrumentos para negociación	3 098	2 656	5 646	6 335	23 529
Contratos de retrocompra y préstamos de valores					525
Contratos de derivados financieros	375	993	3 196	14 524	18 333
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	99 507	96 675	168 023	184 360	160 973
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	21 484	24 536	23 902	24 056	23 499
Inversiones en sociedades	116	107	115	131	112
Intangibles	1 884	2 264	2 476	2 759	2 922
Activo fijo	1 278	1 266	1 501	2 575	2 413
Impuestos corrientes	136	290	252	448	347
Impuestos diferidos	720	598	1 799	1 724	2 055
Otros activos	1 053	1 138	3 763	5 232	5 701
Total activos negocios bancarios	143 585	139 746	223 752	255 755	266 495
Total activos	529 122	535 134	576 131	647 605	698 544

Fuente: Memorias anuales Falabella

Tabla 9 - Estado de situación financiera Falabella S.A.

MUF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
PATRIMONIO NETO Y PASIVOS					
Negocios no bancarios					
Pasivos corrientes					
Otros pasivos financieros corrientes	40 690	31 146	20 250	15 681	32 633
Pasivos por arrendamientos corrientes	-	-	-	2 928	2 727
Cuentas por pagar comerciales	39 761	40 505	36 982	39 181	33 508
Cuentas por pagar a relacionadas	246	285	555	604	522
Otras provisiones	502	533	897	839	900
Pasivos por impuestos	1 415	1 382	997	1 088	693
Provisiones por beneficios a los empleados	4 936	5 167	5 200	5 279	4 919
Otros pasivos no financieros corrientes	5 690	6 072	5 301	5 848	6 203
Total pasivos corrientes	93 240	85 090	70 183	71 448	82 106
Pasivos no corrientes					
Otros pasivos financieros	102 133	112 178	101 814	99 375	131 383
Pasivos por arrendamientos	-	-	-	31 804	31 897
Cuentas por pagar comerciales	47	40	40	68	68
Otras provisiones no corrientes	489	412	338	339	342
Pasivos por impuestos diferidos	21 383	21 219	21 560	21 688	21 403
Provisiones por beneficios a los empleados	1 106	1 231	1 639	1 977	1 815
Otros pasivos no financieros	1 574	1 705	2 000	1 944	1 821
Total pasivos no corrientes	126 731	136 786	127 391	157 194	188 728
Total pasivos de negocios no bancarios	219 972	221 876	197 574	228 642	270 835
Pasivos negocios bancarios					
Depósitos y otras obligaciones a la vista	16 233	20 268	23 184	28 342	34 248
Operaciones con liquidación en curso	2 195	565	1 684	2 614	12 897
Depósitos y otras captaciones a plazo	76 541	74 174	92 085	106 932	109 841
Contratos de derivados financieros	355	1 164	3 158	16 190	19 685
Obligaciones con bancos	4 430	3 037	18 522	19 328	15 626
Instrumentos de deuda emitidos	10 019	9 040	9 726	9 321	7 177
Otras obligaciones financieras	5 523	4 875	3 850	3 158	2 866
Pasivos por arrendamientos	-	-	-	1 255	1 205
Impuestos corrientes	46	-	3	105	76
Provisiones	89	62	1 503	1 131	1 154
Otros pasivos	2 117	2 542	7 640	10 430	8 926
Total pasivos negocios bancarios	117 547	115 728	161 355	198 807	213 700
Total pasivos	337 519	337 604	358 929	427 449	484 535
Patrimonio neto					
Capital emitido	20 245	19 905	33 354	32 477	32 040
Ganancias acumuladas	146 969	156 093	160 385	156 814	150 753
Primas de emisión	3 548	3 488	3 391	3 302	3 258
Acciones propias en cartera	(1 333)	(1 009)	(1 626)	(1 533)	(1 513)
Otras reservas	(10 771)	(14 323)	(11 658)	(5 296)	(4 359)
Patrimonio de los propietarios	158 658	164 154	183 846	185 763	180 179
Participaciones no controladas	32 945	33 377	33 356	34 393	33 830
Total patrimonio	191 603	197 531	217 202	220 156	214 009
Total patrimonio y pasivos	529 122	535 134	576 131	647 605	698 544

Fuente: Memorias anuales Falabella

La tabla 10 muestra el estado de situación financiera porcentual desde diciembre 2016 hasta junio 2020.

Tabla 10 - Estado de situación financiera porcentual Falabella S.A.					
%	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
ACTIVOS					
Negocios no bancarios					
Activos corrientes					
Efectivo y equivalentes de efectivo	1,44%	1,62%	2,00%	1,64%	7,14%
Otros activos financieros corrientes	0,20%	0,11%	0,16%	0,08%	0,22%
Otros activos no financieros corrientes	0,70%	0,76%	0,80%	0,53%	0,69%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	12,90%	13,71%	3,18%	2,75%	1,77%
Cuentas por cobrar a relacionadas	0,04%	0,06%	0,38%	0,24%	0,27%
Inventarios	8,66%	8,63%	8,88%	7,27%	6,94%
Activos por impuestos corrientes	0,54%	0,53%	0,55%	0,64%	0,32%
Total de los activos corrientes	24,49%	25,42%	15,95%	13,14%	17,34%
Activos no corrientes destinados para la venta	0,02%	0,08%	0,11%	0,09%	0,09%
Activos no corrientes destinados para la venta	0,02%	0,08%	0,11%	0,09%	0,09%
Total de activos corrientes	24,51%	25,50%	16,06%	13,24%	17,43%
Activos no corrientes					
Otros activos financieros	0,64%	0,45%	0,66%	1,12%	1,68%
Otros activos no financieros	0,41%	0,52%	0,60%	0,57%	0,51%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	1,73%	1,92%	0,06%	0,06%	0,03%
Inversiones contabilizadas por método de participación	0,78%	0,96%	0,85%	1,04%	0,88%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1,94%	1,95%	1,97%	1,87%	1,75%
Plusvalía	3,73%	3,52%	3,94%	3,54%	3,24%
Propiedades planta y equipo	17,93%	17,75%	17,16%	20,17%	18,50%
Propiedades de inversión	20,25%	20,28%	18,71%	17,65%	16,38%
Activos por impuestos	0,00%	0,00%	0,10%	0,10%	0,08%
Activos por impuestos diferidos	0,94%	1,03%	1,04%	1,16%	1,37%
Total activos no corrientes	48,35%	48,39%	45,10%	47,27%	44,42%
Total activos de negocios no bancarios	72,86%	73,89%	61,16%	60,51%	61,85%
Negocios bancarios					
Efectivo y depósitos en banco	2,18%	1,57%	1,91%	1,66%	2,13%
Operaciones con liquidación en curso	0,46%	0,15%	0,36%	0,44%	1,61%
Instrumentos para negociación	0,59%	0,50%	0,98%	0,98%	3,37%
Contratos de retrocompra y préstamos de valores					0,08%
Contratos de derivados financieros	0,07%	0,19%	0,55%	2,24%	2,62%
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	18,81%	18,07%	29,16%	28,47%	23,04%
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	4,06%	4,58%	4,15%	3,71%	3,36%
Inversiones en sociedades	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Intangibles	0,36%	0,42%	0,43%	0,43%	0,42%
Activo fijo	0,24%	0,24%	0,26%	0,40%	0,35%
Impuestos corrientes	0,03%	0,05%	0,04%	0,07%	0,05%
Impuestos diferidos	0,14%	0,11%	0,31%	0,27%	0,29%
Otros activos	0,20%	0,21%	0,65%	0,81%	0,82%
Total activos negocios bancarios	27,14%	26,11%	38,84%	39,49%	38,15%
Total activos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Memorias anuales Falabella

Tabla 10 - Estado de situación financiera porcentual Falabella S.A.

%	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
PATRIMONIO NETO Y PASIVOS					
Negocios no bancarios					
Pasivos corrientes					
Otros pasivos financieros corrientes	7,69%	5,82%	3,51%	2,42%	4,67%
Pasivos por arrendamientos corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,45%	0,39%
Cuentas por pagar comerciales	7,51%	7,57%	6,42%	6,05%	4,80%
Cuentas por pagar a relacionadas	0,05%	0,05%	0,10%	0,09%	0,07%
Otras provisiones	0,09%	0,10%	0,16%	0,13%	0,13%
Pasivos por impuestos	0,27%	0,26%	0,17%	0,17%	0,10%
Provisiones por beneficios a los empleados	0,93%	0,97%	0,90%	0,82%	0,70%
Otros pasivos no financieros corrientes	1,08%	1,13%	0,92%	0,90%	0,89%
Total pasivos corrientes	17,62%	15,90%	12,18%	11,03%	11,75%
Pasivos no corrientes					
Otros pasivos financieros	19,30%	20,96%	17,67%	15,34%	18,81%
Pasivos por arrendamientos	0,00%	0,00%	0,00%	4,91%	4,57%
Cuentas por pagar comerciales	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Otras provisiones no corrientes	0,09%	0,08%	0,06%	0,05%	0,05%
Pasivos por impuestos diferidos	4,04%	3,97%	3,74%	3,35%	3,06%
Provisiones por beneficios a los empleados	0,21%	0,23%	0,28%	0,31%	0,26%
Otros pasivos no financieros	0,30%	0,32%	0,35%	0,30%	0,26%
Total pasivos no corrientes	23,95%	25,56%	22,11%	24,27%	27,02%
Total pasivos de negocios no bancarios	41,57%	41,46%	34,29%	35,31%	38,77%
Pasivos negocios bancarios					
Depósitos y otras obligaciones a la vista	3,07%	3,79%	4,02%	4,38%	4,90%
Operaciones con liquidación en curso	0,41%	0,11%	0,29%	0,40%	1,85%
Depósitos y otras captaciones a plazo	14,47%	13,86%	15,98%	16,51%	15,72%
Contratos de derivados financieros	0,07%	0,22%	0,55%	2,50%	2,82%
Obligaciones con bancos	0,84%	0,57%	3,21%	2,98%	2,24%
Instrumentos de deuda emitidos	1,89%	1,69%	1,69%	1,44%	1,03%
Otras obligaciones financieras	1,04%	0,91%	0,67%	0,49%	0,41%
Pasivos por arrendamientos	0,00%	0,00%	0,00%	0,19%	0,17%
Impuestos corrientes	0,01%	0,00%	0,00%	0,02%	0,01%
Provisiones	0,02%	0,01%	0,26%	0,17%	0,17%
Otros pasivos	0,40%	0,48%	1,33%	1,61%	1,28%
Total pasivos negocios bancarios	22,22%	21,63%	28,01%	30,70%	30,59%
Total pasivos	63,79%	63,09%	62,30%	66,00%	69,36%
Patrimonio neto					
Capital emitido	3,83%	3,72%	5,79%	5,01%	4,59%
Ganancias acumuladas	27,78%	29,17%	27,84%	24,21%	21,58%
Primas de emisión	0,67%	0,65%	0,59%	0,51%	0,47%
Acciones propias en cartera	-0,25%	-0,19%	-0,28%	-0,24%	-0,22%
Otras reservas	-2,04%	-2,68%	-2,02%	-0,82%	-0,62%
Patrimonio de los propietarios	29,99%	30,68%	31,91%	28,68%	25,79%
Participaciones no controladas	6,23%	6,24%	5,79%	5,31%	4,84%
Total patrimonio	36,21%	36,91%	37,70%	34,00%	30,64%
Total patrimonio y pasivos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Memorias anuales Falabella

4.1.1. Activos

Con respecto a los activos de Falabella, la mayoría de los activos durante el periodo histórico se concentra en el negocio no bancario, promediando un 66% del total de activos de la empresa. Estos activos han aumentado a una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR por sus siglas en inglés) de un 7,2%, que se compone por un crecimiento de 2,9% al negocio no bancario y un 16,7% al negocio bancario. Dentro de los activos más importantes del negocio no bancario, se encuentran los siguientes:

- **Efectivo y equivalente de efectivo:** Es el activo corriente más relevante a junio 2020. Este activo ha crecido considerablemente desde 7.641 MUF en diciembre 2016 a 49.866 MUF en junio 2020. Este incremento se realizó en 2020, ya que anteriormente el nivel de liquidez se mantenía en niveles normales. Sin embargo, el crecimiento de liquidez de junio 2020 se debe principalmente al aumento de pasivos financieros a través de préstamos bancarios y emisión de deuda, principalmente debido al COVID-19. La mayoría está en depósitos a plazos (alrededor del 61% a junio 2020).
- **Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar:** Esta cuenta disminuyó significativamente en diciembre 2018 debido a una reclasificación del negocio de CMR, ya que la misma cuenta del negocio bancario aumenta significativamente en una proporción similar.
- **Inventarios:** Esta cuenta se ha mantenido relativamente estable con un CAGR del 1,4% durante estos años. Dentro de esta categoría, los activos principales (alrededor del 86% a junio 2020) son productos para la venta.
- **Propiedad, Planta y Equipo:** El PPE es el activo más importante del negocio no bancario (18,5% del activo total) y ha tenido un CAGR de un 8%, pero el aumento

ocurrió más específicamente en el año 2019 debido al reconocimiento en ese año de Activos por derecho al uso por aplicación de la NIIF 16 con respecto a los contratos de arrendamiento, donde se tienen que reconocer tanto el activo como el pasivo por el arriendo.

- **Propiedades de inversión:** Estos activos se han mantenido estables durante el periodo histórico con un CAGR del 1,8%. Estos incluyen centros comerciales, obras en ejecución y terrenos disponibles que se estima serán destinados a futuros centros comerciales.¹⁹

Con respecto al negocio bancario, el activo más relevante (y el activo más relevante de la empresa) son los créditos y cuentas por cobrar a clientes que ha tenido un CAGR de un 12,8%. Como mencionamos anteriormente, estos activos incrementaron debido a una reclasificación por el negocio de CMR. Estas cuentas están principalmente compuestas por deudores de tarjetas de crédito (61% a junio 2020). El resto son colocaciones de consumo, para la vivienda, y comerciales.

¹⁹ Estados financieros consolidados 2Q 2020

4.1.2. Pasivos

Por otro lado, la mayoría de los pasivos también se encuentran en el negocio no bancario, que ha caído en importancia de un 65,2% del total de pasivos en 2016 a 55,9% en 2020, promediando un 59,1% durante el periodo histórico. Los pasivos han aumentado en un CAGR del 9,5%, compuesto por un CAGR de 5,3% del negocio no bancario y 16,1% del bancario.

Con respecto al negocio no bancario, el pasivo corriente disminuyó en promedio un 3,1% por año mientras el no corriente aumentó en un 10,5% por año, lo cual está caracterizado por:

- **Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes:** Estos pasivos (deuda financiera) representan un tercio de los pasivos totales de Falabella S.A., sumando entre los dos 164.016 MUF a junio 2020. Están compuestos por préstamos bancarios, obligaciones con el público y otros pasivos financieros. Es importante mencionar que estas agrupaciones no consideran los pasivos por arrendamientos que fueron reclasificados por cambios en las normas contables. La deuda financiera había estado disminuyendo en los últimos periodos desde 2016 a 2019. Sin embargo, y debido a la contingencia tanto nacional como internacional, la empresa se vio obligada a apalancarse aún más, incrementando su deuda financiera durante 2020.
- **Cuentas por pagar comerciales:** El otro pasivo relevante del negocio no bancario son las cuentas por pagar comerciales, las cuales han disminuido a una tasa del 4,2% anual. La mayoría de estas cuentas son acreedores comerciales (95% del total) mientras el resto son acreedores varios y otras cuentas por pagar.

Es importante mencionar que la mayoría de las cuentas por pagar a proveedores no están vencidas (97% en 2020), y en la memoria se menciona que las que están vencidas se deben principalmente a problemas de documentación.

Con respecto al negocio bancario, los pasivos más relevantes son los depósitos y otras captaciones a plazo, que han tenido un aumento anual promedio de 9,5%. Estos están compuestos de depósitos a plazo y depósitos de ahorro.

4.1.3. Patrimonio

Finalmente, la mayor variación del patrimonio durante el periodo histórico ocurre durante 2018, ya que en agosto de ese año se emitieron 84.330.000 nuevas acciones que aumentó el capital social en 505.188.141 MCLP.

4.2. Estado de resultados

La tabla 11 muestra el estado de resultados en MUF desde diciembre 2016 hasta junio 2020.

Tabla 11 - Estado de resultados Falabella S.A.					
MUF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
NEGOCIOS NO BANCARIOS					
Ingresos de actividades ordinarias	299 769	306 359	289 377	284 479	116 602
Costo de ventas	(196 627)	(197 650)	(190 662)	(191 914)	(82 412)
Ganancia bruta	103 142	108 709	98 714	92 565	34 190
Costos de distribución	(3 406)	(3 610)	(4 173)	(4 509)	(2 499)
Gastos de administración	(65 150)	(68 938)	(69 071)	(69 255)	(33 730)
Otros gastos, por función	(5 132)	(5 572)	(5 074)	(5 012)	(1 696)
Resultado operacional	29 453	30 590	20 396	13 789	(3 736)
Otras ganancias (perdidas)	6 100	123	894	735	61
Ingresos financieros	579	564	1 314	968	1 861
Costos financieros	(7 878)	(7 291)	(6 571)	(7 415)	(4 003)
Participación de ganancias o pérdidas de asociadas	806	570	257	12	(177)
Diferencias de cambio	138	(17)	(565)	(779)	(747)
Resultados por unidades de reajuste	(990)	(644)	(816)	(775)	(523)
Ganancias antes de impuestos	28 209	23 895	14 909	6 534	(7 264)
Gasto por impuesto a las ganancias	(5 639)	(5 968)	(3 670)	(2 194)	1 648
Ganancia de negocios no bancarios	22 570	17 927	11 239	4 341	(5 616)
NEGOCIOS BANCARIOS					
Ingresos por intereses y reajustes	19 989	21 662	37 381	39 165	18 860
Gastos por intereses y reajustes	(5 774)	(4 918)	(5 777)	(6 468)	(2 883)
Ingreso neto por intereses y reajustes	14 214	16 744	31 604	32 696	15 977
Ingresos por comisiones	6 205	5 399	8 085	8 656	3 772
Gastos por comisiones	(1 523)	(1 527)	(4 250)	(4 100)	(1 651)
Ingreso neto por comisiones	4 681	3 872	3 835	4 556	2 121
Utilidad (perdida) neta de operaciones financieras	676	187	758	607	697
Utilidad (perdida) de cambio neta	(219)	207	(314)	152	(268)
Otros ingresos operacionales	(3)	51	259	120	34
Provisión por riesgo de crédito	(5 559)	(6 679)	(10 581)	(11 930)	(9 166)
Total ingreso operacional neto	13 790	14 383	25 560	26 201	9 396
Remuneraciones y gastos al personal	(3 645)	(3 748)	(5 182)	(5 281)	(2 556)
Gastos de administración	(4 763)	(5 150)	(6 452)	(6 988)	(3 347)
Depreciaciones y amortizaciones	(638)	(737)	(768)	(1 236)	(693)
Otros gastos operacionales	(446)	(648)	(1 670)	(1 566)	(687)
Total gastos operacionales	(9 492)	(10 284)	(14 072)	(15 071)	(7 282)
Resultado operacional	4 299	4 099	11 489	11 131	2 114
Resultados por inversiones en sociedad	19	18	20	29	8
Resultados antes de impuesto a la renta	4 318	4 116	11 509	11 160	2 122
Impuesto a la renta	(1 154)	(1 187)	(3 023)	(2 919)	(441)
Ganancia de negocios bancarios	3 164	2 929	8 486	8 241	1 681
Ganancia	25 734	20 856	19 725	12 581	(3 936)
EBITDA no bancario	38 766	40 553	31 430	27 949	3 202

Fuente: Memorias anuales Falabella

La tabla 12 muestra el estado de resultados porcentual desde diciembre 2016 hasta junio 2020.

Tabla 12 - Estado de resultados porcentual Falabella S.A.					
%	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
NEGOCIOS NO BANCARIOS					
Ingresos de actividades ordinarias	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Costo de ventas	(65,59)%	(64,52)%	(65,89)%	(67,46)%	(70,68)%
Ganancia bruta	34,41 %	35,48 %	34,11 %	32,54 %	29,32 %
Costos de distribución	(1,14)%	(1,18)%	(1,44)%	(1,59)%	(2,14)%
Gastos de administración	(21,73)%	(22,50)%	(23,87)%	(24,34)%	(28,93)%
Otros gastos, por función	(1,71)%	(1,82)%	(1,75)%	(1,76)%	(1,45)%
Resultado operacional	9,83 %	9,98 %	7,05 %	4,85 %	(3,20)%
Otras ganancias (perdidas)	2,03 %	0,04 %	0,31 %	0,26 %	0,05 %
Ingresos financieros	0,19 %	0,18 %	0,45 %	0,34 %	1,60 %
Costos financieros	(2,63)%	(2,38)%	(2,27)%	(2,61)%	(3,43)%
Participación de ganancias o pérdidas de asociadas	0,27 %	0,19 %	0,09 %	0,00 %	(0,15)%
Diferencias de cambio	0,05 %	(0,01)%	(0,20)%	(0,27)%	(0,64)%
Resultados por unidades de reajuste	(0,33)%	(0,21)%	(0,28)%	(0,27)%	(0,45)%
Ganancias antes de impuestos	9,41 %	7,80 %	5,15 %	2,30 %	(6,23)%
Gasto por impuesto a las ganancias	(1,88)%	(1,95)%	(1,27)%	(0,77)%	1,41 %
Ganancia de negocios no bancarios	7,53 %	5,85 %	3,88 %	1,53 %	(4,82)%
NEGOCIOS BANCARIOS					
Ingresos por intereses y reajustes	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Gastos por intereses y reajustes	(28,89)%	(22,70)%	(15,45)%	(16,52)%	(15,29)%
Ingreso neto por intereses y reajustes	71,11 %	77,30 %	84,55 %	83,48 %	84,71 %
Ingresos por comisiones	31,04 %	24,92 %	21,63 %	22,10 %	20,00 %
Gastos por comisiones	(7,62)%	(7,05)%	(11,37)%	(10,47)%	(8,75)%
Ingreso neto por comisiones	23,42 %	17,88 %	10,26 %	11,63 %	11,25 %
Utilidad (perdida) neta de operaciones financieras	3,38 %	0,86 %	2,03 %	1,55 %	3,70 %
Utilidad (perdida) de cambio neta	(1,10)%	0,96 %	(0,84)%	0,39 %	(1,42)%
Otros ingresos operacionales	(0,01)%	0,24 %	0,69 %	0,31 %	0,18 %
Provisión por riesgo de crédito	(27,81)%	(30,83)%	(28,31)%	(30,46)%	(48,60)%
Total ingreso operacional neto	68,99 %	66,40 %	68,38 %	66,90 %	49,82 %
Remuneraciones y gastos al personal	(18,24)%	(17,30)%	(13,86)%	(13,48)%	(13,55)%
Gastos de administración	(23,83)%	(23,77)%	(17,26)%	(17,84)%	(17,74)%
Depreciaciones y amortizaciones	(3,19)%	(3,40)%	(2,06)%	(3,16)%	(3,67)%
Otros gastos operacionales	(2,23)%	(2,99)%	(4,47)%	(4,00)%	(3,64)%
Total gastos operacionales	(47,48)%	(47,48)%	(37,64)%	(38,48)%	(38,61)%
Resultado operacional	21,51 %	18,92 %	30,73 %	28,42 %	11,21 %
Resultados por inversiones en sociedad	0,10 %	0,08 %	0,05 %	0,08 %	0,04 %
Resultados antes de impuesto a la renta	21,60 %	19,00 %	30,79 %	28,50 %	11,25 %
Impuesto a la renta	(5,77)%	(5,48)%	(8,09)%	(7,45)%	(2,34)%
Ganancia de negocios bancarios	15,83 %	13,52 %	22,70 %	21,04 %	8,91 %
Ganancia	8,05 %	6,36 %	6,04 %	3,89 %	(2,91)%
EBITDA no bancario	12,93 %	13,24 %	10,86 %	9,82 %	2,75 %

Fuente: Memorias anuales Falabella

Por temas de comparabilidad, se ha calculado el TTM20 (*twelve trailing months 2020*) utilizando el segundo semestre de 2019 y el primer semestre de 2020 para poder comparar el último periodo con los años anteriores

4.2.1. Negocio no bancario

El negocio no bancario está compuesto por los negocios de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y supermercados. Las ventas del negocio no bancario se han mantenido relativamente estables hasta 2019 (disminuyendo, pero levemente), con un promedio de ventas de 294.996 MUF durante los últimos 4 años. Sin embargo, hay una pequeña disminución en el TTM20, que llega solamente a 260.613 MUF. Esta disminución se debe principalmente a las ventas de tiendas por departamento, ya que las ventas en todos los países que Falabella opera a junio 2020 son menores que la del primer semestre del año anterior. Todo esto se debe al cierre parcial de las tiendas por el COVID-19, ya que en abril todas las tiendas por departamento estaban cerradas, las cuales han ido progresivamente abriendo hasta llegar a junio del 2020 a un 43% de locales abiertos. Aunque esto ha significado un aumento significativo en la venta online, no alcanza a compensar las pérdidas en ventas en las tiendas físicas. Siendo las ventas de tiendas por departamento la segunda fuente principal de ingresos (mejoramiento del hogar tiene más ventas), esta disminución afecta de gran manera las ventas de Falabella.

Considerándolo a nivel país, la mayoría de los países han visto una disminución en sus ventas si se compara el primer semestre de 2020 con el del año anterior: Chile, el país con las mayores ventas (alrededor del 52% de las ventas totales no bancarias en 2019), sufrió una disminución de 14,8 puntos; Perú de 11,3 puntos; Colombia de 12,7 puntos; y

Argentina de 35,6%, las cuales se caracterizan generalmente por disminuciones en ventas en tiendas por departamento y mejoramiento del hogar (en menor cantidad), compensado por un aumento en las ventas en supermercados. Brasil ha sido el único país con aumento en ventas debido a su única línea de negocios, mejoramiento del hogar.

Con respecto a los costos directos, estos han ido aumentando desde 2018 a la fecha, con los costos de ventas representando un 64,52% de las ventas en 2017 hasta un 70,68% a junio 2020. Esto obviamente implica una disminución constante en el margen bruto, pasando de 35,48% en 2017 a 29,32% en el primer semestre de 2020. Sin embargo, los costos directos han bajado en comparación con el primer semestre de 2019, lo que significa que el deterioro en el margen se debe principalmente a la caída en las ventas.

Los costos de distribución han aumentado a una tasa anual promedio del 8,5%, mientras que el GAV (el cual está compuesto principalmente por remuneraciones y gastos del personal) ha tenido un CAGR del 1,6%. En el caso de los empleados, si se compara el *staff* de diciembre 2019 a junio 2020 a nivel global, estos han disminuido en un 9,9%, pasando de 103,9 mil empleados a 93,6 mil en junio 2020. Si sólo consideramos Chile y Perú, que a junio 2020 representan el 82,4% del *staff*, los empleados han disminuido en un 10,5% y 10,2% respectivamente. Sin embargo, el GAV a junio 2020 representa un 28,9% de las ventas, un aumento de 4,6 puntos en comparación con 2019.

Finalmente, todos estos acontecimientos implican un deterioro en el EBITDA durante el periodo histórico. Por ejemplo, y como se puede ver en la tabla 2, en Chile el EBITDA de las tiendas por departamento ha bajado de 4.424 MUF en 2016 a 1.387 MUF en 2019, y

llegando a (1.338) MUF en el primero semestre de 2020. Con respecto a mejoramiento del hogar, el EBITDA en Chile se mantuvo estable entre 2016 y 2019, promediando 5.598 MUF, pero bajó a 1.145 MUF en el primer semestre de 2020. Una situación similar ocurre en el área de supermercados, lo que lleva a una disminución global del EBITDA de Falabella desde 38.766 MUF en 2016 a 16.747 MUF en TTM20.

4.2.2. Negocio bancario

El negocio bancario, a diferencia del no bancario, no se vio tan afectado con la contingencia nacional e internacional. Sus ventas aumentaron considerablemente en 2018 debido a la reclasificación del negocio de CMR (debido a la integración del banco Falabella y CMR promotora). Desde ese entonces, las ventas han promediado 38.345 hasta TTM20. Los ingresos de este negocio se dividen en ingresos por intereses y reajustes (18.860 MUF a junio 2020) e ingresos por comisiones (3.772 MUF). Con respecto a los gastos por intereses y reajustes y por comisiones, estos se han mantenido en línea con los últimos 2 años.

Sin embargo, existe un deterioro en los márgenes en 2020 debido principalmente al aumento del costo de riesgo de crédito, el cual promedió (11.255) MUF en 2018-2019, y aumentó a (15.851) MUF en 2020, incluso considerando que se trata de sólo 6 meses. Esto resulta del aumento de las provisiones del mismo tipo, entendiendo que muchos clientes, debido a la contingencia del país con una compleja situación económica y más personas desempleadas. Esta situación hace que el resultado operacional del negocio bancario disminuya en un 36% de 2019 a TTM20. .

4.3. Estado de flujo de efectivo

La tabla 13 muestra el estado de flujo de efectivo de Falabella desde diciembre 2016 hasta junio 2020.

Tabla 13 - Estado de flujo de efectivo Falabella S.A.					
MUF	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	30-06-2020
CFO					
Negocios no bancarios					
Cobros clientes	347 237	358 242	338 637	341 317	147 486
Pagos proveedores	(272 661)	(275 853)	(275 556)	(268 123)	(122 094)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(36 616)	(39 020)	(38 727)	(38 501)	(19 570)
Impuesto a las ganancias pagados	(5 916)	(5 772)	(5 092)	(3 751)	992
Otras salidas de efectivo	(8 042)	(7 806)	(3 822)	(3 299)	(6 737)
Flujo neto de operación no bancarios	24 003	29 791	15 439	27 644	78
Negocios Bancarios					
Utilidad consolidada del periodo	3 164	2 929	8 486	8 241	1 681
Resultados non-cash					
Depreciaciones y amortizaciones	638	737	768	1 236	693
Provisiones por riesgo de crédito	6 747	7 631	14 046	14 483	10 317
Utilidad neta por inversiones en sociedades	(19)	(18)	(20)	(29)	(8)
Otros cargos non-cash	1 154	1 187	3 023	2 919	441
Variación neta de intereses y reajustes	73	(239)	(26)	82	1 347
Cambios activos/pasivos que afectan CFO					
Aumento cuentas por cobrar a clientes	(12 477)	(6 392)	(29 040)	(34 602)	9 171
Aumento (diminución) de inst. para negociación	669	(705)	(2 291)	605	1 395
Aumento de depósitos y obligaciones a la vista	4 023	4 308	3 480	5 473	6 219
Aumento (disminución) de otras captaciones	1 239	(870)	19 618	16 479	4 418
(Disminución) Aumento de obligaciones bancos	1 019	(1 318)	(97)	2 684	(121)
Otras salidas de efectivo	(1 314)	(773)	1 854	(1 395)	(1 754)
Flujo neto operación de negocios bancarios	4 916	6 478	19 801	16 175	33 798
Flujo neto total de actividades de operación	28 919	36 269	35 241	43 819	33 876
CFI					
Negocios no Bancarios					
Pérdida de control de subsidiarias	-	-	-	67	147
Obtención de control de subsidiarias	-	-	(3 171)	-	-
Aportes realizados en asociadas	-	(960)	(145)	(849)	(700)
Préstamos a entidades relacionadas	-	-	(1 387)	(291)	(445)
Importes procedentes de la venta de PPE	2 045	84	3 148	270	15
Compras de PPE	(12 001)	(14 027)	(13 154)	(12 970)	(5 745)
Compras de activos intangibles	(1 532)	(1 632)	(2 001)	(2 307)	(980)
Importes de otros activos de largo plazo	-	-	-	-	466
Compras de otros activos a largo plazo	(5 275)	(5 865)	(3 651)	(6 485)	(2 760)
Dividendos recibidos	27	194	196	384	0
Intereses recibidos	423	580	700	408	283
Otras salidas (entradas) de efectivo	836	(501)	(21)	77	342
Flujo de inversión negocios no bancarios	(15 477)	(22 128)	(19 485)	(21 696)	(9 377)

Fuente: Memorias anuales Falabella

Tabla 13 - Estado de flujo de efectivo Falabella S.A. - continuación

MUF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Negocios Bancarios					
Disminución (aumento) instrumentos inversión	(5 371)	(3 434)	(70)	5 252	1 099
Compras de activos fijos	(1 176)	(1 265)	(1 198)	(1 080)	(688)
Ventas de activo fijo	-	-	-	-	-
Otras entradas de efectivo	21	17	16	56	42
Aportes realizados en asociadas	-	-	-	-	-
Dividendos recibidos	3	20	18	23	-
Flujo de inversión de negocios bancarios	(6 522)	(4 662)	(1 234)	4 251	453
Flujo total de actividades de inversión	(21 999)	(26 790)	(20 719)	(17 445)	(8 924)
CFF					
Negocios no bancarios					
Importes procedentes de la Emisión de acciones	421	258	14 410	528	139
Flujo por vender (adquirir) acciones de entidad	(1 006)	408	(540)	46	-
Importes procedentes de préstamos largo plazo	34 105	13 530	4 187	7 035	27 618
Importes procedentes de préstamos corto plazo	92 415	88 146	70 149	37 820	47 711
Pagos de prestamos	(113 553)	(97 858)	(86 725)	(53 602)	(26 004)
Pagos pasivos por arrendamientos financieros	(684)	(685)	-	-	-
Dividendos pagados	(8 180)	(8 025)	(5 592)	(7 508)	(3 255)
Intereses pagados	(6 394)	(6 221)	(6 003)	(5 255)	(3 319)
Otras (salidas) entradas de efectivo	(4 816)	(111)	(2 590)	585	(161)
Flujo neto de financiación no bancarios	(7 691)	(10 557)	(12 705)	(20 351)	42 730
Negocios Bancarios					
Rescate de letras de crédito	(298)	(262)	(393)	(356)	(163)
Emisión (pago) de bonos	-	-	938	(150)	-
(Pago) Obtención de otros préstamos	(1 141)	(811)	4 620	(1 391)	(5 339)
Otras salidas de efectivo	(176)	(294)	(282)	562	(19)
Flujo neto de financiación bancarios	(1 614)	(1 367)	4 883	(1 335)	(5 521)
Flujos netos de actividades de financiación	(9 305)	(11 924)	(7 821)	(21 686)	37 209
Variación neta antes del efecto FX	(2 385)	(2 445)	6 700	4 688	62 161
Efectos de la variación FX sobre el efectivo					
Variación FX	(843)	(579)	354	552	(638)
Efectivo y equivalentes efectivo inicio periodo	25 090	21 494	17 956	24 352	29 195
Efectivo y equivalentes efectivo final periodo	21 861	18 470	25 010	29 593	90 717

Fuente: Memorias anuales Falabella

A nivel global, la variación del efectivo antes de efectos de tipo de cambio ha promediado 1.640 MUF durante 2016-2019. Sin embargo, a junio 2020, la variación neta de efectivo antes del efecto tipo de cambio fue de 62.121 MUF, lo que se debe principalmente a un aumento en el flujo operacional del negocio bancario contrarrestado por la disminución del flujo operacional del negocio no bancario, como también al aumento de importes de préstamos de largo y corto plazo.

4.3.1. Flujo de actividades de la operación

El flujo operacional del negocio no bancario se ha mantenido relativamente estable durante 2016 y 2019 (promedio flujo operacional de 24.219 MUF), con una pequeña disminución en 2018 debido a una menor cobranza en clientes. Sin embargo, durante el primer semestre de 2020 el flujo operacional llegó a 78 UF, lo que se debe principalmente a menores cobros a clientes por las ventas de bienes. Es importante entender que en realidad el flujo operacional del segundo trimestre fue positivo, ya que el monto bajo a junio 2020 se debe a un mal primer trimestre del 2020 debido a una disminución en las cuentas por pagar comparado con el mismo trimestre del año anterior.

Por el contrario, el flujo operacional bancario ha estado aumentando constantemente durante los años del periodo histórico. Sin embargo, en el primer semestre de 2020 se duplicó el flujo operacional del 2019 completo, lo que se explica principalmente por la disminución de créditos y cuentas por cobrar a clientes y el aumento de depósitos y otras obligaciones a la vista.²⁰

4.3.2. Flujo de actividades de inversión

En relación al negocio bancario, el flujo de inversión aumentó considerablemente de 2016 a 2017, y luego se mantuvo relativamente estable hasta 2019, con un promedio de flujo de inversión de (21.103) MUF. Comparando el flujo de inversión del primer semestre de 2019 y 2020, se ha mantenido estable también.

Por otro lado, el flujo de inversión del negocio bancario pasó de (6.522) MUF en 2016 a 4.251 MUF en 2019, lo que se debe principalmente a un aumento en los instrumentos de inversión, mientras que las compras de activo fijo se han mantenido constantes. En

²⁰ Estados financieros consolidados 2Q 2020

junio de 2020 hubo una disminución significativa del flujo de inversión, esto debido a la disminución de los instrumentos de inversión (mismo efecto se ve si se compara con el primer semestre de 2019).

4.3.3. Flujo de actividades de financiación

Si comparamos el flujo de financiación de 2019 con el primer semestre de 2020, este varía en 63.080 MUF, de (20.351) MUF a diciembre 2019 hasta 42.730 MUF a junio 2020. Este aumento se debe principalmente a la obtención de préstamos de corto y largo plazo debido a la contingencia nacional e internacional. A su vez, y comparando con el primer semestre del año anterior, se han pagado alrededor de la mitad de dividendos en 2020.

Por su parte, el flujo de financiación del negocio bancario llegó a (5.521) MUF a junio 2020, lo cual se caracteriza principalmente por el pago de préstamos, debido a una mejor posición financiera que el negocio no bancario.

4.4. Ratios financieros

La tabla 14 muestra los principales ratios financieros del negocio no bancario durante el periodo histórico. Para algunos ratios de 2020 donde se utilizan datos del estado de resultados, estos han sido anualizados utilizando el TTM20.

Tabla 14 - Ratios financieros Falabella S.A.					
	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	30-06-2020
Negocio No Bancario					
Ratios de liquidez					
Razón corriente	1,4	1,6	1,3	1,2	1,5
Test ácido	0,9	1,1	0,6	0,5	0,9
Capital de trabajo	36 461	51 367	22 333	14 290	39 654
Ratios de endeudamiento					
Deuda financiera / EBITDA	3,7	3,5	3,9	5,4	11,9
Deuda financiera neta / EBITDA	3,5	3,3	3,5	5,0	8,9
EBITDA / Gastos financieros	4,9	5,6	4,8	3,8	2,2
Leverage total	1,1	1,1	0,9	1,0	1,3
Deuda a activos	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Ratios de rentabilidad					
Margen bruto	34,4 %	35,5 %	34,1 %	32,5 %	29,3 %
Margen operacional	9,8 %	10,0 %	7,0 %	4,8 %	(3,2)%
Margen EBITDA	12,9 %	13,2 %	10,9 %	9,8 %	2,7 %
Costo / Ventas	65,6 %	64,5 %	65,9 %	67,5 %	70,7 %
GAV / Ventas	24,6 %	25,5 %	27,1 %	27,7 %	32,5 %
ROE	11,8 %	9,1 %	5,2 %	2,0 %	(1,8)%
ROA	5,9 %	4,5 %	3,2 %	1,1 %	(0,9)%
Razones de actividad					
Rotación de activos	-	0,79	0,79	0,77	0,64
Periodo promedio de cobro	93	98	23	23	17
Periodo promedio de pago	73	74	70	74	67
Días de inventario	84	84	97	88	97

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros

4.4.1. Ratios de liquidez

La razón corriente se ha mantenido estable durante estos años, estando siempre entre 1,2x y 1,6x. El aumento entre diciembre 2019 y junio 2020 se debe principalmente al aumento en la liquidez de la empresa registrado en efectivos y equivalentes (debido al aumento de deuda), mientras que parte del pasivo asociado por los préstamos y deuda es no corriente, por lo que no se refleja en la razón corriente. En la misma línea, el test ácido (que no considera el inventario en el análisis), varía de manera similar a la razón

corriente debido a que el inventario se ha mantenido estable durante estos años. Por último, el capital de trabajo ha estado disminuyendo desde 2017 hasta 2019. Sin embargo, incrementó significativamente a 30.654 MUF en junio 2020, nuevamente debido al incremento de efectivo ligado a la nueva deuda financiera.

4.4.2. Ratios de endeudamiento

La razón de deuda financiera / EBITDA se mantuvo estable durante los primeros tres años de análisis, promediando 3,7x. Durante 2019, el cambio de norma contable con respecto a los contratos de arrendamiento conlleva a un reconocimiento mayor de deuda financiera, la que aumenta significativamente. Si a esto le sumamos que el EBITDA bajó en 2019, especialmente en el último trimestre del año debido a la situación país, el ratio aumenta de 3,9x a 5,4x. Situación similar ocurre en junio 2020, donde la combinación de aumento en préstamos bancarios, emisión de deuda y una disminución significativa en el EBITDA, hacen que el nivel de endeudamiento aumente a 11,9x. Si consideramos la deuda financiera neta (restando a la deuda financiera el efectivo y equivalentes), la tendencia es similar.

Por otro lado, la cobertura de intereses (EBITDA / gastos financieros) ha ido constantemente disminuyendo desde 2017, de 5,6x a 2,2x en 2020. Aunque la deuda aumentó en los últimos dos años, el impacto mayor en 2020 se debe al bajo EBITDA del primer semestre del año debido a la contingencia nacional y a la pandemia mundial.

Finalmente, el *leverage* total aumentó de 1,0x a 1,3x de diciembre 2019 a junio 2020, mientras que la razón de deuda a activos se ha mantenido constante durante el periodo histórico en 0,6x.

4.4.3. Ratios de rentabilidad

El margen bruto ha disminuido constantemente a un ritmo lento durante 2016 a 2019. Sin embargo, a junio 2020 y considerando el TTM20, el margen bajó en 3,2 puntos, de 32,5% a 29,3%, debido principalmente a la baja en las ventas. Por otro lado, una situación similar ocurre con el margen operacional y margen EBITDA: hay un pequeño aumento en los márgenes en 2017, y desde ese entonces han caído constantemente hasta llegar a (3,2)% y 2,7% respectivamente. Si comparamos los costos y gastos con las ventas, el ratio costo / ventas se ha mantenido estable durante todos estos periodos con un periodo de 66,8%, mientras el ratio GAV / ventas aumentó en 4,8 puntos en junio 2020 (a 32,5%). Finalmente, el ROE (*return on equity*) y el ROA (*return on assets*) cuentan una historia similar a los márgenes: el ROE disminuyó de 11,8% en 2016 a (1,8)% en junio 2020, mientras que el ROA disminuyó de 5,9% a (0,9)% durante el mismo periodo. Sólo el primer semestre de 2020 significó una disminución de 3,7 y 2 puntos del ROE y ROA, respectivamente.

4.4.4. Ratios de actividad

La rotación de activos se mantuvo constante entre 2017-2019 promediando 0,78x, el cual bajó a 0,64x en junio 2020 debido principalmente a la disminución en las ventas. Con respecto al periodo promedio de cobro, este disminuyó significativamente entre 2017 y 2018 debido a la reclasificación del negocio de CMR, por lo que las cuentas por cobrar del negocio no bancario bajaron. Desde ese entonces, las cuentas por cobrar se mantuvieron en 23 días hasta 2019 para luego bajar a 17 días a junio 2020. Por otro lado, el periodo promedio de pago se ha mantenido estable durante 2016-2019, con un promedio de 73 días, el cuál bajó a 67 días a junio 2020. Por último, los días de inventario se han mantenido durante el periodo histórico alrededor de los 90 días.

5. Financiamiento y estructura de capital de la empresa

5.1. Deuda Financiera

La deuda financiera de Falabella S.A. se puede calcular directamente del estado de situación financiera de las categorías “Otros pasivos financieros corrientes” y “Otros pasivos financieros no corrientes” desde diciembre de 2016 hasta junio de 2020, la cual está compuesta por préstamos bancarios, obligaciones con el público, obligaciones por arrendamientos financieros, y otros pasivos financieros. Por la aplicación de NIIF 16, las obligaciones por arrendamientos financieros se presentan como pasivos por arrendamientos a partir del 1 de enero de 2019²¹, por lo que son agregados a los otros pasivos financieros corrientes y no corrientes para ese año en adelante para calcular la deuda financiera ajustada. La tabla 15 muestra la deuda financiera de Falabella desde diciembre 2016 hasta junio 2020.

Tabla 15 - Deuda Financiera Falabella S.A.					
MUF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Corriente					
Préstamos bancarios	33 436	27 157	17 199	11 247	28 110
Obligaciones con el público	5 900	2 890	2 362	3 192	3 285
Obligaciones por arrendamientos financieros	667	485	254	-	-
Otros pasivos financieros	687	614	435	1 242	1 238
No corriente					
Préstamos bancarios	27 870	30 212	18 130	19 354	37 086
Obligaciones con el público	67 991	74 114	77 145	76 606	91 674
Obligaciones por arrendamientos financieros	3 406	2 822	1 932	-	-
Otros pasivos financieros	2 866	5 030	4 608	3 415	2 623
Deuda financiera	142 823	143 324	122 064	115 056	164 016
Ajuste					
- Obligaciones por arrendamientos financieros	-	-	-	35 987	35 829
Deuda financiera ajustada	142 823	143 324	122 064	151 043	199 845

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados

²¹ Memoria anual 2019 Falabella

5.1.1. Bonos

La tabla 16 muestra los bonos vigentes de Falabella S.A. al 30 de Junio de 2020, tanto locales como emitidos en el extranjero.

Tabla 16 - Bonos Falabella S.A.																				
Serie	J			M		L		P		O		S		Q		AC		Z		
Línea	579			467		395		578		578		847		846		857		858		
Nemotécnico	BFALA-J	BFALA 6.5 04/30/23 REGS	BFALA 3.75 04/30/23 REGS	BFALA-M	BFALA-L	BFALA 4.375 01/27/25 REGS	BFALA-P	BFALA-O	BFALA-S	BFALA-Q	BFALA 3.75 10/30/27 REGS	BFALA-AC	BFALA-Z							
Fecha de emisión	04-09	04-13	04-13	08-14	08-14	10-14	04-16	04-16	11-16	11-16	10-17	05-20	05-20							
Monto máximo (miles)	8 000			6 500		7 000		4 500		116 000		3 000		78 000		5 000		3 000		
Monto colocado (miles)	3 500	94 589	500 000	3 000	2 000	400 000	2 000	63 000	3 000	78 000	400 000	5 000	2 000							
Moneda	UF	CLP	US	UF	UF	US	UF	MCLP	UF	MCLP	US	UF	UF							
Fecha vencimiento	04-33	04-23	04-23	07-37	07-20	01-25	04-39	04-22	11-39	11-21	10-27	04-30	04-27							
Tipo de bono	Francés	Francés	Francés	Francés	Francés	Francés	Francés	Francés	Francés	Bullet	Francés	Bullet	Francés							
Periodicidad	semestral	semestral	semestral	semestral	semestral	semestral	semestral	semestral	semestral	semestral	-	semestral	-	semestral						
Número de pagos	16			6		6		6		4		6		-		-		8		
Periodo de gracia	10-25			01-35		01-18		10-36		10-20		05-37		-		-		10-23		
Rescate anticipado	04-16			07-17		07-17		04-19		04-18		11-19		11-18		04-23		04-22		
Motivo de la emisión				Pago/prepago de pasivos de CP y LP						Pago/prepago de pasivos de CP y LP										
Clasificación riesgo	AA			AA		AA		AA		AA		AA		AA		AA		AA		
Tasa colocación	4,00%	6,50%	3,75%	3,10%	2,30%	4,38%	3,00%	5,10%	2,80%	5,10%	3,75%	1,90%	1,50%							

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados y la página web de Falabella (investors)

Falabella emitió dos bonos durante 2020, ambos en UF: uno por 5.000 MUF (tasa 3,75%, bullet, vencimiento en octubre 2027) y otro por 2.000 UF (tasa 1,5%, francés con ocho pagos semestrales, vencimiento en abril 2027).

5.2. Patrimonio económico

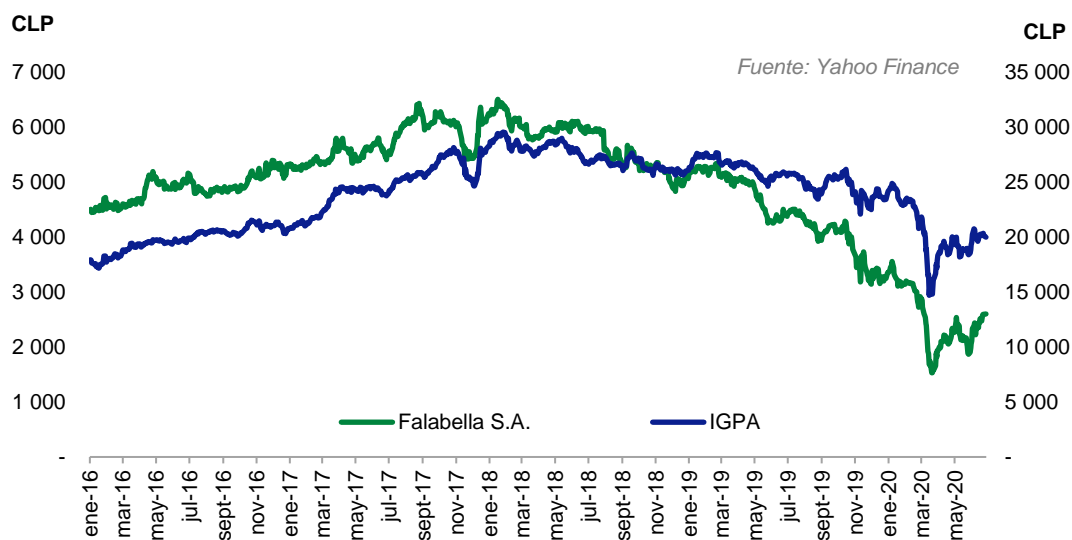
La tabla 17 muestra el patrimonio económico calculado a partir del número de acciones suscritas (y pagadas) y del precio de cierre de la acción obtenido de la Bolsa de Santiago desde diciembre 2016 hasta junio 2020.

Tabla 17 - Patrimonio económico Falabella S.A.					
	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	30-06-2020
Número de acciones (miles)	2 434 465	2 434 465	2 508 845	2 508 845	2 508 845
Precio de la acción (CLP)	5 299,50	6 134,30	5 089,60	3 241,00	2 600,00
Patrimonio económico (MUF)	489 656	557 268	463 220	287 219	227 310

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados y precios de la Bolsa de Santiago

En junta extraordinaria de accionistas de Falabella S.A. a finales de agosto de 2018, se acordó aumentar el capital social en CLP\$ 508.188.141.300 a través de la emisión de 84.330.000 nuevas acciones. Debido a esto, se ve un aumento a partir de diciembre de 2018 en el número de acciones de Falabella S.A.²²

Figura 2 – Precio acción Falabella



²² Memoria Anual 2019 Falabella

Por otro lado, y como muestra la figura 2, la acción de Falabella S.A. se mantuvo estable hasta principios de 2019. Sin embargo, ese año el precio de la acción comenzó a bajar, lo cual se profundizó por la crisis social que se vivió en Chile en el último trimestre del mismo año como también la crisis sanitaria del COVID-19 que afectó al país y al mundo, lo cual llevó el precio de la acción a mínimos históricos a mediados de marzo de 2020.

Es por esto que el patrimonio económico ha disminuido significativamente en diciembre 2019 y junio 2020.

5.3. Valor económico de la empresa

Considerando la deuda financiera y el patrimonio económico de Falabella S.A. desde diciembre 2016 a junio 2020, se puede determinar el valor económico de la empresa sumando los datos anteriormente calculados, mostrados en la tabla 18.

Tabla 18 - Valor económico Falabella S.A.					
MUF	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	30-06-2020
Deuda financiera libro	142 823	143 324	122 064	151 043	199 845
Patrimonio económico	489 656	557 268	463 220	287 219	227 310
Valor económico	632 479	700 592	585 284	438 262	427 155

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

La disminución en el valor económico de Falabella se debe principalmente a la disminución del patrimonio a valor de mercado, ya que esta ha estado disminuyendo desde finales desde 2017 hasta junio 2020.

5.4. Estructura de capital objetivo

Para calcular la estructura de capital objetivo de Falabella S.A. durante 2016-2020, se utilizarán tres razones:

- **Razón de endeudamiento (B/V):** Proporción con que la empresa financia sus operaciones con deuda financiera.
- **Razón de patrimonio a valor de empresa (P/V):** Proporción con que la empresa financia sus operaciones con recursos propios y de los accionistas.
- **Razón deuda a patrimonio (B/P):** Muestra el nivel de apalancamiento de una empresa.

La tabla 19 muestra el resultado de las tres razones anteriormente mencionadas para el cálculo de la estructura de capital objetivo.

Tabla 19 - Razones Falabella S.A.								
MUF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20	promedio 16-20	promedio 16-18	promedio 18-20
B/V	22,58%	20,46%	20,86%	34,46%	46,79%	29,03%	21,30%	34,03%
P/V	77,42%	79,54%	79,14%	65,54%	53,21%	70,97%	78,70%	65,97%
B/P	29,17%	25,72%	26,35%	52,59%	87,92%	44,35%	27,08%	55,62%

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

Existe una relación estable en las razones financieras desde diciembre del 2016 hasta diciembre del 2018. Sin embargo y a partir de finales de 2019, la situación económica local y mundial llevó a un deterioro de la operación de la empresa lo que tuvo como consecuencia un aumento en la deuda financiera para poder seguir operando durante este periodo. Esta situación hace que las razones financieras se distorsionen y se alejen de la estructura de capital objetivo de Falabella. Es por esto que se considerará como estructura de capital objetivo el promedio de las razones desde 2016 a 2018 donde la empresa operaba en tiempos normales, por lo que se define como estructura de capital objetivo de Falabella de 21,3% deuda y 78,7% patrimonio.

6. Estimación del costo de capital de la empresa

6.1. Costo de la deuda

Para calcular el costo de la deuda de Falabella (k_b), se utilizará el *Yield to Maturity* (YTM) del bono de más largo plazo de la empresa. El YTM representa la tasa de mercado del bono, y por ende refleja el costo de la deuda actual de Falabella.

Los dos bonos de más largo plazo de la empresa son: BFALA-S y BFALA-P, ambos emitidos en 2016 y con vencimiento en 2039. El YTM (TIR media) de ambos bonos es de 1,44% y 1,42%, y ya que ambas tasas son similares y con misma cantidad de cupones (46), se utilizará un promedio de las dos.

Por lo tanto, $k_b = 1,43\%$.

6.2. Beta de la deuda

Para estimar el beta de la deuda, se utilizará el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM):

$$k_b = R_f + \beta_d * PRM$$

Donde: k_b es el costo de la deuda, R_f es la tasa libre de riesgo, β_d es el beta de la deuda, y PRM es el premio por riesgo de mercado.

Para la tasa libre de riesgo, utilizamos la tasa del BCU-30 al 30 de junio 2020 en UF²³ que corresponde a 0,13%. Adicionalmente, para el PRM se utilizará el *Equity Risk Premium* calculado por Damodaran²⁴ para Chile de 6,26% a Julio de 2020. Finalmente, si consideramos el costo de la deuda previamente estimado, el beta de la deuda es:

²³ Base de Datos Estadísticos Banco Central de Chile

²⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

$$1,43\% = 0,13\% + \beta_d * 6,26\% \rightarrow \beta_d = 0,2077$$

6.3. Beta de la acción

El beta patrimonial de Falabella se obtiene calculando el logaritmo natural de los retornos de los precios semanales de Falabella y del índice de mercado IGPA (cierre de cada viernes para ambos) desde el 01 de julio de 2015 hasta el 30 de junio de 2020, datos obtenidos directamente de un terminal Bloomberg. Se utilizan dos años de retornos semanales móviles para calcular el beta de la acción mediante el modelo de mercado para los años 2017 a 2020 (al 30 de junio de cada año) que se muestra a continuación:

$$R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Donde: $R_{t,i}$ es el retorno de la acción de Falabella, α es la intercepción de la regresión, β es el beta de la acción (sensibilidad ante los retornos de mercado), $R_{t,m}$ es el retorno del mercado (IGPA) y $\varepsilon_{t,i}$ es el término de error.

En la tabla 20 se muestra un resumen del resultado de las regresiones desde junio 2017 a junio 2020. En el anexo de este informe se pueden encontrar el resultado de las regresiones.

Tabla 20 - Betas históricos Falabella S.A.						
	jun-17	jun-18	jun-19	jun-20	promedio 17-19	promedio 17-20
Beta de la acción	0,67	0,80	0,92	1,42	0,80	0,95
P-value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Nº de observaciones	105	105	104	104	105	105
R ²	0,25	0,38	0,44	0,71	0,36	0,44
Presencia bursátil	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir del valor de las acciones de Falabella y el índice IGPA

El beta de la acción ha subido constantemente durante los periodos en revisión, con un salto significativo en junio 2020 debido a la contingencia nacional e internacional, donde

los precios de las acciones, y específicamente las del *retail*, tienden a sobre reaccionar al mercado. Debido a esto, se utilizará el beta a junio 2020, ya que es estadísticamente significativo y refleja la situación actual de la empresa.

6.4. Beta patrimonial sin deuda

El beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d}$) de Falabella se calcula desapalancando la estimación del beta patrimonial con regresiones a junio 2020 a través de la fórmula de Rubinstein (1973), utilizando el beta de la regresión, la tasa de impuesto histórica del 27%, el B/P promedio histórico (promedio 2018-2020 utilizado para calcular el beta) calculado en la tabla 19, y el beta de la deuda calculado anteriormente.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - \beta_d * (1 - t_c) * \frac{B}{P}$$

Donde: $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con deuda, $\beta_p^{s/d}$ es el beta patrimonial sin deuda, t_c es la tasa de impuesto corporativo histórica, β_d es el beta de la deuda, y B/P es la estructura de capital promedio histórica.

Utilizando los datos anteriormente calculados, el beta patrimonial sin deuda es igual a 0,9503:

$$1,42 = \beta_p^{s/d} * [1 + (1 - 27\%) * 0,556] - 0,2077 * (1 - 27\%) * 0,556 \rightarrow \beta_p^{s/d} = 0,9503$$

6.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

A continuación, y utilizando la misma fórmula de Rubinstein, apalancaremos el beta patrimonial sin deuda utilizando el estructura de capital objetivo anteriormente determinada (B/P = 0,271), lo que da como resultado un beta patrimonial con estructura de capital objetivo.

$$\beta_p^{c/d} = 0,9503 * [1 + (1 - 27\%) * 0,271] - 0,2077 * (1 - 27\%) * 0,271 \rightarrow \beta_p^{c/d} = 1,0971$$

Es importante mencionar que tanto para el desapalancamiento y apalancamiento del beta, la tasa de impuestos histórica y de largo plazo es del 27%, debido a que la tasa aumentó en 2018 y el histórico abarca desde julio 2018 hasta junio 2020 y por ende son iguales.

6.6. Costo patrimonial

El costo patrimonial de Falabella se puede estimar utilizando el CAPM:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM$$

Donde: K_p es el costo patrimonial, R_f es la tasa libre de riesgo, $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo, y PRM es el premio por riesgo de mercado:

$$K_p = 0,13\% + 1,0971 * 6,26\% \rightarrow K_p = 7,00\%$$

6.7. Costo de capital

El costo de capital de Falabella se calcula utilizando la fórmula del *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), el cual representa el costo de capital promedio ponderado:

$$K_0 = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V}$$

Donde: K_0 es el costo de capital promedio ponderado, P/V es la razón patrimonio a valor de empresa (en función de la estructura de capital objetivo), K_p es el costo patrimonial, K_b es el costo de la deuda, t_c es la tasa de impuesto corporativo de largo plazo, y B/V es

la razón de endeudamiento de la empresa (en función de la estructura de capital objetivo).

Utilizando los montos anteriormente calculados y la estructura objetivo de la tabla 19, se obtiene un costo de capital de 5,73%.

$$K_0 = 7\% * 78,7\% + 1,43\% * (1 - 27\%) * 21,3\% \rightarrow K_0 = 5,73\%$$

El costo de capital será utilizado para descontar los flujos libres de caja proyectados para la valorización por DCF.

7. Análisis operacional del negocio e industria

7.1. Análisis de los ingresos de la empresa

La tabla 21 muestra las ventas de Falabella por segmento y ubicación geográfica en MUF, mientras que las tablas 22 y 23 muestra la variación de ventas y la ponderación de estas respectivamente.

Tabla 21 - Ingresos por segmento Falabella S.A.					
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Chile	198 449	204 006	207 432	197 459	180 309
Tienda por departamento	55 867	57 281	55 355	52 003	45 092
Mejoramiento del hogar	75 935	76 320	78 703	73 919	67 527
Supermercado	26 794	27 568	28 156	26 516	26 416
Inmobiliario	12 621	13 361	14 442	13 633	11 213
CMR	15 741	17 435	-	-	-
Bancario	11 491	12 042	30 776	31 387	30 061
Peru	81 270	81 609	82 385	88 614	83 267
Tienda por departamento	22 605	21 863	21 948	22 969	18 356
Mejoramiento del hogar	22 460	22 434	22 343	23 665	18 829
Supermercado	25 278	26 243	28 059	31 149	35 575
Otros negocios y eliminaciones	1 421	1 877	1 791	1 881	1 592
Bancario	9 506	9 192	8 245	8 949	8 915
Colombia	19 387	20 815	21 962	23 668	22 798
Tienda por departamento	13 269	14 045	14 593	15 403	14 422
Otros negocios y eliminaciones	922	972	924	814	715
Bancario	5 197	5 797	6 445	7 452	7 661
Argentina	20 419	21 320	16 047	13 659	11 161
Tienda por departamento	11 501	11 905	8 756	7 682	6 340
Mejoramiento del hogar	6 303	6 379	4 544	3 825	3 092
Otros negocios y eliminaciones	(185)	(207)	(179)	(141)	(109)
CMR	2 800	3 243	2 927	2 292	1 837
Brasil	6 357	7 044	6 631	7 387	7 418
Mejoramiento del hogar	6 357	7 044	6 631	7 387	7 418
Otros negocios, eliminaciones, intersegmentos	79	(188)	385	1 481	2 297
Negocio no bancario	299 769	307 575	289 377	284 479	260 613
Negocio bancario	26 194	27 031	45 466	47 789	46 637
Total ventas	325 962	334 606	334 843	332 267	307 251

Fuente: Memorias anuales Falabella

Tabla 22 - Variación de ingresos por segmento Falabella S.A.					
%	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Chile	3,0 %	2,8 %	1,7 %	(4,8)%	(8,7)%
Tienda por departamento	5,7 %	2,5 %	(3,4)%	(6,1)%	(13,3)%
Mejoramiento del hogar	(1,1)%	0,5 %	3,1 %	(6,1)%	(8,6)%
Supermercado	2,9 %	2,9 %	2,1 %	(5,8)%	(0,4)%
Inmobiliario	3,4 %	5,9 %	8,1 %	(5,6)%	(17,7)%
CMR	13,0 %	10,8 %	(100,0)%	-	-
Bancario	6,0 %	4,8 %	155,6 %	2,0 %	(4,2)%
Peru	(2,5)%	0,4 %	1,0 %	7,6 %	(6,0)%
Tienda por departamento	(1,9)%	(3,3)%	0,4 %	4,7 %	(20,1)%
Mejoramiento del hogar	(10,1)%	(0,1)%	(0,4)%	5,9 %	(20,4)%
Supermercado	(0,2)%	3,8 %	6,9 %	11,0 %	14,2 %
Otros negocios y eliminaciones	28,5 %	32,0 %	(4,6)%	5,1 %	(15,4)%
Bancario	7,0 %	(3,3)%	(10,3)%	8,5 %	(0,4)%
Colombia	3,7 %	7,4 %	5,5 %	7,8 %	(3,7)%
Tienda por departamento	(0,6)%	5,9 %	3,9 %	5,6 %	(6,4)%
Otros negocios y eliminaciones	9,5 %	5,4 %	(4,9)%	(12,0)%	(12,1)%
Bancario	15,1 %	11,6 %	11,2 %	15,6 %	2,8 %
Argentina	(23,6)%	4,4 %	(24,7)%	(14,9)%	(18,3)%
Tienda por departamento	(26,7)%	3,5 %	(26,5)%	(12,3)%	(17,5)%
Mejoramiento del hogar	(24,0)%	1,2 %	(28,8)%	(15,8)%	(19,2)%
Otros negocios y eliminaciones	(14,8)%	12,1 %	(13,6)%	(21,5)%	(22,7)%
CMR	(5,7)%	15,8 %	(9,7)%	(21,7)%	(19,9)%
Brasil	(1,1)%	10,8 %	(5,9)%	11,4 %	0,4 %
Mejoramiento del hogar	(1,1)%	10,8 %	(5,9)%	11,4 %	0,4 %
Otros negocios, eliminaciones, intersegmentos	(107,3)%	(338,8)%	(304,6)%	284,5 %	55,1 %
Negocio no bancario	(0,9)%	2,6 %	(5,9)%	(1,7)%	(8,4)%
Negocio bancario	8,1 %	3,2 %	68,2 %	5,1 %	(2,4)%
Total ventas	(0,2)%	2,7 %	0,1 %	(0,8)%	(7,5)%

Fuente: Memorias anuales Falabella

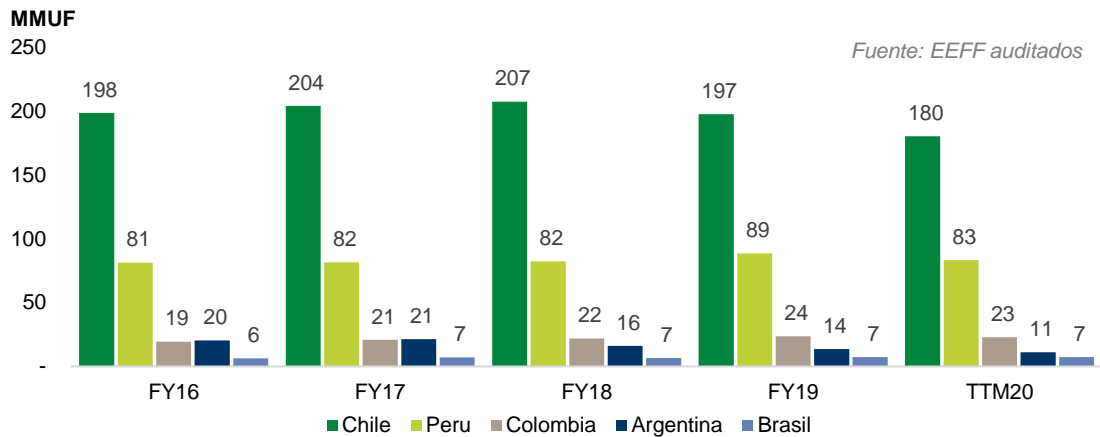
Tabla 23 - Ponderación de ingresos por segmento Falabella S.A.

%	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Chile	60,9 %	61,0 %	61,9 %	59,4 %	58,7 %
Tienda por departamento	17,1 %	17,1 %	16,5 %	15,7 %	14,7 %
Mejoramiento del hogar	23,3 %	22,8 %	23,5 %	22,2 %	22,0 %
Supermercado	8,2 %	8,2 %	8,4 %	8,0 %	8,6 %
Inmobiliario	3,9 %	4,0 %	4,3 %	4,1 %	3,6 %
CMR	4,8 %	5,2 %	-	-	-
Bancario	3,5 %	3,6 %	9,2 %	9,4 %	9,8 %
Peru	24,9 %	24,4 %	24,6 %	26,7 %	27,1 %
Tienda por departamento	6,9 %	6,5 %	6,6 %	6,9 %	6,0 %
Mejoramiento del hogar	6,9 %	6,7 %	6,7 %	7,1 %	6,1 %
Supermercado	7,8 %	7,8 %	8,4 %	9,4 %	11,6 %
Otros negocios y eliminaciones	0,4 %	0,6 %	0,5 %	0,6 %	0,5 %
Bancario	2,9 %	2,7 %	2,5 %	2,7 %	2,9 %
Colombia	5,9 %	6,2 %	6,6 %	7,1 %	7,4 %
Tienda por departamento	4,1 %	4,2 %	4,4 %	4,6 %	4,7 %
Otros negocios y eliminaciones	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %
Bancario	1,6 %	1,7 %	1,9 %	2,2 %	2,5 %
Argentina	6,3 %	6,4 %	4,8 %	4,1 %	3,6 %
Tienda por departamento	3,5 %	3,6 %	2,6 %	2,3 %	2,1 %
Mejoramiento del hogar	1,9 %	1,9 %	1,4 %	1,2 %	1,0 %
Otros negocios y eliminaciones	(0,1)%	(0,1)%	(0,1)%	(0,0)%	(0,0)%
CMR	0,9 %	1,0 %	0,9 %	0,7 %	0,6 %
Brasil	2,0 %	2,1 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %
Mejoramiento del hogar	2,0 %	2,1 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %
Otros negocios, eliminaciones, intersegmentos	0,0 %	(0,1)%	0,1 %	0,4 %	0,7 %
Negocio no bancario	92,0 %	91,9 %	86,4 %	85,6 %	84,8 %
Negocio bancario	8,0 %	8,1 %	13,6 %	14,4 %	15,2 %
Total ventas	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Fuente: Memorias anuales Falabella

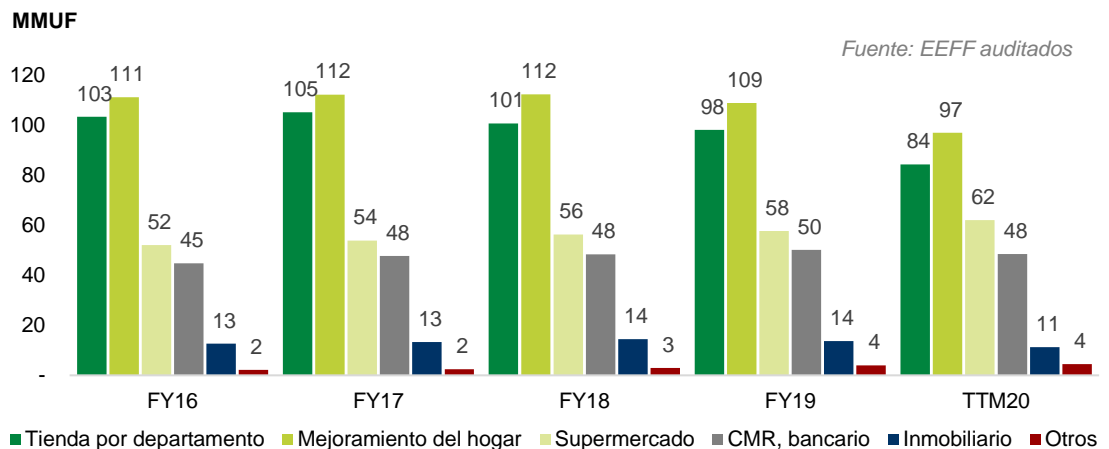
Las ventas de Falabella están altamente concentradas en dos países: Chile, con ventas de 180.309 MUF en los doce meses terminados en junio 2020 (59% de las ventas TTM20) y Perú, con ventas de 83.267 MUF en el mismo periodo (27%). Estos dos países representan el 86% de las ventas en TTM20 e históricamente han representado entre un 85% y 87% de las ventas totales por periodo. Como se puede ver en la figura 3, le siguen las ventas de Colombia (22.798 MUF, 7% en TTM20), Argentina (11.161 MUF, 4%) y Brasil (7.418 MUF, 2%).

Figura 3 – Ventas por país Falabella



Por otro lado, tenemos las ventas por segmento y tipo de negocio, donde los segmentos más importantes son las ventas por departamento (84.221 MUF, 27,4% de las ventas TTM20), mejoramiento del hogar (96.866 MUF, 31,5%) y supermercados (61.991 MUF, 20,2%). Estos tres segmentos representan el 79,1% de las ventas en TTM20 y han representado un 80,4% de las ventas históricamente.

Figura 4 – Ventas por segmento Falabella



A continuación, analizaremos cada uno de los segmentos por país y su evolución histórica en más detalle.

7.1.1. Ventas Chile

La tabla 24 muestra las ventas de Chile por segmento para el año terminado en 2016 hasta el periodo de 12 meses terminado en junio 2020.

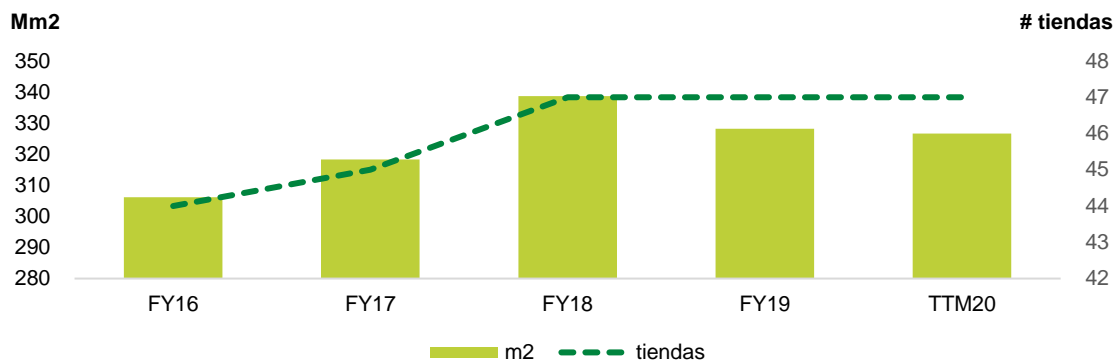
Tabla 24 - Ventas Chile Falabella S.A.					
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Tienda por departamento	55 867	57 281	55 355	52 003	45 092
Mejoramiento del hogar	75 935	76 320	78 703	73 919	67 527
Supermercado	26 794	27 568	28 156	26 516	26 416
Inmobiliario	12 621	13 361	14 442	13 633	11 213
CMR	15 741	17 435	-	-	-
Bancario	11 491	12 042	30 776	31 387	30 061
Ventas Chile	198 449	204 006	207 432	197 459	180 309

Fuente: Memorias anuales Falabella

Globalmente, las ventas de Chile representan alrededor de un 60,4% de las ventas totales de Falabella. Estas aumentaron constantemente hasta 2018, pero a partir de ese año hubo una disminución en ventas en 2019 (especialmente en Q4 debido a los graves disturbios por el estallido social) y luego en 2020 debido a la pandemia mundial.

Tiendas por departamento: Las ventas por departamento en Chile (que representan un 26,9% del total país y un 16,2% del total de Falabella en promedio) aumentaron hasta 2017 para luego comenzar un descenso constante, el cual aumentó aún más en TTM20 donde hubo una disminución de 13,3% comparado con el periodo anterior. Según la figura 5, el número de tiendas Falabella y los metros cuadrados (expresados en miles de m²) aumentaron hasta 2018, para luego no aumentar en tiendas y disminuir la cantidad de m² disponibles para la venta en 2019 y 2020.

Figura 5 – Datos tiendas por departamento Chile



Esto implica que tanto las ventas por m² y por tienda han disminuido durante estos años. En 2018, las ventas disminuyeron un 3,4% comparado con el periodo anterior, y según el *release* de resultados del mismo año, esto se ve “explicado por una dinámica de consumo débil y a una menor participación de compra por parte de extranjeros”²⁵. En 2019, las ventas bajaron un 6,1% comparado con 2018, lo cual se debe a una combinación de un ambiente de consumo discrecional débil a lo largo del año como también a lo sucedido post 18 de octubre, lo que llevó al cierre de tiendas afectando negativamente a las ventas²⁶. Por último, la baja en ventas en TTM20 se debe a la pandemia, ya que la cuarentena obligó a cerrar las tiendas (en abril 2020, el 100% de las tiendas estaban cerradas, mientras que en mayo y junio sólo el 20% y 43% de las ventas abrieron respectivamente)²⁷.

Mejoramiento del hogar: Las ventas de mejoramiento del hogar (que representan un 37,7% de las ventas de Chile y un 22,8% de las ventas de Falabella en promedio) han

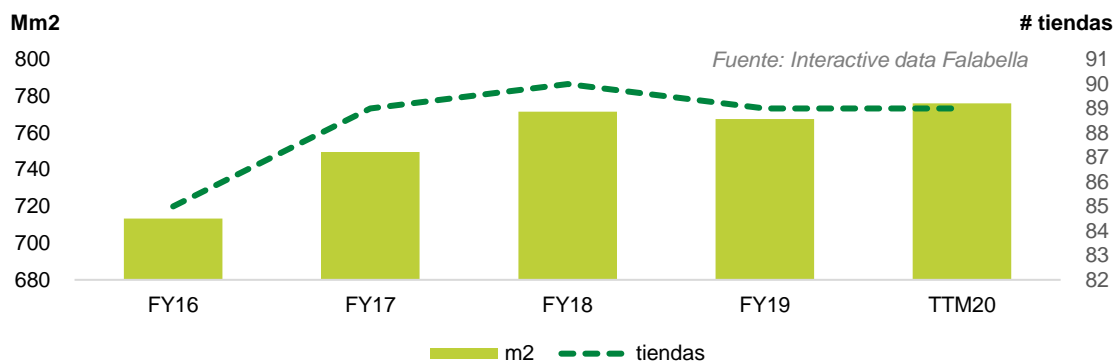
²⁵ Release de resultados Q4 2018 – Falabella

²⁶ Release de resultados Q4 2019 – Falabella

²⁷ Release de resultados Q2 2020 – Falabella

aumentado constantemente hasta 2018. Esto se ve reflejado en el aumento de tiendas y m2 disponibles para la venta como muestra la figura 6.

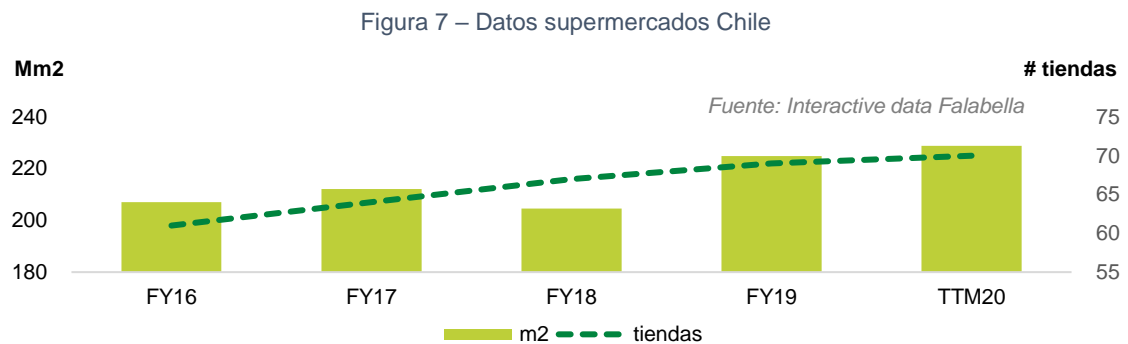
Figura 6 – Datos mejoramiento del hogar Chile



El aumento de las ventas en 2018 se debe a un aumento en las ventas en cada uno de los trimestres del año en comparación con el periodo anterior, en especial en el Q2 donde las ventas aumentaron en un 9% vs Q2 2017. Según el *release*, esto se explica por “la reactivación en el sector de la construcción y un positivo desempeño del formato Imperial”²⁸. En 2019 hubo una disminución en las ventas de 6,1%, la cual está explicada principalmente por un débil Q4 (-10% vs periodo anterior) debido al cierre de locales y la situación país del momento. Finalmente, el TTM20 presenta una variación negativa de ventas de 8,6% debido a un débil Q2 (-21% vs periodo anterior). A pesar de que las tiendas de mejoramiento del hogar no cerraron completamente como las tiendas por departamento y el aumento de las ventas *online*, esto no alcanzó a contrarrestar la caída en ventas por la pandemia.

²⁸ Release de resultados 2Q 2018 – Falabella

Supermercados: Las ventas de supermercados (que representan un 13,7% de las ventas de Chile y un 8,3% de las ventas totales en promedio) aumentaron constantemente hasta 2018, promediando un crecimiento del 2,6% anual. El aumento en 2018 se ve impulsado por la apertura de tres nuevos supermercados durante el año como muestra la figura 7. Nuevamente el Q4 de 2019 fue el principal *driver* del decrecimiento en ventas de ese año (-5,8%), debido al cierre de muchos locales (por los disturbios) como también las ventas de las categorías *non-food*²⁹. Sin embargo, en 2020, este segmento fue uno de los menos afectados por la pandemia y vio una disminución en ventas de sólo 0,4% en TTM20 comparado con el periodo anterior incluso teniendo menos supermercados, donde destaca el desempeño de la aplicación “Fazil” (*on-demand-delivery*)³⁰.

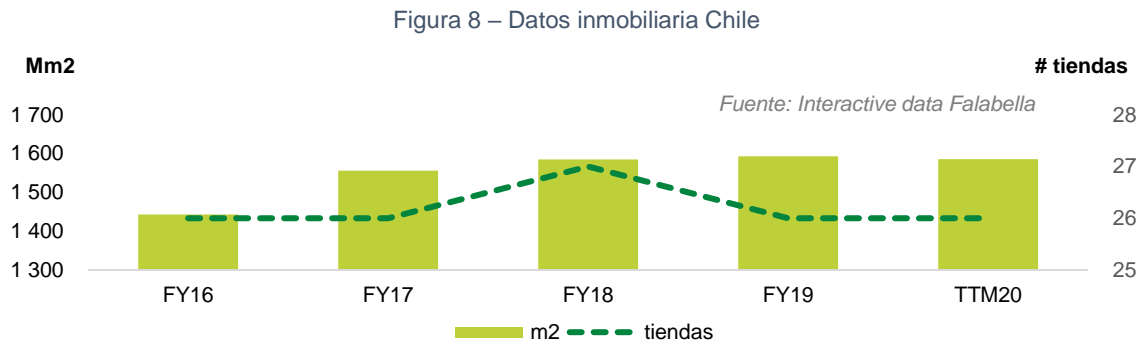


Inmobiliario: El negocio inmobiliario (que representa un 6,6% de las ventas de Chile y un 4% de las ventas totales de Falabella en promedio) ha visto un aumento significativo en ventas en 2016 (3,4%), 2017 (5,9%) y 2018 (8,1%), alineado al aumento en m² y en

²⁹ Release de resultados 4Q 2019 – Falabella

³⁰ Release de resultados 2Q 2020 – Falabella

cantidad de tiendas (ambas métricas consideran Mall Plaza y Open Plaza) como muestra la figura 8.



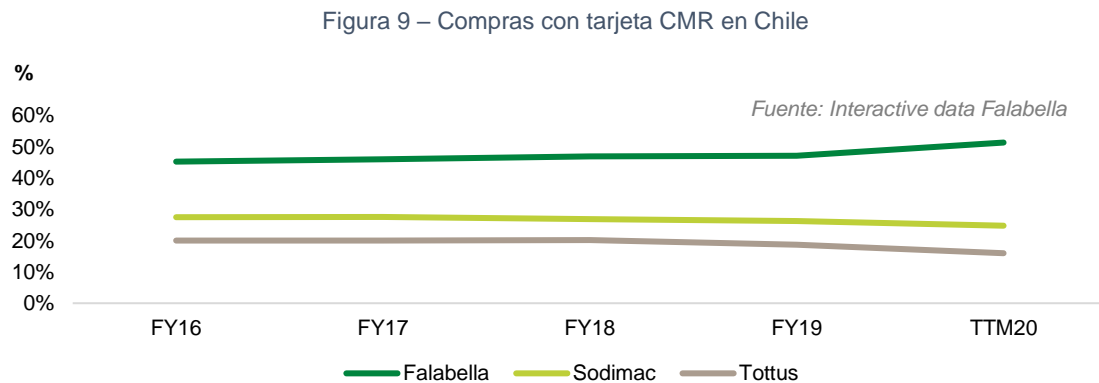
El aumento en 2018 se debe a la apertura del centro comercial MallPlaza Arica (superficie arrendable de 34.000 m²). Por otro lado, en 2019 hubo una caída del 5,6% de las ventas, lo cual se caracteriza por el cierre de un OpenPlaza como también un difícil Q4 por la contingencia nacional debido a las medidas de flexibilidad en el pago de arriendos para los arrendatarios de los locales de centros comerciales dada la situación post 18 de octubre³¹. Finalmente, el TTM20 se vio muy afectado con una variación de -17,7% debido al efecto Q4 2019 y la pandemia, lo que sigue postergando el cobro de arriendo a los socios comerciales que no pudieron operar con normalidad en los centros comerciales dada la situación sanitaria³².

CMR: La promotora CMR tuvo un crecimiento significativo durante los años 2016 y 2017 (13% y 10,8% respectivamente). El 10 de octubre, Banco Falabella informó mediante Hecho Esencial, que la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras autorizó la adquisición de una participación mayoritaria en la sociedad de apoyo al giro bancario

³¹ Release de resultados 4Q 2019 – Falabella

³² Release de resultados 2Q 2020 – Falabella

denominada Promotora CMR, lo que permitirá que ambas compañías operen de manera integrada. En diciembre 2018 la integración se hizo efectiva³³. Debido a esta situación, no hay ventas en CMR desde 2018 (este año se incluyeron dentro del negocio bancario). La figura 9 muestra el porcentaje de ventas hechas en Chile con la tarjeta CMR, donde se ve un aumento en junio 2020 por compras en Falabella contrarrestadas por la disminución en ventas de Sodimac y Tottus.



Negocio bancario: Este segmento (que a TTM20 representa el 16,7% de las ventas del país) ha visto un aumento en ventas de 2016 hasta 2019 (en 2019 fue el único segmento que creció en Chile). En 2016, donde hubo un crecimiento del 6% con respecto al año anterior, explicado por las colocaciones que subieron 9,2%, contrarrestado, en parte, por un menor crecimiento en ingresos por reajustes por el efecto de la UF, que tuvo una variación de 0,5% este trimestre comparado con 1,1% en el mismo periodo del año anterior³⁴. Como fue mencionado anteriormente, el negocio bancario aumenta sus ventas en un 155,6% en 2018 principalmente debido a la reclasificación de CMR dentro del negocio bancario. Sin embargo, también hubo un crecimiento orgánico bancario

³³ Release de resultados 4Q 2018 – Falabella

³⁴ Release de resultados 4Q 2018 – Falabella

(ingresos por servicios y comisiones) debido a la creciente venta de productos financieros. En 2019, las ventas aumentaron un 2% debido (i) al nuevo proceso de apertura de tarjeta CMR 100% online como también (ii) a la venta de productos financieros online³⁵. Finalmente, en TTM20, hubo una disminución en las ventas de 4,2% debido a la disminución anual de 4,7% en la cartera de colocaciones (producto de un esfuerzo por reducir la originación de crédito y preservar la calidad de la cartera en el ambiente volátil actual)³⁶.

7.1.2. Ventas Perú

La tabla 25 muestra las ventas de Perú por segmento para el año terminado en 2016 hasta el periodo de 12 meses terminado en junio 2020.

Tabla 25 - Ventas Perú Falabella S.A.					
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Tienda por departamento	22 605	21 863	21 948	22 969	18 356
Mejoramiento del hogar	22 460	22 434	22 343	23 665	18 829
Supermercado	25 278	26 243	28 059	31 149	35 575
Otros negocios y eliminaciones	1 421	1 877	1 791	1 881	1 592
Bancario	9 506	9 192	8 245	8 949	8 915
Ventas Perú	81 270	81 609	82 385	88 614	83 267

Fuente: Memorias anuales Falabella

Globalmente, las ventas de Perú (que representan el 25,5% de las ventas totales de Falabella en promedio) disminuyeron en 2016 (-2,5%) para luego aumentar en tres periodos consecutivos, con un gran aumento en 2019 (7,6%). Sin embargo, en TTM20 sufrió la misma suerte que Chile debido a la crisis sanitaria, lo que llevó a Perú a disminuir sus ventas en un 6%.

Tiendas por departamento: Falabella ha tenido 29 tiendas por departamento durante todos los periodos en revisión. Las ventas por departamento en Perú disminuyeron en

³⁵ Release de resultados 4Q 2019 – Falabella

³⁶ Release de resultados 2Q 2020 – Falabella

2016 y 2017 en un 1,9% y 3,3% respectivamente. En 2017, todos los trimestres vieron reducidas sus ventas en comparación con los trimestres del año anterior. Esto se debe principalmente a un débil consumo, una depreciación del PEN contra el CLP y porque durante marzo de 2017 la región del norte se vio seriamente afectada por el Fenómeno del Niño Costero causando graves inundaciones que llevó al cierre temporal de tiendas³⁷. Sin embargo, en 2018 las ventas permanecieron estables (aumento del 0,4%) mientras que en 2019 las ventas aumentaron significativamente en un 4,7% debido a un fuerte segundo semestre. Finalmente, las ventas en TTM20 fueron significativamente impactadas con una disminución del 20,1% comparado con el periodo anterior, más específicamente en el Q2, donde las ventas disminuyeron un 71% comparado con el Q2 de 2019. Esto se debe al cierre total de tiendas físicas durante abril, mayo y parcialmente junio, esto incluyendo la venta online hasta comienzos de junio y restricción de horarios al comercio durante el periodo³⁸.

Mejoramiento del hogar: Este segmento ha visto un deterioro en sus ventas en la mayoría de los años. En 2016, 2017 y 2018 las ventas disminuyeron un 10,1%, 0,1% y 0,4% respectivamente. En 2016, la disminución se ve principalmente en el segundo semestre y se debe a la contracción del sector construcción, la depreciación del PEN contra el CLP, y el cierre de dos tiendas (Ica y Chincha)³⁹. Sin embargo, en 2019 hay un incremento en las ventas de un 5,9% debido principalmente a una apreciación del PEN contra el CLP, ya que el aumento en moneda local fue sólo de un 0,7%⁴⁰. Finalmente, hubo una disminución significativa en TTM20 del 20,4% debido a la crisis sanitaria. En

³⁷ Release de resultados 1Q 2017 – Falabella

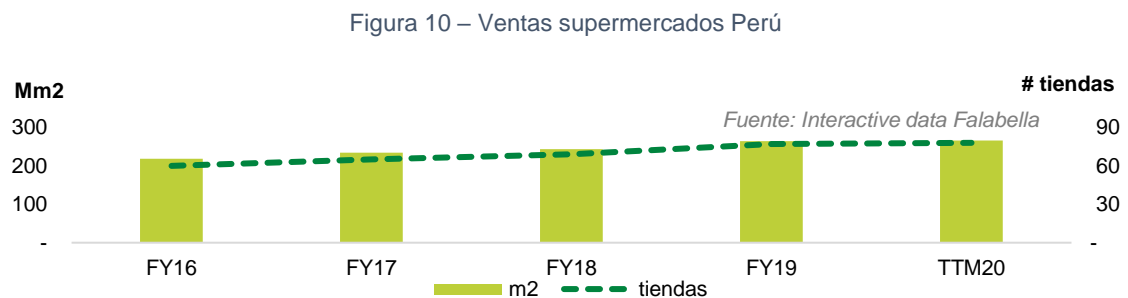
³⁸ Release de resultados 2Q 2020 – Falabella

³⁹ Release de resultados 4Q 2016 – Falabella

⁴⁰ Release de resultados 4Q 2019 – Falabella

comparación con las tiendas por departamento, las tiendas de mejoramiento del hogar vieron afectadas sus horarios de apertura y cierre, con horarios diferidos de acuerdo a la región, sumado a la restricción de funcionamiento los días domingo (no hubo tiendas 100% operativas comparables con el mismo trimestre del año pasado). Por otro lado, la venta online también vio afectada su operación, ya que no hubo autorización de despacho para ninguna categoría salvo alimentos⁴¹.

Supermercados: Si no consideramos 2016 (donde hubo una pequeña disminución en ventas del 0,2% con respecto a 2015), las ventas han ido aumentando considerablemente todos los años, incluso en TTM20. Esto está alineado con el aumento de supermercados en Perú, pasando de 60 tiendas a finales de 2016 a 78 en junio 2020 como muestra la figura 10.



En 2017 el aumento de 3,8% se debe a la apertura de cinco nuevos supermercados; en 2018 (variación de 6,9%) a un aumento en la superficie de venta generada por cuatro aperturas; en 2019 (variación de 11%) debido a otras 8 aperturas; y en 2020, a pesar de la pandemia y las restricciones, los supermercados se vieron beneficiados por la venta online de alimentos que lo llevó a aumentar sus ventas en un 14,2%, a pesar de sólo tener una nueva apertura de supermercado.

⁴¹ Release de resultados 2Q 2020 – Falabella

Otros negocios y eliminaciones: Este segmento incluye tanto las ventas inmobiliarias compuesto de AventuraPlaza y OpenPlaza (los cuales aumentaron en un centro comercial en 2017 para llegar a 14 centros comerciales, lo que se ha mantenido hasta junio 2020) y otras eliminaciones. Las variaciones de 2018 (-4,6%), 2019 (5,1%) y TTM20 (-15,4%) están alineadas con la apreciación y depreciación del PEN, como también al complejo escenario del cobro de arriendo en los centros comerciales en 2020.

Negocio bancario: Este segmento ha variado constantemente durante el periodo histórico. En 2016, tuvo un 7% de incremento en comparación con el periodo anterior, para luego bajar 3,3% y un 10,3% en 2017 y 2018 respectivamente (afectado por la depreciación del PEN y en 2018 a un mal resultado ligado los ingresos por intereses, especialmente en el Q2). Sin embargo, en 2019, hubo un aumento en las ventas del 8,5% debido tanto al aumento en ingresos por intereses como por comisiones. Finalmente, en TTM20, la variación es casi nula (-0,4%), pero esto se debe a la apreciación del PEN contra el CLP contrarrestado por la disminución en ingresos por intereses y comisiones en moneda local.

7.1.3. Ventas Colombia

La tabla 26 muestra las ventas de Colombia por segmento para el año terminado en 2016 hasta el periodo de 12 meses terminado en junio 2020.

Tabla 26 - Ventas Colombia Falabella S.A.					
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Tienda por departamento	13 269	14 045	14 593	15 403	14 422
Otros negocios y eliminaciones	922	972	924	814	715
Bancario	5 197	5 797	6 445	7 452	7 661
Ventas Colombia	19 387	20 815	21 962	23 668	22 798

Fuente: Memorias anuales Falabella

En general, las ventas de Colombia (que representan en promedio un 6,7% de las ventas de Falabella) han ido en aumento todos los años hasta TTM20, donde la situación sanitaria mundial golpea fuertemente el segmento tienda por departamento (*driver* principal del país).

Tiendas por departamento: Las ventas tuvieron un leve descenso en 2016 de un 0,6%, pero de ahí en adelante las ventas han incrementado constantemente, ya que este segmento creció un 5,9%, un 3,9% y un 5,6% en 2017, 2018 y 2019 respectivamente. Esto se debe al aumento en número de tiendas (aumentó de 25 en 2016 a 27 en 2018), mientras que en 2018 la expansión fue impulsada por la categoría vestuario como también un fuerte crecimiento del canal online⁴². Ya en 2019, el crecimiento se debe a un favorable escenario de consumo⁴³. Finalmente, este segmento tuvo un mal resultado en Q2 2020 debido “a la imposibilidad de operar tiendas durante abril, mayo y junio de manera normal, compensado en parte por la venta online”⁴⁴. Es importante mencionar que los resultados están afectados por el tipo de cambio ya que a finales de 2019 el COP se aprecia considerablemente como también se deprecia en 2020. Este segmento tiene una estacionalidad muy alta en el 4Q ya que, en promedio, este trimestre representa alrededor del 39% de las ventas anuales.

Otros negocios y eliminaciones: Dentro de esta agrupación, hay dos negocios relevantes: mejoramiento del hogar y el inmobiliario, los cuales representan en promedio el 4% de las ventas de este país. Las ventas subieron durante dos años (9,5% en 2016 y 5,4% en 2017) debido a la apertura en Q4 2016 de tiendas Sodimac en Cartagena

⁴² Release de resultados 4Q 2018 – Falabella

⁴³ Release de resultados 4Q 2019 – Falabella

⁴⁴ Release de resultados 2Q 2020 – Falabella

(9.500 m2), Tuluá (6.500 m2) y Barranquilla (9.300 m2)⁴⁵. A partir de 2018, estos segmentos han tenido bajos resultados, con caídas en las ventas de 4,9%, 12% y 12,1% en 2018, 2019 y 2020 respectivamente.

Bancario: El negocio bancario en Colombia ha tenido aumentos significativos en ventas hasta 2019 (todos sobre 10%), y en TTM20, donde a pesar de ser un crecimiento menor al visto en años anteriores, contrarresta las pérdidas en los otros segmentos debido a la crisis sanitaria. El año 2016, las ventas aumentaron en 15,1%, lo que se debe principalmente al crecimiento de las colocaciones en un 19,5%⁴⁶. En 2017, el aumento de 11,6% también se debe al crecimiento de colocaciones (parcialmente contrarrestado por la depreciación del COP)⁴⁷. En 2018, hubo un crecimiento significativo de las colocaciones de un 41,2%⁴⁸, lo que fue el *driver* principal del crecimiento de 11,2% ese año. En 2019 el aumento en colocaciones fue de un 24,8%⁴⁹, y en 2020 el crecimiento fue menor debido a un menor ingreso en comisiones, especialmente en el Q2.

7.1.4. Ventas Argentina

La tabla 27 muestra las ventas de Argentina por segmento para el año terminado en 2016 hasta el periodo de 12 meses terminado en junio 2020.

Tabla 27 - Ventas Argentina Falabella S.A.					
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Tienda por departamento	11 501	11 905	8 756	7 682	6 340
Mejoramiento del hogar	6 303	6 379	4 544	3 825	3 092
Otros negocios y eliminaciones	(185)	(207)	(179)	(141)	(109)
CMR	2 800	3 243	2 927	2 292	1 837
Ventas Argentina	20 419	21 320	16 047	13 659	11 161

Fuente: Memorias anuales Falabella

⁴⁵ Release de resultados 4Q 2016 – Falabella

⁴⁶ Release de resultados 4Q 2016 – Falabella

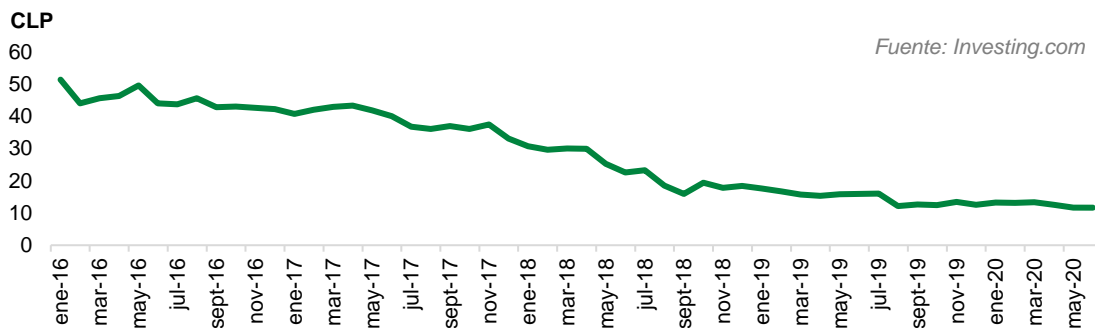
⁴⁷ Release de resultados 4Q 2017 – Falabella

⁴⁸ Release de resultados 4Q 2018 – Falabella

⁴⁹ Release de resultados 4Q 2019 – Falabella

En resumen, después de un mal desempeño en 2016, las ventas crecieron en 2017. Sin embargo, desde 2018 en adelante, las ventas han constantemente caído. En promedio, las ventas de este país representan un 5% de las ventas totales de Falabella, pero en TTM20 llegó sólo al 3,6% de las ventas del periodo. Adicionalmente, Argentina tiene una economía hiperinflacionaria (inflación acumulada de tres años mayor al 100%), por lo que a partir de julio 2018 la aplicación del IAS 29 afecta negativamente al resultado del país. La figura 11 muestra el tipo de cambio histórico desde enero 2016 hasta junio 2020 relacionado al ARS/CLP, lo que muestra una clara depreciación del peso argentino comparado con el peso chileno.

Figura 11 – ARS/CLP histórico



Tiendas por departamento: Las ventas en 2016 sufrieron una baja del 26,7% comparado con el periodo anterior, lo que se debe al efecto tipo de cambio, ya que las ventas en moneda local aumentaron en un 16,2%⁵⁰. En 2017, el aumento en venta de 3,5% se debe al aumento orgánico de las ventas por tiendas SSS (*Same Store Sales*), ya que con el mismo número de tiendas que en el año anterior, el aumento fue de 23,2% en moneda local⁵¹. A partir de 2018, el efecto del IAS 29 es significativo: en 2018 la

⁵⁰ Release de resultados 4Q 2016 – Falabella

⁵¹ Release de resultados 4Q 2017 – Falabella

disminución de ventas fue de 26,5% mientras que el aumento en ventas en moneda local fue de 34,3%⁵²; en 2019, la disminución fue de 12,3% mientras que el aumento en moneda local fue de 32,6% (también afectado por un dinamismo de consumo débil)⁵³, y en TTM20, la disminución del 17,5% es explicado por un escenario de consumo débil, la imposibilidad de operar normalmente las tiendas producto de la pandemia (estuvieron cerradas en marzo, abril y la primera mitad de mayo, y operando de manera parcial durante el resto del Q2) y por los ajustes por IAS 29⁵⁴.

Mejoramiento del hogar: Situación similar ocurre en este segmento, donde sin variaciones significativas en el número de tiendas (sólo una nueva apertura en Q3 2018), ha visto significativas disminuciones en las ventas (a excepción nuevamente de 2017 donde el crecimiento fue de un 1,2%). La disminución en 2018 se debe principalmente a la aplicación del IAS 29 en ese año, mientras que, en 2020, “mejoramiento del hogar no tuvo operaciones durante el mes de marzo e inicios de abril, alcanzando casi la apertura total de sus tiendas para el resto del trimestre”⁵⁵.

Otros negocios y eliminaciones: Para Argentina, esta agrupación está hecha sólo de eliminaciones, ya que todos los valores de ventas en todos los periodos son negativos.

CMR: Siendo el tercer segmento más relevante de Argentina (en promedio representa el 16% de las ventas del país), CMR Argentina no se ha escapado de la situación país y ha sufrido la misma tendencia de variaciones que los otros segmentos.

⁵² Release de resultados 4Q 2018 – Falabella

⁵³ Release de resultados 4Q 2019 – Falabella

⁵⁴ Release de resultados 2Q 2020 – Falabella

⁵⁵ Release de resultados 2Q 2020 – Falabella

7.1.5. Ventas Brasil

La tabla 28 muestra las ventas de Brasil por segmento para el año terminado en 2016 hasta el periodo de 12 meses terminado en junio 2020.

Tabla 28 - Ventas Brasil Falabella S.A.					
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Mejoramiento del hogar	6 357	7 044	6 631	7 387	7 418

Fuente: Memorias anuales Falabella

Las ventas de Brasil tienen un segmento: mejoramiento del hogar. Estas representan la totalidad de las ventas de Brasil y, en promedio, un 2,1% de las ventas de Falabella. Las ventas de Brasil sufrieron una pequeña disminución de 1,1% en 2016 debido al cierre de tres tiendas Dicos⁵⁶, mientras que en 2017 aumentaron un 10,8% debido a un buen resultado en todos los trimestres debido a una mayor superficie de venta (dos aperturas de tiendas) y el crecimiento orgánico de ventas de las ya existentes. En 2018, las ventas disminuyeron un 5,9%, especialmente en Q2 y Q3, lo cual tiene varias explicaciones: (i) depreciación del BRL respecto al CLP, (ii) un menor flujo de consumidores, (iii) menor llegada de trabajadores a tiendas debido a la huelga de camioneros que ocurrió en mayo de ese año⁵⁷, (iv) el cierre de cuatro tiendas, y (v) el cierre temporal de nueve tiendas Dico para su remodelación⁵⁸. En 2019, las ventas aumentaron considerablemente en un 11,4% debido al aumento porcentual de ventas de todos los trimestres en comparación con los trimestres del año anterior (donde el segundo semestre es responsable de aproximadamente dos tercios del aumento), lo que se debe al crecimiento en ventas de las tiendas Dico recientemente remodeladas y al aumento orgánico de ventas de tiendas ya existentes. Finalmente, en TTM20 este segmento

⁵⁶ Release de resultados 4Q 2016 – Falabella

⁵⁷ Release de resultados 2Q 2018 – Falabella

⁵⁸ Release de resultados 3Q 2018 – Falabella

sorpresivamente se mantuvo estable con una variación positiva del 0,4% (único segmento no bancario sin menores ventas en todos los países) debido al crecimiento del canal online y un sólido desempeño de las tiendas físicas.

7.1.6. Otros negocios, eliminaciones y anulaciones intersegmentos

Esta agrupación incluye al resto de las empresas de Falabella, que contempla entre otras, Linio, el área industrial, Viajes Falabella (la cual se vendió en junio y julio 2019), Corredora de Seguros de Chile, CF Seguros de Vida, inversiones en Uruguay y México, sociedades de inversión y eliminaciones por ventas intercompañía⁵⁹.

⁵⁹ Estados financieros auditados 2019 – Falabella

7.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Para analizar los costos y gastos operacionales de Falabella, primero se analizarán los costos de ambos negocios (no bancario y bancario), para luego pasar a los gastos, ambos mirados de manera global como por segmento (cuando existe información).

7.2.1. Costos operacionales negocio no bancario

La tabla 29 presenta los costos operacionales del negocio no bancario, mientras que la tabla 30 y 31 muestran las proporciones de dichos costos en base a las ventas del negocio y las ponderaciones del mismo costo, respectivamente, para todo el periodo histórico. Todos estos costos son considerados recurrentes ya que están ligados directamente a la operación.

Tabla 29 - Costo de venta negocio no bancario de Falabella S.A.

MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Costo de ventas de bienes y servicios	188 963	190 822	184 962	186 890	174 613
Costo de venta entidades financieras	4 585	6 129	2 271	1 233	608
Costo por interés	1 768	2 272	1 465	633	205
Otros costos de venta	385	455	422	326	258
Provisión y castigo incobrabilidad	2 432	3 401	384	274	145
Costo dep. propiedades y mantenimiento	3 079	3 076	3 429	3 791	4 038
Depreciación	1 491	1 522	1 757	1 850	1 908
Mantenición y otros	1 588	1 554	1 671	1 941	2 129
Costo de venta negocio no bancario	196 627	200 027	190 662	191 914	179 258

Fuente: Memorias anuales Falabella

Tabla 30 - Costo de venta negocio no bancario sobre ventas de Falabella S.A.

%	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Costo de ventas de bienes y servicios	63,0 %	62,3 %	63,9 %	65,7 %	67,0 %
Costo de venta entidades financieras	1,5 %	2,0 %	0,8 %	0,4 %	0,2 %
Costo dep. propiedades y mantenimiento	1,0 %	1,0 %	1,2 %	1,3 %	1,5 %
Costo de venta negocio no bancario	65,6 %	65,3 %	65,9 %	67,5 %	68,8 %

Fuente: Memorias anuales Falabella

Tabla 31 - Ponderación de costo de venta negocio no bancario Falabella S.A.

%	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Costo de ventas de bienes y servicios	96,1 %	95,4 %	97,0 %	97,4 %	97,4 %
Costo de venta entidades financieras	2,3 %	3,1 %	1,2 %	0,6 %	0,3 %
Costo dep. propiedades y mantenimiento	1,6 %	1,5 %	1,8 %	2,0 %	2,3 %
Costo de venta negocio no bancario	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Fuente: Memorias anuales Falabella

El costo de ventas del negocio no bancario representa, en promedio, un 66,6% de las ventas no bancarias de la empresa durante cada periodo (variando entre 65,3% y 68,8%). Los montos han variado durante el periodo histórico: mientras el costo aumentó en 2017, el porcentaje sobre ventas disminuyó. Situación opuesta ocurre en 2018 donde el costo en MUF disminuyó, pero aumentó el porcentaje sobre ventas en 0,6 puntos. Luego, en 2019, tanto el costo y su porcentaje sobre ventas aumentaron. Finalmente, el porcentaje de costos sobre ventas aumentó en TTM20 debido a que no se pudieron disminuir los costos al mismo ritmo que la fuerte caída en ventas debido a la pandemia.

A continuación, se analizarán cada uno de los costos por separado:

Costo de ventas de bienes y servicio: Dentro de esta categoría se incluye el costo de la mercadería, las provisiones de valor neto realizable, acortamiento y obsolescencia, y depreciaciones de maquinaria de arriendo⁶⁰. Las provisiones y la depreciación representan en promedio menos de un 1% de los costos. Los costos de bienes y servicios representan la mayoría de los costos operacionales, promediando un 96,7% de los costos. Comparados con las ventas, estos costos representan en promedio un 64,4% de las ventas por año. Porcentualmente, el costo de venta en relación a las ventas bajó en 0,75 puntos en 2017 (a pesar del aumento en costos de 1%), muestra de una mayor eficiencia en costos a este nivel. Sin embargo, desde 2018, la proporción de costos de ventas de bienes y servicios comienza a aumentar, ya que el porcentaje subió en 1,63 puntos en 2018, 1,78 puntos en 2019 y 1,31 puntos en TTM20. Esta tendencia podría continuar al alza, dependiendo de los avances en la crisis sanitaria, las reacciones de las ventas a estos acontecimientos y una rápida adaptación de costos.

⁶⁰ Memoria anual 2019 – Falabella

Costo de ventas entidades financieras: Esta categoría está compuesta por el costo de interés, otros costos de ventas y provisión y castigo por incobrabilidad. En promedio, estos costos representan un 1% de las ventas y un 1,5% de los costos totales. Sin embargo, y a pesar de un aumento en 2017, hay una clara tendencia a la baja tanto en la proporción de estos costos contra las ventas como también en comparación con los costos totales, llegando a 0,2% y 0,3% respectivamente. Las bajas se deben principalmente a la disminución en el costo de interés y en el castigo de incobrabilidad, lo cual se debe en parte a que el negocio de CMR Chile pasó a ser parte del negocio bancario en 2018.

Costo de depreciación de propiedades y mantenimiento: La depreciación y mantención se dividen este costo casi en un 50% históricamente. Con respecto a la proporción de ventas, a pesar de un 2017 donde se mantuvo constante, desde 2018 se ha visto un pequeño incremento por año, llegando a representar un 1,5% de las ventas en TTM20.

Por otro lado, la tabla 32 muestra la ponderación del costo de venta del negocio no bancario por segmento y por país.

Tabla 32 - Ponderación de costo de venta negocio no bancario por segmento Falabella S.A.

MUF		FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Chile	Tienda por departamento	19,0 %	19,1 %	19,1 %	18,7 %	17,3 %
	Mejoramiento del hogar	27,1 %	26,6 %	28,4 %	27,1 %	26,7 %
	Supermercados	10,2 %	10,4 %	10,9 %	10,3 %	11,0 %
	CMR	4,1 %	4,3 %	-	-	-
Peru	Inmobiliario	1,8 %	1,7 %	2,0 %	2,0 %	2,2 %
	Tienda por departamento	8,1 %	7,7 %	7,9 %	8,4 %	7,2 %
	Mejoramiento del hogar	8,0 %	7,9 %	8,3 %	8,7 %	7,4 %
	Supermercados	9,8 %	9,9 %	11,1 %	12,1 %	14,9 %
Argentina	Otros negocios y eliminaciones	(0,1)%	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %
	Mejoramiento del hogar	4,5 %	4,7 %	3,8 %	3,3 %	2,9 %
	CMR	0,9 %	0,8 %	1,2 %	0,6 %	0,3 %
Colom	Otros negocios y eliminaciones	0,0 %	(0,0)%	(0,0)%	(0,0)%	(0,0)%
	Tienda por departamento	5,1 %	5,0 %	5,2 %	5,6 %	5,8 %
Brasil	Otros negocios y eliminaciones	0,0 %	(0,0)%	(0,0)%	(0,0)%	0,0 %
	Mejoramiento del hogar	2,2 %	2,4 %	2,3 %	2,5 %	2,8 %
	Otros negocios y eliminaciones	-	-	-	-	-
	Otros negocios y eliminaciones	(0,9)%	(0,7)%	(0,4)%	0,4 %	1,2 %
Costo de venta negocio no bancario		100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Fuente: Memorias anuales Falabella

KPIs

Chile	62,3 %	62,1 %	60,5 %	58,2 %	57,4 %
Peru	25,8 %	25,6 %	27,5 %	29,3 %	29,7 %
Otros	11,9 %	12,2 %	12,0 %	12,5 %	13,0 %

Como se puede ver en la tabla 32, la mayoría de los costos están relacionados a Chile promediando un 60,1% del total (pero ha disminuido constantemente todos los años hasta llegar a 57,4% en TTM20), principalmente en mejoramiento del hogar, tienda por departamento y supermercado (que representan un 96,1% de los costos en ese país). Lo sigue Perú, donde la tendencia va al alza desde 2017, representando un 29,7% de estos costos en TTM20. El *driver* principal del aumento es el segmento supermercados, el cual ve un aumento en costos debido al mayor ingreso por ventas del mismo segmento. El resto de los costos de otros países representa en promedio un 12,3% de los costos de venta, el cual ha aumentado desde 2018 debido principalmente al aumento en costos de tiendas por departamento de Colombia, lo cual está contrarrestado por la baja en ventas de mejoramiento del hogar de argentina debido a la hiperinflación que sufre la economía de ese país.

Finalmente, dentro de los costos operacionales del negocio no bancario se encuentran los costos de distribución. En los estados financieros, lamentablemente no hay una referencia a una nota que permita analizar con más detalles esta cuenta ni tampoco una separación por segmento. Sin embargo, se puede destacar la tendencia al alza de estos costos, donde pasaron de 3.406 MUF en 2016 (1,1% de las ventas) a 4.721 MUF en TTM20 (1,8%) con aumentos constantes por año como muestra la tabla 33. Estos costos también son considerados recurrentes.

Tabla 33 - Costo de distribución negocio no bancario de Falabella S.A.

MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Costo de distribución	3 406	3 610	4 173	4 509	4 721
<i>Fuente: Memorias anuales Falabella</i>					
KPIs					
% sobre ventas	1,1 %	1,2 %	1,4 %	1,6 %	1,8 %

7.2.2. Costos operacionales negocio bancario

Las tablas 34 y 35 muestran los costos operacionales del negocio bancario en MUF como también en porcentaje sobre ventas del negocio durante el periodo histórico.

Tabla 34 - Costos negocio bancario de Falabella S.A.

MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Gastos por intereses y reajustes	5 774	4 902	5 777	6 468	6 112
Gastos por comisiones	1 523	1 582	4 250	4 100	3 685
Provisión por riesgo de crédito	5 559	6 689	10 581	11 930	15 851
Costo negocio bancario	12 857	13 173	20 608	22 498	25 649

Fuente: Memorias anuales Falabella

Tabla 35 - Costos negocio bancario sobre ventas de Falabella S.A.

%	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Gastos por intereses y reajustes	22,0 %	18,1 %	12,7 %	13,5 %	13,1 %
Gastos por comisiones	5,8 %	5,8 %	9,3 %	8,6 %	7,9 %
Provisión por riesgo de crédito	21,2 %	24,7 %	23,3 %	24,9 %	34,0 %
Costo negocio bancario	49,1 %	48,7 %	45,3 %	47,0 %	55,0 %

Fuente: Memorias anuales Falabella

Los costos del negocio bancario (considerados como recurrentes) representan, en promedio, un 49% de las ventas bancarias. Sin embargo, tanto en monto absoluto como

en porcentaje han subido considerablemente para llegar 25.649 MUF que representa el 55% de las ventas de TTM20. El aumento de estos costos tiene dos razones:

- La reclasificación del segmento Promotora CMR de Chile como negocio bancario debido a la adquisición del segmento por Banco Falabella Chile. Esto se ve reflejado en el aumento en costos en el año 2018, pero una disminución en el porcentaje sobre ventas debido al mayor aumento en ventas que de costos.
- Aunque hubo un aumento en la proporción de estos costos sobre ventas en 2019 (principalmente por el riesgo de crédito), en TTM20 la provisión por riesgo de crédito aumentó en 3.922 MUF (+32,9%) debido a la crisis sanitaria y la situación económica de los países, ya que muchos más clientes eran categorizados como riesgosos.

Adicionalmente, si se analizan los costos operacionales del segmento bancario, se puede determinar que, en promedio, la mayoría de los costos están relacionados al Banco Falabella Chile como muestra la tabla 36 y 37, promediando entre 2018 y TTM20 un 65,4% de los costos (el cual aumentó en 2019 a 66,4% pero bajó en TTM20 a 63,7%). El reconocimiento de CMR dentro del negocio bancario chileno se puede ver claramente en los gastos por comisiones entre 2017 y 2018, donde pasaron de 634 MUF a 3.306 MUF. Es importante mencionar que en las memorias de 2016 y 2017 no aparecían los montos de provisión por riesgo de crédito por país y que, en el resto de los años, se genera una pequeña diferencia con el total mostrado en el estado de resultados. Finalmente, el negocio bancario peruano ha aumentado constantemente su relevancia pasando del 16,4% en 2018 a un 18,7% en TTM20, mientras que el negocio bancario de Colombia aumentó también en TTM20.

Tabla 36 - Costos por intereses y comisiones por país Falabella S.A.

MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Negocio Bancario Chile	2 734	2 261	3 634	3 906	3 547
Negocio Bancario Perú	2 038	1 701	1 216	1 321	1 227
Negocio Bancario Colombia	1 002	940	927	1 241	1 338
Gastos por intereses y reajustes, Bancarios	5 774	4 902	5 777	6 468	6 112
Negocio Bancario Chile	649	634	3 306	2 996	2 586
Negocio Bancario Perú	333	379	390	518	511
Negocio Bancario Colombia	541	569	554	586	588
Gastos por comisiones, Bancarios	1 523	1 582	4 250	4 100	3 685
Negocio Bancario Chile			6 640	8 044	10 212
Negocio Bancario Perú			1 783	2 004	3 051
Negocio Bancario Colombia			1 715	1 124	1 836
<i>Diferencia</i>			<i>443</i>	<i>759</i>	<i>753</i>
Provisión por riesgo de crédito	5 559	6 689	10 581	11 930	15 851
Costos por intereses y comisiones	12 857	13 173	20 608	22 498	25 649

Fuente: Memorias anuales Falabella

Tabla 37 - Ponderación costos por intereses y comisiones por país Falabella S.A.

%	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Negocio Bancario Chile	21,3 %	17,2 %	17,6 %	17,4 %	13,8 %
Negocio Bancario Perú	15,9 %	12,9 %	5,9 %	5,9 %	4,8 %
Negocio Bancario Colombia	7,8 %	7,1 %	4,5 %	5,5 %	5,2 %
Gastos por intereses y reajustes, Bancarios	44,9 %	37,2 %	28,0 %	28,8 %	23,8 %
Negocio Bancario Chile	5,0 %	4,8 %	16,0 %	13,3 %	10,1 %
Negocio Bancario Perú	2,6 %	2,9 %	1,9 %	2,3 %	2,0 %
Negocio Bancario Colombia	4,2 %	4,3 %	2,7 %	2,6 %	2,3 %
Gastos por comisiones, Bancarios	11,8 %	12,0 %	20,6 %	18,2 %	14,4 %
Negocio Bancario Chile			32,2 %	35,8 %	39,8 %
Negocio Bancario Perú			8,7 %	8,9 %	11,9 %
Negocio Bancario Colombia			8,3 %	5,0 %	7,2 %
<i>Diferencia</i>			<i>2,2 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>2,9 %</i>
Provisión por riesgo de crédito	43,2 %	50,8 %	51,3 %	53,0 %	61,8 %
Costos por intereses y comisiones	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Fuente: Memorias anuales Falabella

KPIs

Negocio Bancario Chile	65,9%	66,4%	63,7%
Negocio Bancario Perú	16,4%	17,1%	18,7%
Negocio Bancario Colombia	15,5%	13,1%	14,7%

7.2.3. Gastos operacionales negocio no bancario

La tabla 38 muestra los gastos de administración, la categoría más relevante de gastos operacionales, en MUF durante el periodo histórico mientras la tabla 39 muestra los mismos gastos en base a las ventas de este negocio.

Tabla 38 - Gasto de administración negocio no bancario de Falabella S.A.

MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Remuneraciones y gastos del personal	36 041	38 608	37 695	38 387	38 387
Arriendos y gastos comunes	5 983	6 066	6 963	2 637	2 082
Depreciaciones y amortizaciones	7 673	8 302	9 139	12 179	12 388
Servicios básicos energía y agua	2 137	2 069	2 004	2 050	2 000
Servicios computación	198	228	259	353	345
Materiales e insumos	1 624	1 673	1 618	1 524	1 510
Viajes, estadía y movilización	739	780	714	793	600
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros	2 955	3 027	2 733	2 649	2 788
Honorarios y servicios de terceros	4 882	4 709	4 640	5 069	4 957
Mantenimiento y reparación	1 312	1 321	1 608	1 694	1 707
Elementos de seguridad	-	-	-	-	155
Comunicación	155	128	137	219	192
Comisiones	1 415	1 449	1 449	1 581	1 499
Otros	36	2	113	120	653
Gasto de administración negocio no bancario	65 150	68 363	69 071	69 255	69 261

Fuente: Memorias anuales Falabella

Tabla 39 - Gasto de administración negocio no bancario sobre ventas de Falabella S.A.

%	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Remuneraciones y gastos del personal	12,0 %	12,6 %	13,0 %	13,5 %	14,7 %
Arriendos y gastos comunes	2,0 %	2,0 %	2,4 %	0,9 %	0,8 %
Depreciaciones y amortizaciones	2,6 %	2,7 %	3,2 %	4,3 %	4,8 %
Servicios básicos energía y agua	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,8 %
Servicios computación	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Materiales e insumos	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,5 %	0,6 %
Viajes, estadía y movilización	0,2 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,2 %
Impuestos, contribuciones, patentes, seguros	1,0 %	1,0 %	0,9 %	0,9 %	1,1 %
Honorarios y servicios de terceros	1,6 %	1,5 %	1,6 %	1,8 %	1,9 %
Mantenimiento y reparación	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,6 %	0,7 %
Elementos de seguridad	-	-	-	-	0,1 %
Comunicación	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %
Comisiones	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %
Otros	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,3 %
Gasto de administración negocio no bancario	21,7 %	22,3 %	23,9 %	24,3 %	26,6 %

Fuente: Memorias anuales Falabella

No existe una separación por segmento ni país de los gastos de administración del negocio no bancario, por lo que el análisis se hará de manera agregada. El ítem más relevante son las remuneraciones y gastos del personal, los que representan en promedio un 55,4% de los gastos de administración (misma proporción en 2019 y TTM20). La mayoría de estos gastos están relacionados a los sueldos y salarios (alrededor del 80%), mientras que el resto se debe a bonos y otros beneficios de corto plazo y gastos por terminación, entre otros. Estos gastos han ido aumentando en relación

con las ventas todos los periodos. Sin embargo, el alza en TTM20 es relevante ya que, considerando la contingencia nacional y sus efectos en Q4 2019 y la pandemia que ha afectado negativamente a la empresa en 2020, Falabella no fue del todo capaz de adaptar su estructura de gastos al nivel de ventas (costos no bajaron).

Por otro lado, existe un efecto interesante en los dos siguientes ítems: arriendos y gastos comunes y depreciaciones y amortizaciones. Esto se debe a la implementación de la NIIF 16 a principio de 2019, la cual establece la definición de un contrato de arrendamiento y especifica el tratamiento contable de los activos y pasivos originados por estos contratos desde el punto de vista del arrendador y del arrendatario. En este caso, la norma requiere el reconocimiento de activos y pasivos para la mayoría de los contratos de arrendamientos⁶¹. Esto tiene dos efectos: (i) el aumento en el reconocimiento de pasivos y pasivos y, por ende, un aumento en el gasto por depreciación, y (ii) una disminución del gasto por arrendamiento, ya que estos gastos ahora son activados y pasan por el estado de resultados a través de la depreciación. Si se consideran estos dos juntos, estos gastos representan en promedio un 5,1% de las ventas, el cual ha ido en aumento de 4,6% a 5,6% de 2016 a TTM20.

El resto de las cuentas no han sufrido grandes variaciones entre 2016 y 2019, ya que, si se consideran todas, siempre han representado entre un 5% y un 5,6% de las ventas anuales. Sin embargo, en TTM20 estas pasaron a representar un 6,3% de las ventas debido a la disminución de ingresos, ya que la gran mayoría de los gastos bajaron en comparación con 2019, como también al nuevo gasto de elementos de seguridad debido a la crisis. Todos estos gastos son considerados recurrentes, incluyendo los gastos de

⁶¹ Estados financieros auditados 2019 – Falabella

elementos de seguridad ya que serán gastos incurridos en el segundo semestre de 2020 como también en los años a seguir, dependiendo del avance de la pandemia.

Finalmente, el último gasto operacional del negocio no bancario son los otros gastos por función, para los cuales no existe mayor detalle de estos en los estados financieros auditados por lo que no se puede determinar si los elementos dentro de esta categoría son recurrentes o no, ni tampoco la relevancia en estos costos por segmento ni país. Sin embargo, se han mantenido estables en los últimos años, con una pequeña tendencia a la baja.

7.2.4. Gastos operacionales negocio bancario

La tabla 40 y 41 muestran los gastos de administración del negocio bancario en MUF como también en porcentaje sobre ventas.

Tabla 40 - Gasto de administración negocio bancario de Falabella S.A.					
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Remuneraciones y gastos del personal	3 645	3 748	5 182	5 281	5 264
Gastos de administración	4 763	5 228	6 452	6 988	6 933
Depreciaciones y amortizaciones	638	737	768	1 236	1 356
Otros gastos operacionales	446	487	1 670	1 566	1 481
Gasto de administración negocio bancario	9 492	10 201	14 072	15 071	15 035

Fuente: Memorias anuales Falabella

Tabla 41 - Gasto de administración negocio bancario sobre ventas de Falabella S.A.					
%	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Remuneraciones y gastos del personal	13,9 %	13,9 %	11,4 %	11,0 %	11,3 %
Gastos de administración	18,2 %	19,3 %	14,2 %	14,6 %	14,9 %
Depreciaciones y amortizaciones	2,4 %	2,7 %	1,7 %	2,6 %	2,9 %
Otros gastos operacionales	1,7 %	1,8 %	3,7 %	3,3 %	3,2 %
Gasto de administración negocio bancario	36,2 %	37,7 %	30,9 %	31,5 %	32,2 %

Fuente: Memorias anuales Falabella

Los gastos de administración del negocio bancario tampoco incluyen una división por segmento en los estados financieros auditados, por lo que el análisis se hará de manera agregada. Los gastos de administración (considerados como recurrentes) han aumentado constantemente entre 2016 y 2019 en MUF. Sin embargo, el efecto opuesto

se ve en porcentajes de ventas. El mayor cambio se ve en 2018, donde estos gastos pasaron de representar el 37,7% en 2017 a 30,9% en 2018 debido a la reclasificación de la promotora CMR al negocio bancario, lo cual implica que, aunque subieron los costos, el aumento que trajeron las ventas de CMR fue mayor.

Tabla 42 - Otros ítems operacionales negocio bancario de Falabella S.A.					
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Utilidad (perdida) neta de operaciones financieras	676	187	758	607	918
Utilidad (perdida) de cambio neta	(219)	207	(314)	152	(165)
Otros ingresos operacionales	(3)	51	259	120	106
Otros ítems operacionales negocio bancario	454	446	702	879	859

Fuente: Memorias anuales Falabella

Finalmente, la tabla 42 presenta los otros ítems operacionales del negocio bancario considerados como tales en los estados financieros auditados. Con respecto al porcentaje sobre ventas, siempre se han mantenido alrededor del promedio histórico (1,7%). No existe mayor detalle de estos gastos en los estados financieros auditados, por lo que es difícil determinar su recurrencia, como también su separación por segmento.

7.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

7.3.1. Gastos no operacionales negocio no bancario

La tabla 43 muestra las otras ganancias (pérdidas), parte de los gastos no operacionales de Falabella. Con respecto a la recurrencia de estos ítems, se pueden considerar como recurrentes los reversos de provisiones, las indemnizaciones, la pérdida por baja de propiedad planta y equipo, y las demandas y litigios. El resto de los elementos tienen las características de ser *one-off*, lo que significa que no serán recurrentes en el tiempo y fueron causados por casos particulares. Es posible que las pérdidas por alteraciones al

orden público se vuelvan algo recurrente, pero por el momento no se puede considerar de tal manera.

Tabla 43 - Otras ganancias (pérdidas) Falabella S.A.

MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Pérdida por alteraciones al orden público	-	-	-	(990)	(977)
Recupero por impuestos	-	-	-	394	389
Deterioro de activos disponible para la venta	-	-	(164)	-	-
Efectos del temporal Perú	-	(294)	-	-	-
Arriendo de bienes raíces	81	85	-	-	-
Reverso de provisiones	242	210	426	206	183
Indemnizaciones	44	586	167	1 334	1 350
Pérdida por baja PPE	498	(170)	583	(510)	(419)
Demandas y litigios	(119)	(201)	(136)	(114)	(106)
Efecto escisión Aventura Plaza	5 307	-	-	-	-
Efecto término de contrato concesión Puerto Barón	-	(238)	-	-	-
Resultado por enajenación de negocios	-	-	-	364	52
Otros	48	235	19	50	17
Otras ganancias (pérdidas)	6 100	212	894	735	489

Fuente: Memorias anuales Falabella

Esta categoría está compuesta, entre otros, por los siguientes ítems (extractos de las notas de los estados financieros auditados):

- **Pérdidas por alteraciones al orden público:** A raíz de los acontecimientos ocurridos en Chile a partir del 18 de octubre de 2019, y las alteraciones al orden público a que ellos llevaron, ciertas tiendas, oficinas y centros comerciales de nuestras filiales y formatos que operan en Chile han sufrido daños o afectaciones operacionales de diversa magnitud, que han hecho necesario suspender sus actividades, de manera temporal o permanente⁶².
- **Recupero por impuestos:** Corresponde al reconocimiento de impuestos por recuperar relacionados a PIS y COFINS, filial de Brasil⁶³.

⁶² Estados financieros auditados 2019 – Falabella

⁶³ Estados financieros auditados 2019 – Falabella

- **Efecto del temporal de Perú:** Como consecuencia del fuerte temporal que afectó principalmente la región norte de Perú, a fines del mes de marzo de 2017, algunas locaciones de las empresas de Falabella que operan en dicha zona fueron afectadas⁶⁴.
- **Indemnizaciones:** Al 31 de diciembre de 2019 (donde se genera un aumento considerable), incluye indemnizaciones de seguros por las pérdidas de activos mencionadas en el primer punto.
- **Ganancia / pérdida por baja PPE:** Incluye ventas de propiedades, planta y equipo relacionada a las tiendas de cada uno de los segmentos.
- **Efecto escisión Aventura Plaza:** corresponde al efecto generado por la valorización de la contraprestación transferida a su valor razonable, siendo esta la participación anterior a la escisión, de Falabella en Aventura Plaza SA⁶⁵.
- **Efecto término de contrato concesión Puerto Barón:** Corresponde a los montos invertidos no recuperables relacionados con proyecto denominado Puerto Barón de Plaza S.A. En 2017, la Corte Suprema resolvió dejar sin efecto el permiso de construcción otorgado por la Dirección de Obras Municipales de Valparaíso a Empresa Portuaria de Valparaíso. Plaza S.A. a raíz del fallo de la corte suprema de Valparaíso que deja sin efecto el permiso de edificación del mall en los terrenos concesionados, ha establecido provisiones por los recursos que no producirán beneficios futuros⁶⁶.

⁶⁴ Estados financieros auditados 2018 – Falabella

⁶⁵ Estados financieros auditados 2017 – Falabella

⁶⁶ Estados financieros auditados 2018 – Falabella

Adicionalmente, la tabla 44 muestra los costos financieros y el resultado por unidad de reajuste (considerados como recurrentes).

Tabla 44 - Costos financieros y resultado por unidades de reajuste Falabella S.A.					
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Gastos por intereses, préstamos bancarios	2 714	2 260	1 899	1 666	1 853
Gastos por intereses, obligaciones y otros préstamos	3 251	3 203	3 404	3 474	3 704
Gastos por intereses, arrendamientos	218	168	105	1 958	2 020
Gastos por intereses, swap y forward	1 125	1 013	812	791	351
Otros costos financieros	569	687	351	(475)	(439)
Subtotal costos por interés	7 878	7 331	6 571	7 415	7 489
Resultado por unidades de reajuste	990	644	816	775	922
Costo financiero y resultado unidad de reajuste	8 868	7 975	7 387	8 190	8 411

Fuente: Memorias anuales Falabella

Esta agrupación ha representado en promedio un 2,8% de las ventas de Falabella durante el periodo histórico (variando entre 2,6% y 3,2%). Existen dos efectos importantes que se contrarrestan: (i) la aplicación de la NIIF 16 en los gastos por intereses por arriendo en 2019, lo que hace aumentar este gasto, y (ii) el resultado por exposición a la inflación de las filiales de Argentina reflejada en los otros gastos financieros.

Por último, existen tres otros gastos no operacionales en el negocio no bancario (todos considerados como recurrentes):

- **Participación de ganancias o pérdidas en asociadas:** Este ítem, que ha disminuido constantemente desde 806 MUF en 2016 a (177) MUF en TTM20, representa las inversiones directas o indirectas en asociadas. A junio 2020, el resultado negativo se debe a la pérdida en dos filiales mexicanas (ambas con 50% de participación, una de mejoramiento del hogar y otra de servicios financieros), las cuales están parcialmente contrarrestadas por las ganancias en

Sodimac Colombia (49% participación)⁶⁷. Estos serán considerados como operacionales (como también el activo asociado a estas empresas) ya que las empresas están directamente relacionadas a los segmentos en que Falabella opera.

- **Ingresos financieros:** No hay detalles de estos ingresos en los estados financieros auditados. Estos aumentaron considerablemente desde 2019 a TTM20, desde 968 MUF a 2.504 MUF.
- **Diferencia tipo de cambio:** No hay detalles del efecto tipo de cambio en los estados financieros auditados. Esta diferencia generó un ingreso en 2016, pero desde 2017 han generado pérdidas, las cuales han aumentado todos los años llegando a (1.559) MUF en TTM20, probablemente debido a la depreciación de todas las monedas en el último tiempo.

7.3.2. Gastos no operacionales negocio bancario

El único gasto no operacional del negocio bancario es el resultado por inversiones en sociedades, considerados como recurrentes. En TTM20, esto refleja una ganancia de 8 MUF debido al resultado positivo de Unibanca (peruana, 23,13% de participación).

⁶⁷ Estados financieros auditados 2Q 2020 – Falabella

7.4. Análisis de los activos de la empresa

La tabla 45 muestra los activos en MUF a junio 2020 como también su clasificación.

Tabla 45 - Activos negocio no bancario Falabella S.A.			
MUF	30-06-20	Operacional	No operacional
Activos corrientes			
Efectivo y equivalentes de efectivo	49 866	✓	
Otros activos financieros corrientes	1 523		✓
Otros activos no financieros corrientes	4 804	✓	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	12 335	✓	
Cuentas por cobrar a relacionadas	1 910	✓	
Inventarios	48 503	✓	
Activos por impuestos corrientes	2 215	✓	
Total de los activos corrientes	121 155		
Activos no corrientes destinados para la venta	605		✓
Activos no corrientes destinados para la venta	605		
Total de activos corrientes	121 760		
Activos no corrientes			
Otros activos financieros	11 737		✓
Otros activos no financieros	3 558	✓	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	236	✓	
Inversiones contabilizadas por método de participación	6 158	✓	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	12 213	✓	
Plusvalía	22 626	✓	
Propiedades planta y equipo	129 238	✓	
Propiedades de inversión	114 420	✓	
Activos por impuestos	531	✓	
Activos por impuestos diferidos	9 572	✓	
Total activos no corrientes	310 288		
Total activos de negocios no bancarios	432 049		
Negocios bancarios			
Efectivo y depósitos en banco	14 857	✓	
Operaciones con liquidación en curso	11 231	✓	
Instrumentos para negociación	23 529	✓	
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	525	✓	
Contratos de derivados financieros	18 333	✓	
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	160 973	✓	
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	23 499	✓	
Inversiones en sociedades	112	✓	
Intangibles	2 922	✓	
Activo fijo	2 413	✓	
Impuestos corrientes	347	✓	
Impuestos diferidos	2 055	✓	
Otros activos	5 701	✓	
Total activos negocios bancarios	266 495		

Fuente: Memorias anuales Falabella

7.4.1. Activos del negocio no bancario

Los activos corrientes y no corrientes del negocio no bancario se describen a continuación (montos, datos y descripciones obtenidos de los estados financieros auditados de 2Q 2020):

- **Efectivo y equivalente de efectivo:** A junio 2020, la mayoría se encuentra depósitos a plazo (60,9%), seguido de fondos mutuos (20,7%) y saldos en bancos (12,6%). El resto es efectivo en caja y contratos de retrocompra.
- **Otros activos financieros:** Posición en instrumentos financieros derivados que corresponden a contratos swaps y contratos forward de moneda, tasa y/o inflación, como también fondos mutuos, fondos con restricción e inversiones en bonos bancarios. Estos activos serán considerados como no operacionales ya que son activos que no tienen relación con las operaciones de Falabella (el negocio de la empresa no es invertir para generar ganancias).
- **Otros activos no financieros:** Incluye arriendos anticipados, IVA, contratos de mantención de software, pólizas de seguro, impuestos por recuperar, entre otros.
- **Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar:** Incluye los deudores comerciales, los documentos por cobrar, deudores varios y cuentas por cobrar financieras, como también la estimación de incobrabilidad para cada tipo de cuenta por cobrar.
- **Cuentas por cobrar a relacionadas:** A junio 2020, la mayoría de las cuentas por cobrar con relacionadas son a Sociedad Distribuidora de Mejoramiento del Hogar y Construcción (México) y Sodimac Colombia, ambas representando el 90,5% de la totalidad de cuentas con relacionadas.

- **Inventarios:** Uno de los activos corrientes más relevantes junto al efectivo y equivalentes. El 87,5% del inventario a junio 2020 son productos para la venta, seguido de mercaderías en tránsito (11,7%). También incluye materias primas, productos en proceso y materiales y envases.
- **Activos por impuestos:** Los elementos más relevantes son el impuesto a la renta por recuperar (62,7% del activo por impuestos corriente) y el PPM neto (29,9%). El resto son créditos por capacitación y otros impuestos por recuperar.
- **Activos no corrientes destinados para la venta:** Son los activos no corrientes cuyo valor libro se recuperará a través de una operación de venta y no a través de su uso continuo. Esta condición se considera cumplida únicamente cuando la venta es altamente probable y el activo está disponible para la venta en su estado actual. A junio 2020, los activos presentados bajo este concepto corresponden a las filiales Sodimac S.A. y Plaza S.A., y se conforman de inmuebles destinados para la venta, los cuales cumplen con los criterios establecidos anteriormente. Debido a lo antes mencionado, estos activos son considerados como no operacionales.
- **Inversiones contabilizadas por el método de la participación:** Incluye la participación que Falabella tiene en Sodimac Colombia (49%), Sociedad Distribuidora de Mejoramiento del Hogar y Construcción (México, 50%), Inmobiliaria Cervantes (Chile, 33,7%) y Servicios Financieros Soriana (México, 50%). Todas estas son operacionales ya que cada empresa pertenece a uno de los segmentos de Falabella (mejoramiento del hogar, inmobiliaria, bancario).
- **Activos intangibles distintos de la plusvalía:** En esta categoría se contabiliza (i) el desarrollo de software interno, (ii) las licencias y programas informáticos, (iii)

las patentes, marcas registradas y otros derechos, y (iv) otros intangibles identificables y las marcas comerciales (Sodimac, Imperial, Dicico).

- **Plusvalía:** Intangible que está asociado con la compra de una empresa la cual se genera por el precio de compra adicional al valor neto justo de los activos netos de la empresa. La mayor parte de la plusvalía viene de Sodimac, Maestro Perú, Aventura Plaza y New TIN Linio. Las empresas con plusvalía son operacionales ya que cada empresa pertenece a uno de los segmentos de Falabella (mejoramiento del hogar, supermercados, inmobiliaria, bancario).
- **Propiedad, Planta y Equipo:** Es el principal activo de la empresa. Entre los más relevantes se encuentran los activos por derecho de uso (NIIF 16 de reconocimiento de activos por arrendamiento), terrenos, edificios, plantas y equipos y construcciones en curso.
- **Propiedades de inversión:** Esta categoría incluye principalmente centros comerciales, obras en ejecución y terrenos disponibles que se estima serán destinados a futuros centros comerciales. No existe mayor detalle de estos activos en los estados financieros auditados.
- **Activos por impuestos diferidos:** Estos activos están relacionados a las pérdidas tributarias de arrastre, provisión de incobrabilidad, provisión de vacaciones, diferencias de valorización de inventarios e indemnizaciones por años de servicio, entre otros.

7.4.2. Activos del negocio bancario

Los activos del negocio bancario se describen a continuación (montos y datos todos obtenidos de los estados financieros auditados de 2Q 2020):

- **Efectivo y depósitos en banco:** Estos se dividen en saldos en bancos, efectivo en caja y depósitos a plazo, donde la mayoría se encuentra en CLP (87,5%).
- **Operaciones con liquidación en curso:** No hay información al respecto en los estados financieros auditados.
- **Instrumentos para negociación:** Son principalmente depósitos y fondos administrados por terceros.
- **Contratos de retrocompra y préstamo de valores:** No hay información al respecto en los estados financieros auditados.
- **Contratos de derivados financieros:** No hay información al respecto en los estados financieros auditados.
- **Créditos y cuentas por cobrar a clientes:** Este ítem está compuesto por colocaciones comerciales, colocaciones para la vivienda, colocaciones de consumo y deudores por tarjeta de crédito.
- **Instrumentos de inversión disponibles para la venta:** Está compuesto de bonos y otros instrumentos del banco central de Chile, instrumentos de otras instituciones nacionales como certificados de depósitos a plazo, e instrumentos de gobiernos o bancos centrales extranjeros.
- **Inversiones en sociedades:** A junio 2020, incluye la participación del 23,13% en Unibanca (Perú).
- **Intangibles:** Para el negocio bancario incluye el desarrollo interno de software y las licencias y programas informáticos.
- **Activo fijo:** A junio 2020, el activo fijo está compuesto principalmente (neto) de activos por derecho de uso (NIIF 16), mejoras a bienes arrendados, equipamiento de tecnologías de la información y plantas y equipos.

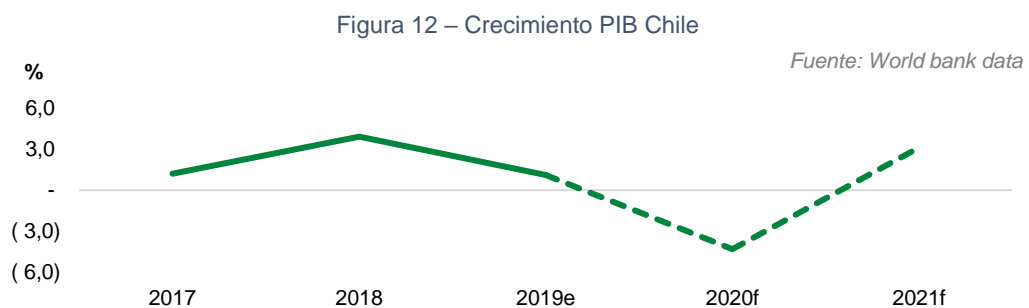
- **Impuestos corrientes:** Compuesto a junio 2020 por el PPM neto e impuesto a la renta por recuperar.
- **Impuestos diferidos:** Los ítems principales del impuesto diferido del negocio bancario son la provisión de deudores incobrables, las pérdidas tributarias de arrastre y los ingresos anticipados.
- **Otros activos:** Los otros activos del negocio bancario incluyen cuentas y facturas por cobrar (corresponden principalmente a operaciones pendientes por transacciones diarias, cuentas por cobrar por el uso de cajeros automáticos, facturas por arriendo de espacios en sucursales, y otros), depósitos en garantía y gastos diferidos, entre otros.

7.5. Análisis de la industria

Finalmente, analizaremos la industria y el *outlook* por país y segmento de negocio, como también analizar el impacto del COVID-19 en las proyecciones. No se tomará como representativo de la industria las empresas comparables ya que no todas operan en los mismos segmentos/países e independiente de las variaciones de cada una, todas las empresas de estos segmentos están afectadas por los mismos factores que son los *drivers* de una economía (ej. consumo, desempleo).

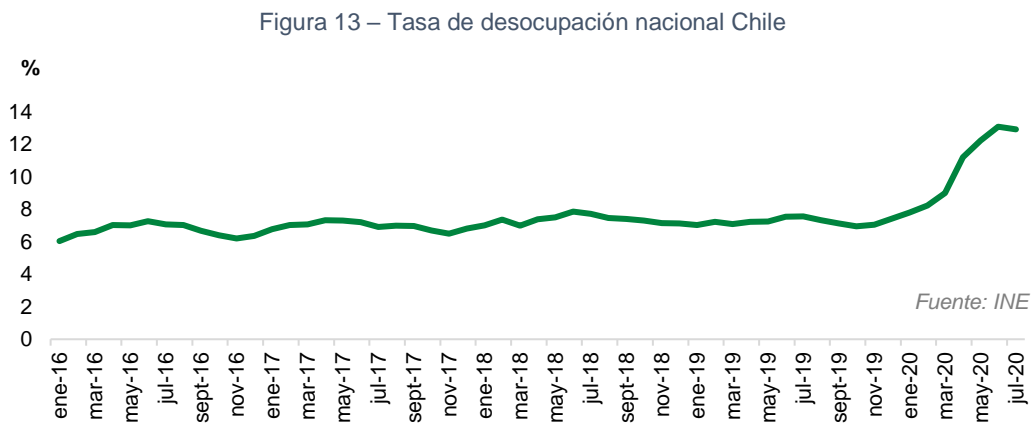
7.5.1. Chile

A nivel económico país, el PIB de Chile había crecido en los años 2017 y 2018 (1,2% y 3,9% respectivamente), para luego tener también un crecimiento en 2019, pero mucho menor al de 2018 (1,1%) como muestra la figura 12. Este último crecimiento está sumamente afectado por un Q4 complicado para el país debidos a los disturbios ocasionados por la crisis social.



Tiendas por departamentos: Según el reporte del banco de Inversiones Security de mayo 2019, el negocio de Tiendas por departamentos continuaría un panorama desafiante, ya que aún se ven niveles de inventarios altos en la industria en general (tendencia desde 2017), por lo que se espera que se mantenga la actividad promocional

y contracciones de márgenes⁶⁸. Además, las ventas minoristas están relacionadas al crecimiento del empleo, el cual, como muestra la figura 13, la situación comienza a empeorar significativamente en el primer trimestre de 2020 para alcanzar altos históricos no vistos desde 2010. Es de esperar que el desempleo se vea alto mientras dure la pandemia.

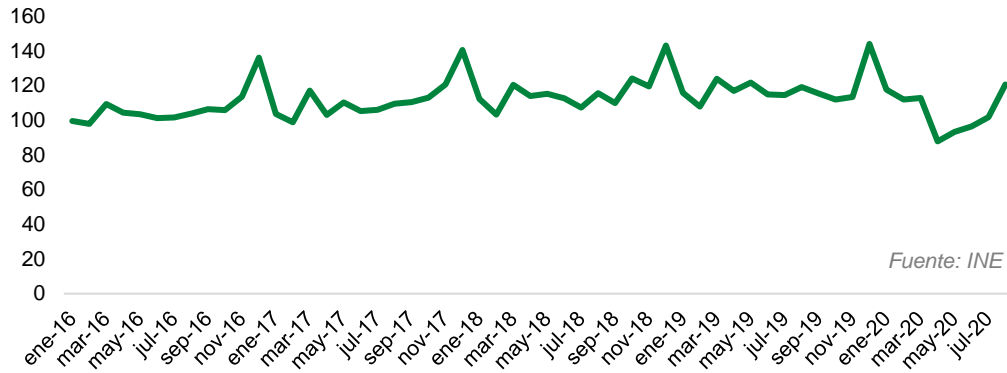


Otro factor que afecta significativamente las ventas del retail son las cifras de consumo. Como se puede ver en la figura 14, hay una clara estacionalidad en las ventas, donde cada diciembre es el *peak* del año, para luego ver una baja en consumo durante el verano, y un repunte en marzo por el inicio del año escolar. Sin embargo, el consumo bajó significativamente en 2020 debido a la pandemia, que llevó al cierre de muchas tiendas pero que al final del Q2 comenzó a repuntar. Esto implicó un cambio en el canal de ventas, donde el nuevo *mix* tiene un aumento en la exposición al canal online⁶⁹.

⁶⁸ Inversiones security – Retail: Falabella y Mallplaza: Retail Continuaría Desafiante y Mallplaza con Espacio para Crecer y Generar Eficiencias – Mayo 2019

⁶⁹ Inversiones security – Retail: Debilidad en el consumo, presión en márgenes y evolución de la recuperación empañan perspectivas del sector – Septiembre 2020

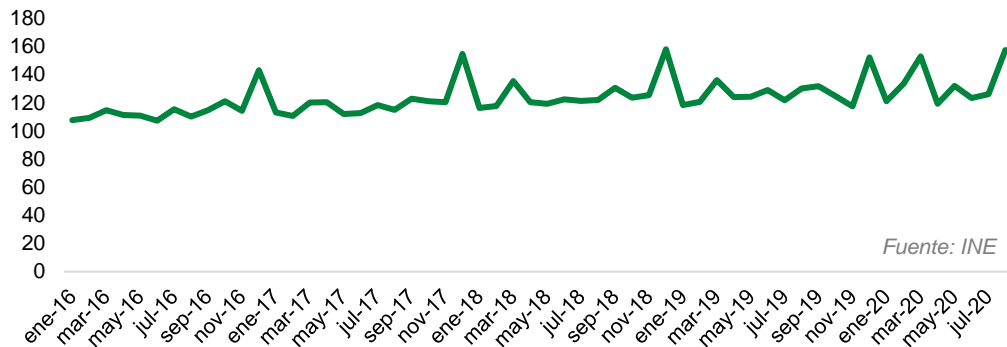
Figura 14 – Índice de Actividad del comercio Chile



Mejoramiento del hogar: Este segmento, también considerado como retail, depende de muchos de los mismos factores que afectan a las tiendas por departamento. Adicionalmente, este segmento está influenciado altamente por el sector de la construcción. Aunque los índices de la construcción muestran niveles positivos, las ventas de mejoramiento del hogar en el futuro cercano estarán altamente influenciadas por los avances de la pandemia, como también de las decisiones sanitarias del gobierno de mantener sin cuarentena a las comunas en donde Falabella tiene tiendas.

Supermercados: Este segmento ha sido uno de los menos afectados por la pandemia (-0,4% TTM20), ya que a pesar de que las tiendas tuvieron que cerrar, las ventas online se dispararon. La figura 15 muestra el índice de las ventas de supermercados en Chile, donde se puede ver una clara estacionalidad nuevamente con *peaks* en diciembre, como también un aumento significativo en marzo 2020 debido al miedo general por el cierre de tiendas que llevó a mucha gente a abastecerse de comida por la incertidumbre. Es de esperar que, independiente de lo que pase con el coronavirus, el nivel de ventas no varíe tanto en comparación al TTM20.

Figura 15 – Ventas de supermercados Chile



Inmobiliario: Aunque sólo representa alrededor del 4% de los ingresos totales de Falabella, este fue el segmento más afectado de Chile con una variación en el TTM20 de -17,7%. Esta tendencia a la baja comenzó en 2019 con la crisis social y se profundizó con la pandemia, ya sea por los daños ocasionados por los disturbios como también por el no pago de arriendo de los arrendatarios debido al cierre de locales por la cuarentena. Esta tendencia a la baja debería continuar si es que las condiciones en Chile empeoran y lleva a las autoridades a cerrar nuevamente las comunas y dejarlas en cuarentena.

Bancario: En el negocio financiero, con la inclusión de CMR a Banco Falabella Chile sumado a otras carteras de consumo riesgoso, el riesgo de crédito del sistema aumentaría, generándole a la compañía un mayor costo por provisión en este negocio⁷⁰. Esto se ve aún más significativo con la llegada de la pandemia, donde las provisiones por riesgo de crédito han aumentado considerablemente debido a la morosidad de los clientes. Estas provisiones deberían seguir aumentando con el tiempo y seguirán al alza a lo largo de la duración de la pandemia, como también un tiempo después hasta que la

⁷⁰ Inversiones security – Retail: Falabella y Mallplaza: Retail Continuaría Desafiante y Mallplaza con Espacio para Crecer y Generar Eficiencias – Mayo 2019

economía se reactive, el desempleo baje y las personas puedan permitirse pagar sus deudas.

A nivel país, y según Mario Marcel en una presentación en la universidad Adolfo Ibáñez, los seis grandes desafíos de Chile y que afectan directamente al consumo del retail son (1) recuperar el mercado laboral, (2) suavizar la transición de hogares y empresas de una fase de emergencia a una de reactivación, (3) recuperar y reestructurar los sectores más afectados, (4) materialización de inversiones y aumentos de niveles de actividad que requerirá financiamiento, (5) reducir significativamente la incertidumbre, y (6) elevar la capacidad de crecimiento de largo plazo⁷¹.

Finalmente, ICR clasificadora de riesgo mantiene las expectativas negativas del sector *retail*⁷², donde identifican shocks segmentados desde tres puntos de vista:

- **Shock de mercado:**

- **Perspectivas económicas desfavorables:** El FMI está esperando que el crecimiento económico se contraiga en un 7,5%.
- **Alto desempleo:** El desempleo se ha disparado con la llegada de la pandemia, llegando a 11,2% en el trimestre móvil marzo-mayo 2020.
- **Menor ingreso disponible:** Mayor restricción al consumo se debe a disminución en el ingreso disponible promedio de las familias como consecuencia de ajustes de costos de las empresas.

⁷¹ Ciclo “Economía Postpandemia: ¿cómo cambió el mundo?” Universidad Adolfo Ibáñez, sede Viña del Mar – 09 de octubre 2020

⁷² Proyecciones sobre la industria del retail continúan desfavorables, con bajas expectativas de un fortalecimiento operacional durante 2021 – ICR Chile – Julio 2020

- **Shock en demanda:**

- **Consumo ralentizado previo al estallido social:** Las ventas del *retail* han tenido un lento crecimiento previo al estallido social.
- **Estallido social:** La industria retail resultó ser una de las más expuestas ante la situación del país luego del estallido social, con una profundización en la contracción que el sector.
- **Covid-19:** A raíz de la crisis sanitaria, un gran número de tiendas físicas permanecen cerradas debido a las cuarentenas, generando que las ventas minoristas durante 2020 hayan caído fuertemente. No obstante, el mal desempeño no es homogéneo en todas las categorías de productos, observándose una caída más acentuada en las ventas de vestuario, calzado, línea hogar, artefactos eléctricos y muebles respecto a los productos perecibles y abarrotes.
- **Alto endeudamiento familiar:** El endeudamiento agregado de los hogares en Chile se encuentra en línea con lo observado en países de similar ingreso per cápita.

- **Shock en la oferta:**

- **Relaciones con la banca:** Conforme el virus se expande, las perspectivas económicas se van ajustando a la baja y es necesario evaluar la situación de liquidez de cada empresa de la industria. Al respecto, la relación con la banca se ha transformado en un factor clave para el resguardo de la caja de los *retailers*, mediante la negociación de líneas de crédito para capital de trabajo, teniendo en consideración que

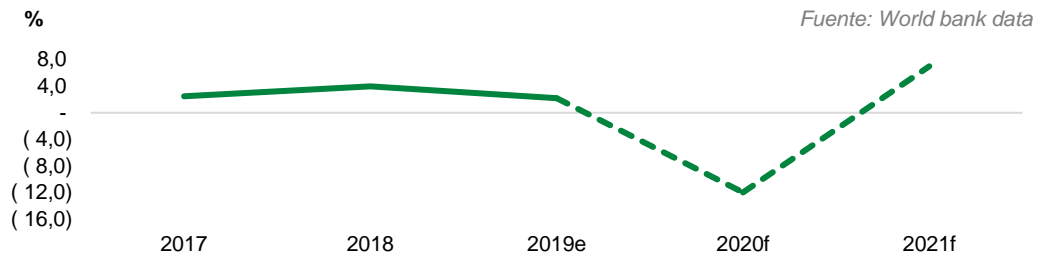
la baja en la actividad de la industria ha mermado la recaudación habitual de las compañías

- **Relaciones con proveedores:** Es clave para las empresas de comercio minorista mantener una relación activa con sus proveedores, de manera que la gestión de cuentas por pagar se ajuste adecuadamente a la situación de liquidez de las compañías (como también de los arriendos).
- **Mayores provisiones:** Los efectos negativos de la pandemia sobre la demanda han implicado un crecimiento en los niveles de morosidad en los clientes del retail financiero, principalmente en las compañías que apuntan a un segmento de la población de ingresos medios-bajos.
- **Reorganización de la oferta:** Las restricciones para la atención de público en tiendas físicas han forzado a un desarrollo más rápido del canal de ventas online. Si bien el *e-commerce* ha presentado un crecimiento a doble dígito previo al Covid-19, donde, según un informe de la Cámara de Comercio de Santiago (CCS), a partir de datos de Transbank las ventas hasta mayo se incrementaron 214% en 12 meses.

7.5.2. Perú

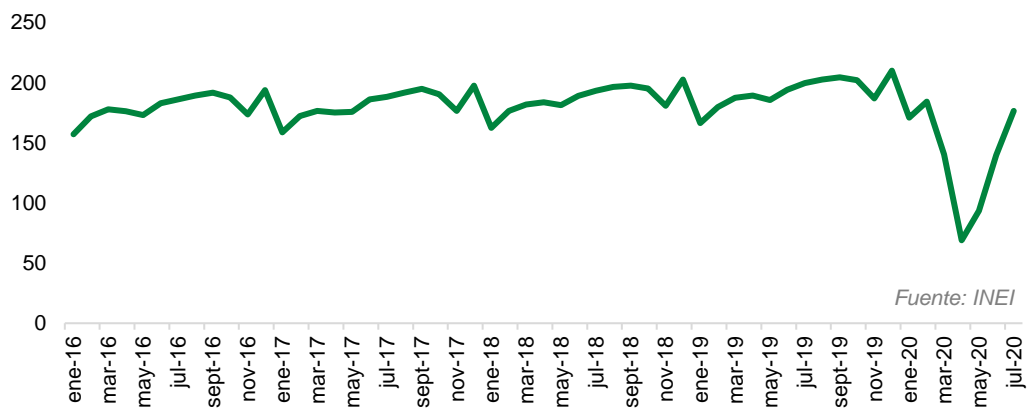
A nivel macro, el PIB de Perú había crecido en los años 2017 y 2018 (2,5% y 4% respectivamente), para luego tener también un crecimiento en 2019, pero mucho menor al de 2018 (2,2%) como muestra la figura 16. La proyección de crecimiento del PIB para Perú es el peor considerando los países donde Falabella opera, con un 12% de caída en el PIB para 2020 y un repunte del 7% en 2021.

Figura 16 – Crecimiento PIB Perú



Falabella en Perú opera en los mismos sectores que en Chile, por lo que se ve afectado por los mismos índices. La figura 17 nos muestra el índice del sector comercio peruano calculado por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), donde se ve nuevamente una clara estacionalidad (con leves aumentos cada año) hasta llegar al 2020, donde desde marzo se ve una clara crisis en el sector (llegando a su *peak* más bajo en abril) para luego repuntar en junio, todo esto alineado a las cuarentenas y a la imposibilidad de operar en las tiendas por las cuarentenas.

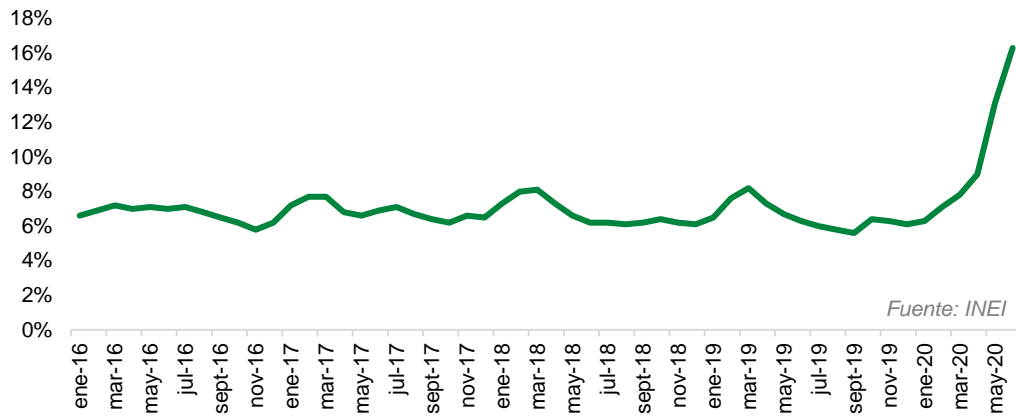
Figura 17 – Índice del sector de comercio Perú



Adicionalmente, Perú está viviendo uno de los recesos más grandes en el último tiempo y esto se ve reflejado en el desempleo como muestra la figura 18. Durante los cuatro trimestres móviles, el desempleo se ha duplicado llegando al 15,6% en el trimestre de

junio, julio y agosto, lo que impacta directamente al consumo del país ya que hay cada vez más gente sin empleo y con menos posibilidad de gastar en el retail.

Figura 18 – Tasa de desempleo Perú

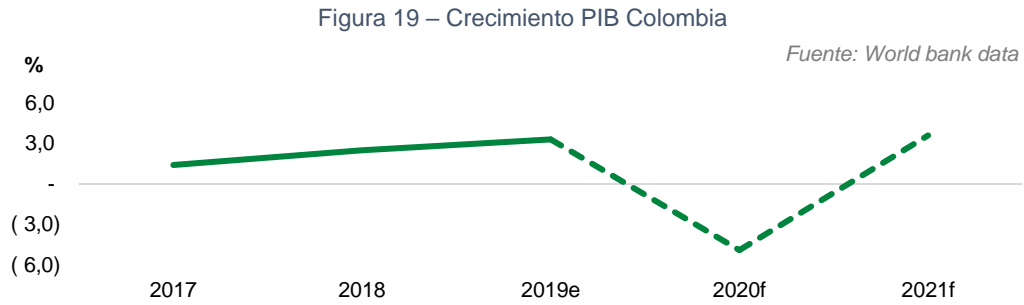


Finalmente, las ventas más relevantes de este país son los supermercados, donde Falabella opera con Hiperbodega Precio Uno y Tottus y que a 2019 tenía el 26,5% de participación⁷³. Las ventas de este segmento aumentaron en TTM20, pero se ve difícil que haya un aumento en este sector en el futuro dadas las condiciones actuales, y se espera que se mantengan las ventas.

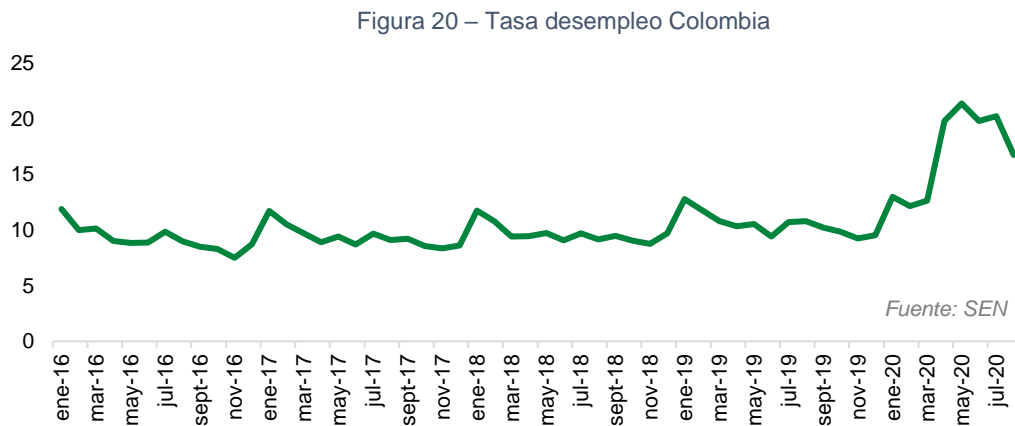
7.5.3. Colombia

La figura 19 muestra el crecimiento de Colombia durante los últimos años como la proyección de crecimiento en 2020 y 2021. Colombia ha crecido constantemente e incluso aumentando el ritmo de crecimiento cada año, donde en 2019 creció a un 3,3%. Sin embargo, las proyecciones para 2020 son de un -4,9% y se espera un repunte del 3,6% en 2021.

⁷³ <https://www.infomarketing.pe/marketing/noticias/supermercados-peruanos-ocupa-el-primer-lugar-en-peru-en-el-ranking-de-supermercados/>

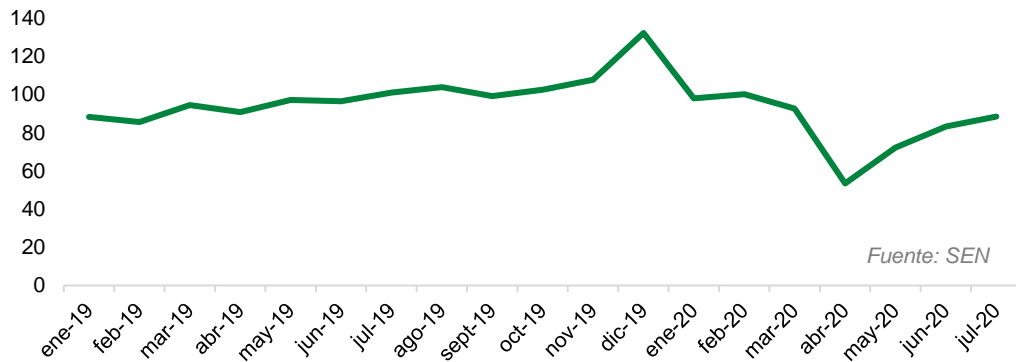


Dos tercios de los ingresos de este país provienen de las tiendas por departamento en TTM20, mientras que el resto proviene del sector bancario. La figura 20 muestra la tasa de desempleo de Colombia obtenida del Sistema Estadístico Nacional (SEN) de Colombia, donde se puede ver que hubo un aumento significativo en la tasa de desempleo en 2020 donde entre mayo y julio promedió un 20,5% de desempleo, pero en agosto hubo una mejora hasta llegar a un 16,8%.



Situación similar ocurre con el consumo en este país, donde la encuesta mensual de comercio muestra el deterioro nacional a partir de abril de 2020 como se ve en la figura 21, algo que afecta directamente a las ventas de tiendas por departamentos y que explica la disminución de ventas en ese segmento en el último tiempo.

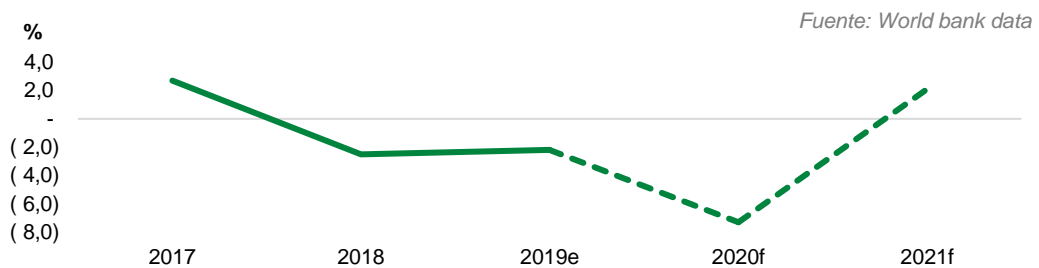
Figura 21 – Encuesta mensual de comercio Colombia



7.5.4. Argentina

La figura 22 muestra el crecimiento del PIB de Argentina en los últimos años, como también la proyección para el año actual 2020 y el 2021. Como se puede ver en la figura, Argentina ha tenido problemas económicos hace un tiempo, donde en 2018 y 2019 tuvo un decrecimiento del 2,5% y 2,2% respectivamente, sumado también la hiperinflación que vive el país y a otros factores que tienen a Argentina como uno de los países con peor rendimiento de LATAM. Para 2020, se espera que la variación del PIB sea de un -7,3%, y que vea un repunte en 2021 de un 2,1%.

Figura 22 – Crecimiento PIB Argentina



En Argentina, tiendas por departamento y mejoramiento del hogar representan la mayoría de las ventas, por lo que nuevamente son afectados por los mismos factores que los países anteriores.

La figura 23 muestra la tasa de desocupación en Argentina, mientras que la figura 24 muestra el índice de ventas del comercio, con datos obtenidos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). Como se puede ver, la pandemia afectó el desempleo en el segundo trimestre de 2020, pero el impacto es severo en el índice de ventas del comercio, donde en abril y mayo llegaron a casi niveles nulos de ventas. Esto obviamente implica que la industria tuvo un muy mal primer semestre de 2020 debido a la crisis sanitaria, lo cual se ve reflejado en la disminución en ventas de todos los segmentos en donde Falabella opera en este país.

Figura 23 – Tasa de desocupación Argentina

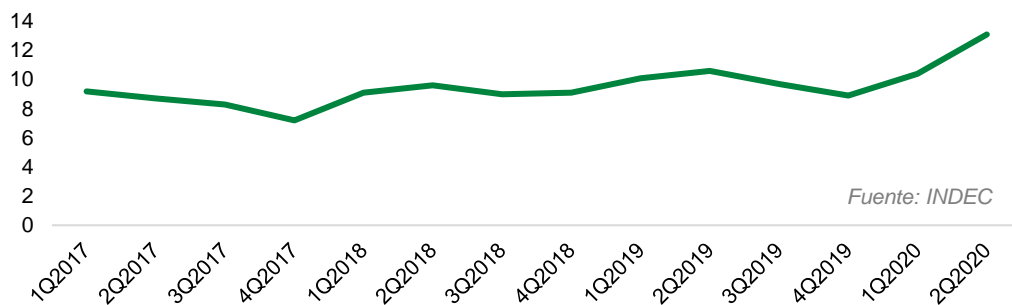
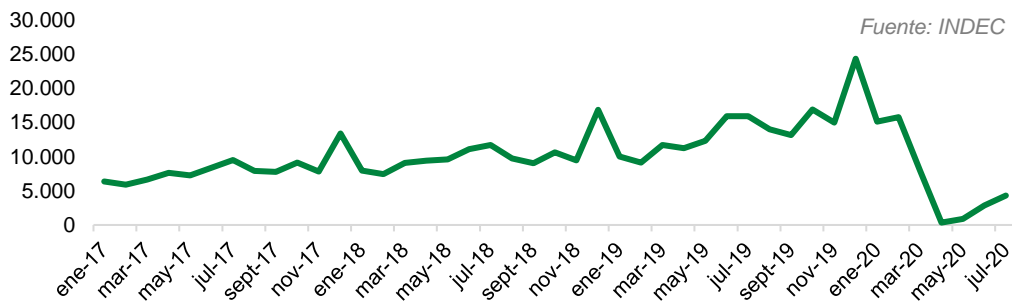


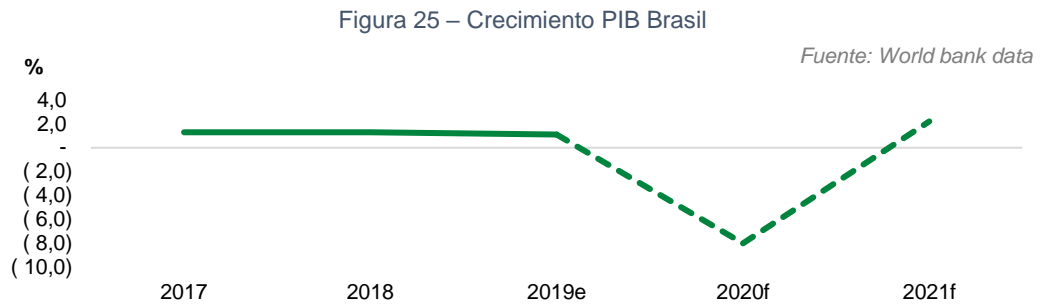
Figura 24 – Índice de ventas comercio Argentina



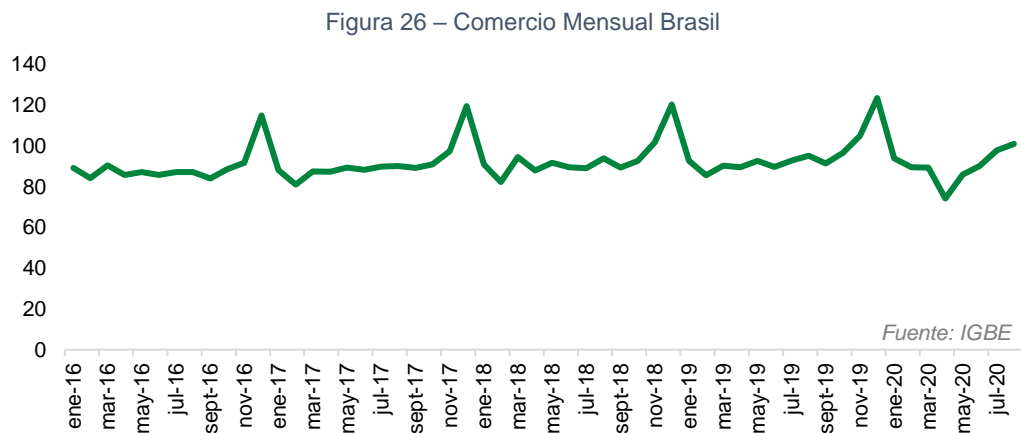
7.5.5. Brasil

Finalmente, Falabella solamente opera en mejoramiento del hogar en Brasil, donde sorpresivamente tuvo un leve aumento en ventas en TTM20 a pesar del covid-19. La

figura 25 muestra el PIB de los últimos 3 años (promediando establemente un 1,2%) y la proyección del decrecimiento del PIB a 2020 (-8%) y el repunte en 2021 (2,1%).



Brasil ha sido uno de los países más afectados por la pandemia, siendo el segundo país con más muertes (+150.000) tras EEUU a octubre 2020. Debido a la crisis sanitaria, el desempleo en Brasil llegó a un 13,3% según el IBGE⁷⁴, pero el comercio no se vio tan afectado por las pocas restricciones que impuso el gobierno. Como muestra la figura 26, a pesar de tener un 2Q peor que el del año anterior, el comercio repuntó rápidamente y ya está por sobre los niveles del año anterior a de manera mensual.



⁷⁴ Instituto Brasileiro de Geografia y Estadística

7.5.6. Covid-19

Como hemos visto, el 2020 ha afectado a todos los países del mundo como también a cada uno de los segmentos de negocio (en distinta magnitud), lo cual tiene un denominador común: la pandemia del covid-19. A octubre 2020, ya lleva más de un millón de muertos en el mundo, lo cual impacta a los negocios directamente por las cuarentenas, las recesiones y un menor consumo, como también genera incertidumbre, uno de los mayores enemigos de los mercados de capitales y las empresas.

Según el estudio hecho por el banco mundial “*Global Economic Prospects*”, Latinoamérica ha sido una de las regiones más afectadas por la pandemia. Se espera que la actividad de LATAM tenga una variación del -7,2% y que las perspectivas son excepcionalmente inciertas y altamente dependientes de la magnitud y duración de la crisis sanitaria⁷⁵.

A nivel local y a principios del segundo semestre, tiendas como Dijon cerraron sus tiendas definitivamente, Corona S.A. se acogió a la ley de quiebra, y Cencosud anunció una reorganización de París en Chile y Perú (cerrando completamente la tienda en Perú) como también el cierre de la tienda Johnson (absorbida por París)⁷⁶.

Falabella anunció en septiembre 2020 que busca un socio estratégico en Argentina debido al efecto adverso que tuvo la crisis sanitaria en ese país, donde además cerrarán cuatro tiendas en Buenos Aires en los próximos meses (dos de Falabella Retail y dos de Sodimac)⁷⁷.

⁷⁵ Global Economic Prospects – Junio 2020

⁷⁶ Emol.com - <https://www.emol.com/noticias/Economia/2020/08/25/995939/Casos-retail-pandemia-180.html>

⁷⁷ <https://www.latercera.com/pulso/noticia/falabella-confirma-que-busca-un-socio-para-su-operacion-en-argentina/X2URLRLJSJDDLFZU6DIGDX5ZRA/>

Finalmente, ICR Chile determina que el retail tiene una exposición alta al coronavirus en un reporte publicado en marzo de 2020, ya que, si bien las ventas online son un mitigante natural para la eventual baja en el flujo de clientes en tiendas físicas, en Chile el canal se encuentra en etapa incipiente por lo que no lograría mitigar una eventual propagación del virus en nuestro país. Cuando las ventas online han ido en aumento los últimos períodos, dada su baja penetración, no es lo suficientemente significativa respecto a las ventas totales de los *retailers*, sobre todo en aquellos comercios de tamaño mediano y pequeño⁷⁸. Por su parte, ICR también considera que el negocio inmobiliario tiene una alta exposición a la pandemia, ya que se espera que el *real estate* en Chile vea disminuciones en el flujo de clientes en malls, *stripcenters*, *outlets*, *stand alone*, etc. Aun cuando los contratos establecidos entre los operadores y los locatarios tienen una fracción fija y una variable, el concepto fijo es lo que justifica gran parte de los ingresos generados por las empresas de *real estate*. Lo anterior significa que, aun cuando la disminución del flujo de clientes mermaría las ventas de los locatarios (no supermercadistas), no debería existir un efecto significativo para el operador en el muy corto plazo, pero de prolongarse la pandemia, eventuales cierres transitorios de centros comerciales y las consecuentes caídas significativas en las ventas de locatarios podrían propiciar aumentos en la morosidad y/o vacaciones en el mediano plazo y eventualmente requerir reprogramar pagos de arriendos con los locatarios más afectados⁷⁹.

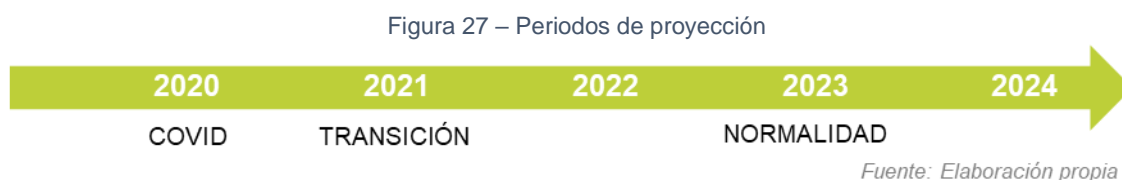
⁷⁸ Coronavirus como nuevo desafío chileno, con retail, transporte, travel, gaming, isapres y real estate dentro de los sectores más vulnerables – ICR Chile – Marzo 2020

⁷⁹ Coronavirus como nuevo desafío chileno, con retail, transporte, travel, gaming, isapres y real estate dentro de los sectores más vulnerables – ICR Chile – Marzo 2020

8. Proyección del estado de resultados

8.1. Ingresos operacionales proyectados

Para proyectar los ingresos operacionales de Falabella del segundo semestre de 2020 hasta 2024, se analizará cada segmento por país. Primero, se definirán tres periodos en base a los supuestos de proyección, como muestra la figura 27.



A nivel general, se asume que para el segundo semestre de 2020 (periodo denominado COVID) la pandemia seguirá afectando al mundo entero. En 2021 (denominado TRANSICIÓN), se asume que se encuentra la vacuna al coronavirus y durante el año, la economía mundial se reactiva (considerando que la vacuna se debe encontrar y luego masificar). Por último, se asume que para los años 2022, 2023 y 2024, las economías vuelven a un crecimiento normal (NORMALIDAD) y funcionando sin restricciones.

Existen varias maneras de proyectar las ventas Falabella, ya sea en base a los promedios históricos, las ventas por m², promedio de SSS e indicadores económicos. A nivel general, para los periodos COVID y TRANSICIÓN, los datos históricos no son una variable explicativa a lo que pasará en estos periodos. Sin embargo, tanto el negocio *retail* como el bancario están directamente relacionados con los crecimientos del PIB, debido a que el PIB tiene dos elementos muy relevantes que afectan a estos segmentos: el consumo y la inversión. El primero es el *driver* principal de la industria *retail* y el elemento más importante en el PIB. El segundo tiene, entre otras, dos consecuencias:

la construcción y la inversión en *real estate*, lo cual tiene directa relación con los segmentos de mejoramiento del hogar y el inmobiliario. Es por esto que, a nivel general, se considerará el PIB proyectado por el Banco Mundial como las proyecciones durante estos dos próximos periodos (COVID y TRANSICIÓN). Para los años de NORMALIDAD, se utilizarán distintas métricas en base al comportamiento histórico de cada segmento por país (excepciones serán explicadas por segmento y por país).

Finalmente, un supuesto importante es que las proyecciones no se verán afectadas por las variaciones del tipo de cambio frente a las varias monedas donde Falabella opera, ya que es difícil predecir esto en el corto, mediano y largo plazo (se asume que pérdidas y ganancias se compensan en el tiempo). Por lo tanto, se analizarán las variaciones en moneda local para cada país, las cuales se encuentran en una tabla resumen en el anexo de este informe.

8.1.1. Proyección Chile

Además del efecto del coronavirus en TTM20, Chile tuvo un cuarto trimestre del 2019 complicado debido al estallido social, lo que implicó que el sector *retail* no pudiera operar con normalidad. Esto implica que los ingresos operacionales de 2019 y TTM20 no representen el “*business as usual*” y que por ende no se puedan utilizar para proyectar las ventas futuras.

Con respecto a las tiendas por departamento, las ventas han ido a la baja con variaciones del 5,7%, 2,5% y -3,4% en 2016, 2017 y 2018 respectivamente. Las ventas están significativamente influenciadas por el nivel de consumo del país. Considerando que para 2S20 y 2021 se usará las variaciones de proyección del PIB, para los años de normalidad se utilizará un promedio de los tres (1,6%), el cual refleja un crecimiento en

la actividad como a su vez un mayor consumo debido a los incentivos del mercado para reactivar la economía.

Mejoramiento del hogar está relacionado al consumo, pero también depende en gran magnitud del sector de la construcción. Considerando que 2016 está afectado por una paralización laboral en Sodimac que duró 26 días⁸⁰ lo que explica la caída en ventas de ese año, solamente el año 2017 y 2018 serán utilizados como promedio histórico, lo cual implicaría un crecimiento del 1,8% en 2022-2024.

A excepción de los otros segmentos, los supermercados solamente vieron una variación de un -0,4% en TTM20 comparado con 2019, debido a que, a pesar de cerrar los supermercados, la venta *online* con *delivery* siguió funcionando (la introducción de la aplicación móvil Fazil ayudará en el futuro), como también al simple hecho de que es una industria menos elástica. Es por esto que se considerará que el año 2020 cerrará en una variación del -0,4% (es decir, sin variación en 2S20), para después seguir a un crecimiento promedio del 2,6% (crecimiento ha sido estable entre 2016 y 2018, variando entre 2,1% y 2,9%).

Por su parte, el sector inmobiliario se ha visto afectado en el último tiempo a través de la postergación de los pagos de los arriendos. Debido a que también se postergó la inversión en centros comerciales, se utilizará la variación PIB en 2S20 y en 2021, para luego crecer al promedio histórico de 2016-2018 de un 5,8%, el cual iba al alza, pero se asume una postura conservadora y que este promedio incluiría el plan de inversión.

⁸⁰ Release de resultados Q4 2016 – Falabella

Finalmente, el sector bancario (que desde 2018 incluye el negocio de CMR) depende de las colocaciones que va a tener el banco, lo cual depende del comportamiento económico del país (y por ende el consumo). Se considerará el crecimiento de 2019 (2%) como la única variación relevante ya que 2016-2017 no incluían CMR y en 2018 el crecimiento se debe solamente por la inclusión de este.

Las tablas 46 y 47 muestran un resumen de los supuestos de crecimiento como también las ventas proyectadas de Chile. No hay un supuesto para el 2S20 si no para el 2020, por lo que el monto del 2S20 se calcula como la venta proyectada a 2020 (crecimiento a partir de 2019) menos el primer semestre de 2020 (actual).

Tabla 46 - Supuestos ventas Chile Falabella S.A.

%	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Tienda por departamento	(4,3)%	3,1 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
Mejoramiento del hogar	(4,3)%	3,1 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %
Supermercado	(0,4)%	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Inmobiliario	(4,3)%	3,1 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %
Bancario	(4,3)%	3,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %

Fuente: Elaboración propia

Tabla 47 - Proyección ventas Chile Falabella S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Tienda por departamento	30 913	49 767	51 310	52 147	52 998	53 863
Mejoramiento del hogar	37 760	70 741	72 934	74 257	75 604	76 976
Supermercado	13 090	26 416	27 113	27 829	28 564	29 318
Inmobiliario	8 502	13 047	13 451	14 231	15 056	15 930
Bancario	15 522	30 038	30 969	31 584	32 212	32 852
Ventas Chile	105 786	190 008	195 777	200 049	204 434	208 938

Fuente: Elaboración propia

8.1.2. Proyección Perú

Las ventas de Perú históricamente han estado afectadas constantemente por la variación del tipo de cambio, por lo que es necesario considerar las variaciones en moneda local. La mayoría de los segmentos están altamente influenciados por la economía (a excepción de supermercados y bancario), por lo que el crecimiento PIB del

banco mundial será utilizado como proyecciones para el periodo COVID y TRANSICIÓN (2S20 y 2021).

Descartando el TTM20 por la pandemia, si se compara el promedio de crecimiento tiendas por departamento en CLP con el de PEN, se ve que en CLP hubo una variación promedio nula (0%) entre los años 2016-2019 y una variación en moneda local del 1,8% durante el mismo periodo. Debido a esta situación, se tomará el promedio en moneda local para no reflejar una futura apreciación o depreciación del PEN.

Situación similar ocurre en mejoramiento del hogar, donde las variaciones presentadas anteriormente están significativamente afectadas por el tipo de cambio. Para este ejercicio se descartará, además de TTM20, el crecimiento de 2016 que se vio muy afectado por el cierre de dos tiendas (Ica y Chincha) y por una baja significativa en el sector de la construcción que no se debería ver a futuro. Por lo tanto, el promedio a utilizar es el del 2017-2019 en moneda local el cual es 2,4%.

Las ventas de supermercados han aumentado en todos los periodos bajo revisión, lo cual se debe principalmente a la apertura de nuevas tiendas. Considerando que los supermercados son del sector *consumer staples*, el cual es no cíclico y por ende no varía tanto con el estado de la economía al ser considerado como esencial, las proyecciones del PIB no representarían una buena estimación (crecimiento en TTM20 fue de 14,2% en MUF). Adicionalmente, si se considera que el plan de inversión incluye la expansión en Perú, el promedio en moneda local histórico debería reflejar el crecimiento a futuro, a excepción del año 2018, donde el crecimiento fue del 13,3% debido a siete aperturas, lo cual se considerará como un *outlier* y por ende no se tomará en cuenta. Por lo tanto, el

promedio a utilizar será el de 2016, 2017 y 2019 (con rango de 5,2% a 6,3%) que es de 5,6% para todos los años de proyección.

Para los otros negocios y eliminaciones (principalmente inmobiliario) las variaciones porcentuales han tenido una alta volatilidad durante el último tiempo. Sin embargo, los montos absolutos no son tan relevantes (representan en promedio el 0,5% de las ventas totales de Falabella), por lo que se utilizará como supuesto que las ventas se mantienen constantes en el promedio histórico de 2016-TTM20 de 1.712 MUF.

Finalmente, el sector bancario no fue tan afectado por la pandemia en TTM20, con una variación negativa de sólo 0,4%. Históricamente las ventas bajaron en 2017 y 2018, para luego crecer en 2019. El promedio de crecimiento de todo el periodo en revisión resulta en 0,3%, el cual siendo conservador debería reflejar el crecimiento futuro del sector para todos los periodos de proyección.

Las tablas 48 y 49 muestran un resumen de los supuestos de crecimiento como también las ventas proyectadas de Perú.

Tabla 48 - Supuestos ventas Perú Falabella S.A.					
%	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Tienda por departamento	(12,0)%	7,0 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %
Mejoramiento del hogar	(12,0)%	7,0 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
Supermercado	5,6 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %
Otros negocios y eliminaciones	se utilizará un promedio histórico de 1 712 MUF				
Bancario	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %

Fuente: Elaboración propia

Tabla 49 - Proyección ventas Perú Falabella S.A.						
MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Tienda por departamento	14 334	20 213	21 628	22 022	22 424	22 833
Mejoramiento del hogar	14 239	20 826	22 283	22 818	23 366	23 927
Supermercado	14 211	32 883	34 714	36 646	38 686	40 839
Inmobiliario	1 078	1 712	1 712	1 712	1 712	1 712
Bancario	4 684	8 978	9 006	9 034	9 063	9 092
Total ventas Perú	48 546	84 611	89 343	92 233	95 251	98 404

Fuente: Elaboración propia

8.1.3. Proyección Colombia

Para las tiendas por departamento, se utilizará la proyección de la variación del PIB para 2S20 y 2021. Para los años posteriores, el promedio 2016-2020 en moneda local (COP) de crecimiento anual es de 8,7%, comparado con un 3,7% en CLP en el mismo periodo. Sin embargo, y para ser conservadores, se utilizará el promedio en CLP, el cual es similar al crecimiento del PIB esperado para 2021 (3,6%).

Con respecto a los otros negocios y eliminaciones, el cual incluye el sector inmobiliario, estos representan en promedio un 0,3% de las ventas totales de Falabella, y aunque la tendencia ha ido a la baja por la pandemia, se espera que las ventas se recuperen. Debido a la magnitud de este segmento, se utilizará un promedio de todos los periodos en revisión (2016-TTM20) el cual resulta en 869 MUF.

Finalmente, el negocio bancario ha visto un fuerte crecimiento en 2016-2020, con variaciones entre 11,2% y 15,6%, para luego bajar en TTM20 a 2,8%. Se asumirá que para el periodo COVID y TRANSICIÓN (2S20 y 2021) el crecimiento será igual al de TTM20, para luego en los años restantes aumentar a un promedio histórico de 2016-2020 (13,4%).

Las tablas 50 y 51 muestran un resumen de los supuestos de crecimiento como también las ventas proyectadas de Colombia.

Tabla 50 - Supuestos ventas Colombia Falabella S.A.					
%	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Tienda por departamento	(4,9)%	3,6 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %
Otros negocios y eliminaciones	se utilizará un promedio histórico de 869 MUF				
Bancario	2,8 %	2,8 %	13,4 %	13,4 %	13,4 %

Fuente: Elaboración propia

Tabla 51 - Proyección ventas Colombia Falabella S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Tienda por departamento	9 417	14 648	15 175	15 734	16 313	16 913
Otros negocios y eliminaciones	513	869	869	869	869	869
Bancario	3 838	7 661	7 876	8 928	10 120	11 472
Total ventas Colombia	13 768	23 178	23 920	25 531	27 302	29 255

Fuente: Elaboración propia

8.1.4. Proyección Argentina

A pesar de no considerar el tipo de cambio para la mayoría de los países, Argentina tiene la particularidad de ser una economía hiperinflacionaria, por lo que las variaciones en moneda local no tienen en sí un fundamento orgánico de aumentos de ventas. Es por esto que el análisis será hecho en base a los montos en CLP.

A su vez, las proyecciones del PIB no representarían de manera correcta el futuro de las ventas, ya que se espera un crecimiento negativo del PIB de -7,3% en 2020 y un crecimiento del 2,3% en 2021. Sin embargo, las variaciones históricas en ventas de Argentina tienen un promedio del -15,4% desde 2016 a TTM20. Considerando que el TTM20 va en -18,3%, más la inflación que vive el país lo que genera un menor ingreso en Chile, es muy difícil que se llegue a una variación similar a la del PIB.

Considerando que todos los segmentos han tenido caídas fuertes a excepción del 2017, se utilizará el promedio histórico (2016-TTM20) por segmento en la variación de ventas futuras, lo cual debería reflejar la hiperinflación que vivirá el país en los años siguientes como también en las decisiones futuras de Falabella de seguir operando en menor volumen en este país. Esto también considera que las ventas de Argentina han perdido relevancia para Falabella, llegando solamente a representar un 3,6% de las ventas totales en TTM20.

Las tablas 52 y 53 muestran un resumen de los supuestos de crecimiento como también las ventas proyectadas de Argentina.

Tabla 52 - Supuestos ventas Argentina Falabella S.A.

%	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Tienda por departamento	(15,9)%	(15,9)%	(15,9)%	(15,9)%	(15,9)%
Mejoramiento del hogar	(17,3)%	(17,3)%	(17,3)%	(17,3)%	(17,3)%
Otros negocios y eliminaciones	(12,1)%	(12,1)%	(12,1)%	(12,1)%	(12,1)%
CMR	(8,2)%	(8,2)%	(8,2)%	(8,2)%	(8,2)%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 53 - Proyección ventas Argentina Falabella S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Tienda por departamento	4 195	6 463	5 437	4 574	3 848	3 237
Mejoramiento del hogar	1 954	3 163	2 615	2 163	1 789	1 479
Otros negocios y eliminaciones	(113)	(124)	(109)	(96)	(84)	(74)
CMR	1 284	2 104	1 930	1 771	1 625	1 491
Total ventas Argentina	7 320	11 606	9 874	8 412	7 177	6 133

Fuente: Elaboración propia

8.1.5. Proyección Brasil

Finalmente, las ventas de Brasil están solamente compuestas por el segmento de mejoramiento del hogar, las cuales han representado en promedio solamente un 2,1% de las ventas totales de Falabella.

Para el 2S20, y debido que el TTM20 en CLP ha tenido una variación positiva del 0,4% (y una variación del 10,3% en el primer semestre de 2020 en moneda local), no se tomará en cuenta la proyección de la variación del PIB a 2020 (-8%) y se asumirá que el 2020 termina igual que el TTM20. Por su parte, sí se considerará la proyección del PIB en 2021 en el periodo de TRANSICIÓN. En 2022 en adelante, y para no considerar las variaciones de tipo de cambio, se utilizará la variación en moneda local, que de 2016 a 2019 fue de 9%.

Las tablas 54 y 55 muestran un resumen de los supuestos de crecimiento como también las ventas proyectadas de Brasil.

Tabla 54 - Supuestos ventas Brasil Falabella S.A.

%	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Mejoramiento del hogar	0,4 %	2,2 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %

Fuente: Elaboración propia

Tabla 55 - Supuestos ventas Brasil Falabella S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Mejoramiento del hogar	3 899	7 387	7 549	8 229	8 969	9 777

Fuente: Elaboración propia

8.1.6. Ventas proyectadas

La tabla 56 muestra las ventas proyectadas por país y por segmento como también las ventas históricas. Como se puede ver en la tabla, a partir de 2S20 y FY20, llevan la letra E lo que significa que son montos proyectados (*expected*).

Además, la última línea llamada “otros negocios, eliminaciones e intersegmentos” no fue proyectada debido a lo volátil que pueden ser estos ingresos (y las eliminaciones). Sin embargo, el FY20E lleva un monto de 1.763 MUF lo cual se debe a los ingresos que hubo en el primer semestre de 2020 (actuales) y que conforman de igual manera lo proyectado a 2020 (es decir, no se proyectan estos ingresos en el segundo semestre).

Finalmente, se puede apreciar que el 2S20 generalmente representa más de la mitad de la proyección de FY20, lo cual se debe a que las restricciones en los países están bajando y las tiendas abriendo.

Tabla 56 - Ingresos por país y segmentos actuales y proyectados Falabella S.A.

MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	2S20E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Chile	198 449	204 006	207 432	197 459	105 786	190 008	195 777	200 049	204 434	208 938
Tienda por departamento	55 867	57 281	55 355	52 003	30 913	49 767	51 310	52 147	52 998	53 863
Mejoramiento del hogar	75 935	76 320	78 703	73 919	37 760	70 741	72 934	74 257	75 604	76 976
Supermercado	26 794	27 568	28 156	26 516	13 090	26 416	27 113	27 829	28 564	29 318
Inmobiliario	12 621	13 361	14 442	13 633	8 502	13 047	13 451	14 231	15 056	15 930
CMR	15 741	17 435	-	-	-	-	-	-	-	-
Bancario	11 491	12 042	30 776	31 387	15 522	30 038	30 969	31 584	32 212	32 852
Peru	81 270	81 609	82 385	88 614	48 546	84 611	89 343	92 233	95 251	98 404
Tienda por departamento	22 605	21 863	21 948	22 969	14 334	20 213	21 628	22 022	22 424	22 833
Mejoramiento del hogar	22 460	22 434	22 343	23 665	14 239	20 826	22 283	22 818	23 366	23 927
Supermercado	25 278	26 243	28 059	31 149	14 211	32 883	34 714	36 646	38 686	40 839
Otros negocios y eliminaciones	1 421	1 877	1 791	1 881	1 078	1 712	1 712	1 712	1 712	1 712
Bancario	9 506	9 192	8 245	8 949	4 684	8 978	9 006	9 034	9 063	9 092
Colombia	19 387	20 815	21 962	23 668	13 768	23 178	23 920	25 531	27 302	29 255
Tienda por departamento	13 269	14 045	14 593	15 403	9 417	14 648	15 175	15 734	16 313	16 913
Otros negocios y eliminaciones	922	972	924	814	513	869	869	869	869	869
Bancario	5 197	5 797	6 445	7 452	3 838	7 661	7 876	8 928	10 120	11 472
Argentina	20 419	21 320	16 047	13 659	7 320	11 606	9 874	8 412	7 177	6 133
Tienda por departamento	11 501	11 905	8 756	7 682	4 195	6 463	5 437	4 574	3 848	3 237
Mejoramiento del hogar	6 303	6 379	4 544	3 825	1 954	3 163	2 615	2 163	1 789	1 479
Otros negocios y eliminaciones	(185)	(207)	(179)	(141)	(113)	(124)	(109)	(96)	(84)	(74)
CMR	2 800	3 243	2 927	2 292	1 284	2 104	1 930	1 771	1 625	1 491
Brasil	6 357	7 044	6 631	7 387	3 899	7 387	7 549	8 229	8 969	9 777
Mejoramiento del hogar	6 357	7 044	6 631	7 387	3 899	7 387	7 549	8 229	8 969	9 777
Otros negocios, eliminaciones, intersegmentos	79	(188)	385	1 481	-	1 763	-	-	-	-
Total negocio no bancario	296 969	304 333	286 450	282 187	153 990	269 773	276 682	283 136	290 114	297 599
Total negocio bancario	28 993	30 273	48 393	50 081	25 328	48 780	49 781	51 318	53 020	54 907
Total Falabella	325 962	334 606	334 843	332 267	179 318	318 553	326 463	334 454	343 135	352 506

Fuente: Elaboración propia a partir de supuestos y estados financieros auditados

8.2. Costos y gastos operacionales proyectados

El análisis de los costos y gastos operacionales será dividido en dos secciones: negocio no bancario y negocio bancario.

8.2.1. Negocio no bancario

El costo más relevante del negocio no bancario es el costo de ventas. Estos costos han representado en promedio un 66,6% de las ventas no bancarias de Falabella. Sin embargo, estos porcentajes han ido al alza, debido a la baja en ventas de 2019 y TTM20. Debido a esto, se utilizará el porcentaje del primer semestre de 2020 (70,7%) para el FY20E, el cual refleja la estructura de costos actual de la empresa. Para 2022 en adelante, se utilizará el promedio de 2016-2018 de 65,6% (rango de 65,3% a 65,9%), asumiendo que Falabella logra adaptar la estructura de costos directos a las ventas. Se asume que el descenso de 70,7% en 2020 a 65,6% en 2022 es lineal, por lo que en 2021 el porcentaje es 68,1%.

Luego, tenemos el costo de distribución, para el cual no había mayor detalle en los estados financieros auditados. Sin embargo, estos costos solamente representan entre un 1,1% y un 1,8% de las ventas totales. Debido a que ha ido al alza, se considerará el promedio de FY18-TTM20 de 1,6%.

Con respecto a los gastos operacionales, los más relevantes son los gastos de administración, los cuales han representado un 23,8% de las ventas del negocio en promedio. En TTM20, los gastos representaron un 26,6% de las ventas, lo cual se debe a la no disminución de gastos de remuneraciones y al aumento en gastos de seguridad (mientras las ventas bajaban). Se considerará que este porcentaje se mantendrá en 2020 y 2021, para luego pasar al promedio histórico de 2018-2019 de 24,1%.

Finalmente, el último ítem son los otros gastos por función para los cuales tampoco existe detalle. El promedio de los periodos bajo revisión es de un 1,7% sobre las ventas, con un rango de 1,45% a 1,82%, por lo cual se puede asumir que en su gran mayoría serían gastos recurrentes de la empresa y por eso se proyectarán utilizando el promedio.

La tabla 57 y 58 muestran los supuestos a utilizar en los costos y gastos como también las proyecciones en MUF para el negocio no bancario. No hay un supuesto para el 2S20 si no para el 2020, por lo que el monto del 2S20 se calcula como la venta proyectada a 2020 (crecimiento de 2019) menos el primer semestre de 2020 (actual).

Tabla 57 - Supuestos costos y gastos operacionales no bancario Falabella S.A.

%	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Costo de ventas	70,7 %	68,1 %	65,6 %	65,6 %	65,6 %
Costos de distribución	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
Gastos de administración	26,6 %	26,6 %	24,1 %	24,1 %	24,1 %
Otros gastos, por función	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %

Fuente: Elaboración propia

Tabla 58 - Proyección costos y gastos operacionales Falabella no bancario S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Costo de ventas	(108 259)	(190 671)	(188 516)	(185 711)	(190 288)	(195 197)
Costos de distribución	(1 852)	(4 351)	(4 463)	(4 567)	(4 679)	(4 800)
Gastos de administración	(37 966)	(71 696)	(73 532)	(68 255)	(69 937)	(71 741)
Otros gastos, por función	(2 891)	(4 587)	(4 704)	(4 814)	(4 932)	(5 060)
Total costos y gastos op. NB	(150 967)	(271 304)	(271 215)	(263 346)	(269 836)	(276 798)

Fuente: Elaboración propia

8.2.2. Negocio bancario

Los costos operacionales del negocio bancario se dividen en tres: costo por intereses y reajustes, costos por comisiones, y provisión por riesgo de crédito. El primero, tuvo una disminución significativa en 2018 y desde ahí en adelante ha promediado un 13,1% (en 2016-2017 promedió 20,1%), por lo que se utilizará ese promedio. El segundo, y debido a la reclasificación de Falabella, el porcentaje sobre ventas aumentó de 5,8% en 2016-2017 a un promedio de 8,6% estable, por lo que el último promedio será utilizado.

Finalmente, la provisión por riesgo de crédito ha aumentado mucho debido a la pandemia, siendo este costo un 34% de las ventas en TTM20. Es por esto que para las proyecciones de 2020 y 2021 se utilizará este porcentaje, para luego desde 2022 bajar al promedio 2016-2019 de 23,5%.

Por su parte, los gastos de administración tienen cuatro componentes:

- **Remuneraciones y gastos del personal**, el cual bajó considerablemente en 2018, donde en adelante promedió un 11,2% (rango de 11% a 11,4%) debido a la reclasificación de CMR, comparado con 13,9% en 2016 y 2017. Se utilizará el promedio más reciente ya que refleja la estructura actual de gastos de empleados y se ha mantenido estable en tres periodos.
- **Gastos de administración**, el cual también bajó en 2018 para promediar un 14,6%, por lo que se utilizará este promedio (2018-TTM20).
- **Depreciaciones y amortizaciones**, el cual ha variado constantemente alrededor del promedio de 2,5% (2016-TTM20), por lo que se utilizará este promedio.
- **Otros gastos operacionales**, que subió en 2018 y ha promediado desde entonces 3,4% (supuesto a utilizar).

Finalmente, hay tres otros ítems operacionales: utilidad (pérdida) neta de operaciones financieras, utilidad (pérdida) de cambio neta, y otros ingresos operacionales. No existe mayor detalle de estos gastos en los estados financieros auditados. El primero, se utilizará el promedio (1,6%) ya que siempre ha variado entorno a este. Por otro lado, el segundo y el tercero no se proyectarán ya que se asume que no hay variación de tipo de cambio y el tercero no es material y no se puede determinar su recurrencia.

La tabla 59 y 60 muestran los supuestos a utilizar en los costos y gastos operacionales como también las proyecciones en MUF para el negocio bancario. Como se puede apreciar en la tabla 60, los dos elementos no proyectados (utilidad/pérdida de cambio neta y otros ingresos operacionales) tienen montos en FY20. Esto se debe que no se proyectan para el 2S20, por lo que los montos en MUF se deben al primer semestre de 2020 (actual).

Tabla 59 - Supuestos costos y gastos operacionales bancario Falabella S.A.

%	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Gastos por intereses y reajustes	13,1 %	13,1 %	13,1 %	13,1 %	13,1 %
Gastos por comisiones	8,6 %	8,6 %	8,6 %	8,6 %	8,6 %
Provisión por riesgo de crédito	34,0 %	34,0 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %
Remuneraciones y gastos del personal	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %
Gastos de administración	14,6 %	14,6 %	14,6 %	14,6 %	14,6 %
Depreciaciones y amortizaciones	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Otros gastos operacionales	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %
Utilidad (perdida) operaciones financieras	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
Utilidad (perdida) de cambio neta				no se proyectará	
Otros ingresos operacionales				no se proyectará	

Fuente: Elaboración propia

Tabla 60 - Proyección costos y gastos operacionales bancario Falabella S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Gastos por intereses y reajustes	(3 512)	(6 395)	(6 526)	(6 728)	(6 951)	(7 198)
Gastos por comisiones	(2 675)	(4 198)	(4 284)	(4 416)	(4 563)	(4 725)
Provisión por riesgo de crédito	(11 009)	(16 568)	(16 909)	(12 080)	(12 481)	(12 925)
Remuneraciones y gastos del personal	(2 927)	(5 483)	(5 596)	(5 768)	(5 960)	(6 172)
Gastos de administración	(3 752)	(7 099)	(7 245)	(7 468)	(7 716)	(7 991)
Depreciaciones y amortizaciones	(511)	(1 204)	(1 229)	(1 267)	(1 309)	(1 355)
Otros gastos operacionales	(958)	(1 646)	(1 679)	(1 731)	(1 789)	(1 852)
Utilidad (perdida) operaciones financieras	101	797	814	839	867	898
Utilidad (perdida) de cambio neta	-	(268)	-	-	-	-
Otros ingresos operacionales	-	34	-	-	-	-
Total costos/gastos operacionales bancarios	(25 244)	(42 029)	(42 653)	(38 620)	(39 901)	(41 321)

Fuente: Elaboración propia

8.3. Resultado no operacional proyectado

Al igual que los gastos operacionales, los elementos del resultado no operacional se analizarán por tipo de negocio.

8.3.1. Negocio no bancario

Los ítems del resultado no operacional del negocio no bancario son los siguientes:

- **Otras ganancias (pérdidas):** Existen varios elementos dentro de esta cuenta que por naturaleza tienden a ser recurrentes. Sin embargo, muchos elementos debidos tienden a ser *one-off*, los cuales no deberían ser considerados al normalizar el resultado de un negocio y menos para proyectar las ganancias futuras. Son cuatro los elementos considerados como recurrentes (ver sección 6.3.1 de este reporte) y que representan, en total, un 0,1% de las ventas:
 - o **Reverso de provisiones**, el cual siempre ha representado un 0,1% de las ventas por lo cual se ocupará ese promedio histórico (2016-TTM20).
 - o **Indemnizaciones**, la cual fue particularmente alta en 2019 y TTM20 debido a las indemnizaciones por las pérdidas desde el 18 de octubre por el estallido social. Es por esto que se utilizará el promedio de 2016-2018 (0,1%).
 - o **Pérdida por baja de PPE**, cuenta que puede ser tanto un ingreso como un gasto pero que ha sido constante durante el tiempo. El promedio histórico es de un 0,00% debido a que las ganancias son compensadas con las pérdidas, por lo que se podría esperar lo mismo en el futuro.

- **Demandas y litigios**, el cual representa el 0,05% en promedio históricamente (2016-TTM20) sin grandes variaciones durante este periodo.
- **Ingresos y costos financieros**: No existe mayor detalle para el ingreso financiero de la empresa. Sin embargo, se puede ver que en TTM20 representa un 1% de las ventas, comparado con el 0,3% promedio de los años anteriores (rango entre 0,2% y 0,4%). Es por esto que se asumirá que el ingreso financiero a FY20E es un 1% y que a partir de 2021 se proyectará utilizando el promedio de 2016-2019 de 0,3%. Con respecto a los costos financieros, estos representan en promedio 2,6% durante todo el periodo en revisión (rango entre 2,3% y 2,9%), por lo que ese promedio será utilizado.
- **Participación de ganancias o pérdidas de asociadas**: Históricamente han ido a la baja todos los años, con TTM20 siendo el único periodo con pérdida. Debido a la particularidad de ese año por la pandemia, no será considerado y se tomará el promedio de 2016-2019 que equivale a 0,1% de las ventas.
- **Diferencias de cambio**: Como se mencionó anteriormente, debido a la complejidad de pronosticar los distintos tipos de cambio en donde Falabella opera para el corto, mediano y largo plazo, no se proyectarán estas diferencias y se asumirá que, sí que existiesen, estas deberían compensarse a lo largo del tiempo.
- **Resultado por unidades de reajuste**: Finalmente, este elemento no tiene mayor variación durante el periodo histórico (rango entre 0,2% y 0,4% en 2016-TTM20), por lo que se tomará este promedio.

La tabla 61 y 62 muestran los supuestos a utilizar en los elementos del resultado no operacional como también las proyecciones en MUF para el negocio no bancario.

Tabla 61 - Supuestos gastos no operacionales no bancario Falabella S.A.

%	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Otras ganancias (perdidas)	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Ingresos financieros	1,0 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Costos financieros	(2,6)%	(2,6)%	(2,6)%	(2,6)%	(2,6)%
Ganancia/perdida en asociadas	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Diferencias de cambio		no se proyectará			
Resultados por unidades de reajuste	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 62 - Proyección gastos no operacionales no bancario Falabella S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Otras ganancias (perdidas)	350	411	421	432	443	455
Ingresos financieros	1 325	3 186	956	980	1 005	1 033
Costos financieros	(4 134)	(8 137)	(8 339)	(8 543)	(8 765)	(9 004)
Ganancia/perdida en asociadas	613	437	447	458	470	483
Diferencias de cambio	-	(747)	-	-	-	-
Resultados por unidades de reajuste	(400)	(923)	(946)	(969)	(994)	(1 021)
Total gastos no operacionales NB	(2 245)	(5 774)	(7 460)	(7 642)	(7 841)	(8 055)

Fuente: Elaboración propia

8.3.2. Negocio bancario

El único elemento no operacional del negocio bancario corresponde al resultado por inversiones en sociedades, el cual durante todo el periodo histórico ha representado un 0,01% de las ventas totales de Falabella. La tabla 63 y 64 muestra el supuesto como también la proyección en MUF.

Tabla 63 - Supuestos gastos no operacionales bancario Falabella S.A.

%	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Resultados por inversiones en sociedad	0,01 %	0,01 %	0,01 %	0,01 %	0,01 %

Fuente: Elaboración propia

Tabla 64 - Proyección gastos no operacionales bancario Falabella S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Resultados por inversiones en sociedad	13	22	22	23	23	24

Fuente: Elaboración propia

8.4. Impuesto corporativo proyectado

Debido a la presentación del estado de resultados en los estados financieros, se calculará el gasto de impuesto corporativo por tipo de negocio. La tabla 65 y 66 presentan el gasto de impuestos por tipo de negocio, el cual se calcula como la ganancia antes de impuestos, multiplicado por la tasa de impuestos de largo plazo (27%).

Tabla 65 - Gasto de impuesto negocio no bancario Falabella S.A.						
MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Ganancias antes de impuestos	778	(7 305)	(1 992)	12 148	12 437	12 746
Tasa de impuesto	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %
Total gasto impuestos no bancarios	(210)	1 972	538	(3 280)	(3 358)	(3 442)

Fuente: Elaboración propia

Tabla 66 - Gasto de impuesto negocio bancario Falabella S.A.						
MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Ganancias antes de impuestos	261	6 936	7 318	12 893	13 320	13 792
Tasa de impuesto	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %
Total gasto impuestos bancarios	(71)	(1 873)	(1 976)	(3 481)	(3 596)	(3 724)

Fuente: Elaboración propia

8.5. Estado de resultados proyectado en MUF y porcentual

La tabla 67 y 68 muestran tanto el estado de resultados histórico como también los montos proyectados en MUF y de manera porcentual por negocio.

Tabla 67 - Estado de resultados histórico y proyectado Falabella S.A.

MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	2S20E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
NEGOCIOS NO BANCARIOS										
Ingresos de actividades ordinarias	299 769	306 359	289 377	284 479	153 990	269 773	276 682	283 136	290 114	297 599
Costo de ventas	(196 627)	(197 650)	(190 662)	(191 914)	(108 259)	(190 671)	(188 516)	(185 711)	(190 288)	(195 197)
Ganancia bruta	103 142	108 709	98 714	92 565	45 732	79 102	88 166	97 425	99 827	102 402
Costos de distribución	(3 406)	(3 610)	(4 173)	(4 509)	(1 852)	(4 351)	(4 463)	(4 567)	(4 679)	(4 800)
Gastos de administración	(65 150)	(68 938)	(69 071)	(69 255)	(37 966)	(71 696)	(73 532)	(68 255)	(69 937)	(71 741)
Otros gastos, por función	(5 132)	(5 572)	(5 074)	(5 012)	(2 891)	(4 587)	(4 704)	(4 814)	(4 932)	(5 060)
Resultado operacional	29 453	30 590	20 396	13 789	3 024	(1 531)	5 468	19 790	20 278	20 801
Otras ganancias (perdidas)	6 100	123	894	735	350	411	421	432	443	455
Ingresos financieros	579	564	1 314	968	1 325	3 186	956	980	1 005	1 033
Costos financieros	(7 878)	(7 291)	(6 571)	(7 415)	(4 134)	(8 137)	(8 339)	(8 543)	(8 765)	(9 004)
Participación de ganancias o pérdidas de asociadas	806	570	257	12	613	437	447	458	470	483
Diferencias de cambio	138	(17)	(565)	(779)	-	(747)	-	-	-	-
Resultados por unidades de reajuste	(990)	(644)	(816)	(775)	(400)	(923)	(946)	(969)	(994)	(1 021)
Ganancias antes de impuestos	28 209	23 895	14 909	6 534	778	(7 305)	(1 992)	12 148	12 437	12 746
Gasto por impuesto a las ganancias	(5 639)	(5 968)	(3 670)	(2 194)	(210)	1 972	538	(3 280)	(3 358)	(3 442)
Ganancia de negocios no bancarios	22 570	17 927	11 239	4 341	568	(5 333)	(1 454)	8 868	9 079	9 305
NEGOCIOS BANCARIOS										
Ingresos por intereses, reajustes y comisiones	26 194	27 061	45 466	47 820	25 328	48 780	49 781	51 318	53 020	54 907
Gastos por intereses y reajustes	(5 774)	(4 918)	(5 777)	(6 468)	(3 512)	(6 395)	(6 526)	(6 728)	(6 951)	(7 198)
Gastos por comisiones	(1 523)	(1 527)	(4 250)	(4 100)	(2 675)	(4 198)	(4 284)	(4 416)	(4 563)	(4 725)
Ingreso neto	18 896	20 617	35 439	37 252	19 141	38 187	38 971	40 174	41 507	42 983
Utilidad (perdida) neta de operaciones financieras	676	187	758	607	101	797	814	839	867	898
Utilidad (perdida) de cambio neta	(219)	207	(314)	152	-	(268)	-	-	-	-
Otros ingresos operacionales	(3)	51	259	120	-	34	-	-	-	-
Provisión por riesgo de crédito	(5 559)	(6 679)	(10 581)	(11 930)	(11 009)	(16 568)	(16 909)	(12 080)	(12 481)	(12 925)
Total ingreso operacional neto	13 790	14 383	25 560	26 201	8 233	22 182	22 876	28 933	29 892	30 956
Remuneraciones y gastos al personal	(3 645)	(3 748)	(5 182)	(5 281)	(2 927)	(5 483)	(5 596)	(5 768)	(5 960)	(6 172)
Gastos de administración	(4 763)	(5 150)	(6 452)	(6 988)	(3 752)	(7 099)	(7 245)	(7 468)	(7 716)	(7 991)
Depreciaciones y amortizaciones	(638)	(737)	(768)	(1 236)	(511)	(1 204)	(1 229)	(1 267)	(1 309)	(1 355)
Otros gastos operacionales	(446)	(648)	(1 670)	(1 566)	(958)	(1 646)	(1 679)	(1 731)	(1 789)	(1 852)
Resultado operacional	4 299	4 099	11 489	11 131	84	6 750	7 128	12 698	13 119	13 586
Resultados por inversiones en sociedad	19	18	20	29	178	186	190	195	200	206
Resultados antes de impuesto a la renta	4 318	4 116	11 509	11 160	261	6 936	7 318	12 893	13 320	13 792
Impuesto a la renta	(1 154)	(1 187)	(3 023)	(2 919)	(71)	(1 873)	(1 976)	(3 481)	(3 596)	(3 724)
Ganancia de negocios bancarios	3 164	2 929	8 486	8 241	191	5 063	5 342	9 412	9 723	10 068
Ganancia	25 734	20 856	19 725	12 581	759	(269)	3 888	18 280	18 803	19 373

Fuente: Memorias anuales Falabella y elaboración propia

Tabla 68 - Estado de resultados histórico y proyectado porcentual Falabella S.A.

%	FY16	FY17	FY18	FY19	2S20E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
NEGOCIOS NO BANCARIOS										
Ingresos de actividades ordinarias	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Costo de ventas	(65,6)%	(64,5)%	(65,9)%	(67,5)%	(70,3)%	(70,7)%	(68,1)%	(65,6)%	(65,6)%	(65,6)%
Ganancia bruta	34,4 %	35,5 %	34,1 %	32,5 %	29,7 %	29,3 %	31,9 %	34,4 %	34,4 %	34,4 %
Costos de distribución	(1,1)%	(1,2)%	(1,4)%	(1,6)%	(1,2)%	(1,6)%	(1,6)%	(1,6)%	(1,6)%	(1,6)%
Gastos de administración	(21,7)%	(22,5)%	(23,9)%	(24,3)%	(24,7)%	(26,6)%	(26,6)%	(24,1)%	(24,1)%	(24,1)%
Otros gastos, por función	(1,7)%	(1,8)%	(1,8)%	(1,8)%	(1,9)%	(1,7)%	(1,7)%	(1,7)%	(1,7)%	(1,7)%
Resultado operacional	9,8 %	10,0 %	7,0 %	4,8 %	2,0 %	(0,6)%	2,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Otras ganancias (perdidas)	2,0 %	0,0 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Ingresos financieros	0,2 %	0,2 %	0,5 %	0,3 %	0,9 %	1,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Costos financieros	(2,6)%	(2,4)%	(2,3)%	(2,6)%	(2,7)%	(3,0)%	(3,0)%	(3,0)%	(3,0)%	(3,0)%
Participación de ganancias o pérdidas de asociadas	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,0 %	0,4 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Diferencias de cambio	0,0 %	(0,0)%	(0,2)%	(0,3)%	-	(0,3)%	-	-	-	-
Resultados por unidades de reajuste	(0,3)%	(0,2)%	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%
Ganancias antes de impuestos	9,4 %	7,8 %	5,2 %	2,3 %	0,5 %	(2,7)%	(0,7)%	4,3 %	4,3 %	4,3 %
Gasto por impuesto a las ganancias	(1,9)%	(1,9)%	(1,3)%	(0,8)%	(0,1)%	0,7 %	0,2 %	(1,2)%	(1,2)%	(1,2)%
Ganancia de negocios no bancarios	7,5 %	5,9 %	3,9 %	1,5 %	0,4 %	(2,0)%	(0,5)%	3,1 %	3,1 %	3,1 %
NEGOCIOS BANCARIOS										
Ingresos por intereses, reajustes y comisiones	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Gastos por intereses y reajustes	(22,0)%	(18,2)%	(12,7)%	(13,5)%	(13,9)%	(13,1)%	(13,1)%	(13,1)%	(13,1)%	(13,1)%
Gastos por comisiones	(5,8)%	(5,6)%	(9,3)%	(8,6)%	(10,6)%	(8,6)%	(8,6)%	(8,6)%	(8,6)%	(8,6)%
Ingreso neto	72,1 %	76,2 %	77,9 %	77,9 %	75,6 %	78,3 %	78,3 %	78,3 %	78,3 %	78,3 %
Utilidad (perdida) neta de operaciones financieras	2,6 %	0,7 %	1,7 %	1,3 %	0,4 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
Utilidad (perdida) de cambio neta	(0,8)%	0,8 %	(0,7)%	0,3 %	-	(0,5)%	-	-	-	-
Otros ingresos operacionales	(0,0)%	0,2 %	0,6 %	0,3 %	-	0,1 %	-	-	-	-
Provisión por riesgo de crédito	(21,2)%	(24,7)%	(23,3)%	(24,9)%	(43,5)%	(34,0)%	(34,0)%	(23,5)%	(23,5)%	(23,5)%
Total ingreso operacional neto	52,6 %	53,1 %	56,2 %	54,8 %	32,5 %	45,5 %	46,0 %	56,4 %	56,4 %	56,4 %
Remuneraciones y gastos al personal	(13,9)%	(13,9)%	(11,4)%	(11,0)%	(11,6)%	(11,2)%	(11,2)%	(11,2)%	(11,2)%	(11,2)%
Gastos de administración	(18,2)%	(19,0)%	(14,2)%	(14,6)%	(14,8)%	(14,6)%	(14,6)%	(14,6)%	(14,6)%	(14,6)%
Depreciaciones y amortizaciones	(2,4)%	(2,7)%	(1,7)%	(2,6)%	(2,0)%	(2,5)%	(2,5)%	(2,5)%	(2,5)%	(2,5)%
Otros gastos operacionales	(1,7)%	(2,4)%	(3,7)%	(3,3)%	(3,8)%	(3,4)%	(3,4)%	(3,4)%	(3,4)%	(3,4)%
Resultado operacional	16,4 %	15,1 %	25,3 %	23,3 %	0,3 %	13,8 %	14,3 %	24,7 %	24,7 %	24,7 %
Resultados por inversiones en sociedad	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Resultados antes de impuesto a la renta	16,5 %	15,2 %	25,3 %	23,3 %	1,0 %	14,2 %	14,7 %	25,1 %	25,1 %	25,1 %
Impuesto a la renta	(4,4)%	(4,4)%	(6,6)%	(6,1)%	(0,3)%	(3,8)%	(4,0)%	(6,8)%	(6,8)%	(6,8)%
Ganancia de negocios bancarios	12,1 %	10,8 %	18,7 %	17,2 %	0,8 %	10,4 %	10,7 %	18,3 %	18,3 %	18,3 %
Ganancia	7,9 %	6,3 %	5,9 %	3,8 %	0,4 %	(0,1)%	1,2 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %

Fuente: Memorias anuales Falabella y elaboración propia

Existen varios puntos relevantes dentro de la proyección:

- Debido a menores restricciones en los países, se proyecta que el segundo semestre de 2020 sea mejor en términos de ventas que el primero del mismo año (lo cual se ve reflejado en una mejor venta en ambos negocios).
- El crecimiento en ventas de 2022 en adelante es menor que el de 2021, ya que el del 2021 refleja una reactivación de las economías deterioradas, por lo que el crecimiento es mayor a que en periodos de normalidad.
- El resultado operacional del negocio no bancario es negativo para FY20E, debido a que, aunque haya una mejora en el segundo semestre, esta no alcanza a contrarrestar las pérdidas de la primera mitad del año. Por otro lado, el resultado operacional de FY21E es positivo, pero las ganancias antes de impuestos son negativas, lo cual está explicado un menor ingreso operacional (el cual fue muy alto en el primer semestre de 2020). Este es un periodo de transición, por lo que es esperable que Falabella pueda seguir teniendo pérdidas y mejorando durante el año.
- Las ganancias del negocio bancario no se han visto tan afectadas por la pandemia como los otros segmentos. Sin embargo, el aumento en la provisión de riesgo de crédito hace que el segundo semestre no sea tan rentable.

9. Proyección de los flujos de caja libre

9.1. Proyección del flujo de caja bruto

Para proyectar el flujo de caja bruto, primero necesitamos obtener el monto de la depreciación y amortización (D&A). Dependiendo del tipo de activo, la D&A se divide por tipo de negocio como también si es costo de venta o gasto de administración. Debido a que estos costos y gastos fueron calculados como un porcentaje de las ventas, la D&A (que fue proyectada dentro del EERR) se obtendrá de la misma manera para ser consistentes, extrayendo los montos históricos y luego asumiendo un promedio histórico para determinar el monto de D&A dentro de estos costos/gastos.

La tabla 69 muestra la D&A por tipo de negocio y su categoría dentro del estado de resultado (COGS o GAV).

Tabla 69 - Depreciación y amortización histórica Falabella S.A.					
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Negocio no bancario					
Costo de venta	1 491	1 522	1 757	1 850	1 908
GAV	7 673	8 302	9 139	12 179	12 388
Negocio bancario					
GAV	638	737	768	1 236	1 356
Total depreciación y amortización	9 803	10 561	11 665	15 265	15 652
<i>Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados</i>					
KPIs					
% sobre ventas totales	3,0%	3,2%	3,5%	4,6%	5,1%

Como se puede ver en la tabla, la D&A sobre las ventas ha ido al aumento durante todos los periodos bajo revisión. La tabla 70 muestra la proyección de la D&A total, donde el supuesto considera el promedio de los últimos dos años (4,8%) debido a la tendencia al alza.

Tabla 70 - Proyección de depreciación y amortización Falabella S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Ingresos proyectados	179 318	318 553	326 463	334 454	343 135	352 506
% sobre ventas	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Total depreciación y amortización	8 687	15 432	15 815	16 202	16 622	17 076

Fuente: Elaboración propia

Una vez calculada la D&A, se puede obtener el flujo de caja bruto, el cual consiste en que al resultado del ejercicio se le suman (restan) costos (ingresos) para llegar del resultado al flujo de caja bruto, como muestra la tabla 71.

Tabla 71 - Flujo de caja bruto proyectado Falabella S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Utilidad (pérdida del ejercicio)	759	(269)	3 888	18 280	18 803	19 373
+ Depreciación y amortización (I)	8 687	15 432	15 815	16 202	16 622	17 076
+ Costos financieros (DDI)	3 018	5 940	6 087	6 236	6 398	6 573
- Ingresos financieros (DDI)	(967)	(2 325)	(698)	(715)	(734)	(754)
-/+ Utilidad en asociada (I)	-	-	-	-	-	-
-/+ Diferencia de cambio (I)	-	-	-	-	-	-
-/+ Resultado por unidad de reajuste (I)	400	923	946	969	994	1 021
-/+ Otras ganancias (pérdidas) (I)	(350)	(411)	(421)	(432)	(443)	(455)
Flujo de caja bruto	11 546	19 288	25 617	40 541	41 641	42 835

Fuente: Elaboración propia

Dependiendo del tipo de costo, gasto o ingreso, este se agrega (resta) de manera íntegra (I – antes de impuestos – recurrente) o después de impuestos (DDI – no recurrente). Como muestra la tabla, la depreciación y amortización previamente calculada se agrega de manera íntegra a la utilidad, para luego agregar el costo financiero neto (tanto costo como ingreso) después de impuestos, ya que estos generan un ahorro tributario al disminuir el resultado. Esto se debe a que el costo de la estructura de financiamiento de la empresa se refleja a través de la tasa de descuento, por lo que no debería verse reflejado en la proyección y por lo tanto se tienen que agregar a la utilidad.

El resto de los elementos son ítems no operacionales agregados (restados) de manera íntegra. En el caso de la utilidad en asociadas, esta es considerada operacional por lo que no es necesario agregarla, y en el caso de la diferencia de cambio, se asumió que

esta no varía en el futuro. El resto de los elementos son no operacionales y recurrentes, por lo que también tienen que ser ajustados a la utilidad de manera íntegra.

9.2. Inversión en reposición

La inversión en reposición consiste en la compra de activos para reponer los activos que se van depreciando y llegan al fin de su vida útil. La tabla 72 muestra la comparación entre las compras de activos y la depreciación. Como se puede apreciar en la tabla, las compras de activo fijo siempre superan la depreciación, incluso en los últimos dos periodos donde esta proporción bajó considerablemente, pero aún significa alrededor de un 47% más que la depreciación. Es por esto que se asumirá que la inversión en reposición equivale al 100% de la depreciación (valores en tabla 71).

Tabla 72 - Inversión de reposición Falabella S.A.					
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19	TTM20
Compras de PPE	(12 001)	(14 027)	(13 154)	(12 970)	(12 241)
Compras de activos intangibles	(1 532)	(1 632)	(2 001)	(2 307)	(2 348)
Compras de activo fijo de largo plazo	(5 275)	(5 865)	(3 651)	(6 485)	(6 758)
Compra activo fijo NB	(1 176)	(1 265)	(1 198)	(1 080)	(1 277)
Compras de activo fijo	(19 984)	(22 789)	(20 003)	(22 842)	(22 625)
Depreciación	9 803	10 561	11 665	15 265	15 652
Compras / Depreciación	203,9%	215,8%	171,5%	149,6%	144,5%

Fuente: Elaboración propia a partir de los EEFF auditados

9.3. Inversión en capital físico

Para la inversión en capital físico, se utilizará el plan de inversión de Falabella publicado en la memoria del año 2019, el cual implica una inversión inicial de 2020 a 2023 de 82.348 MUF. La tabla 73 muestra el plan de inversión original en dólares y su conversión a MUF, como también el uso de la inversión, ya que el plan incluye tres tipos de inversiones: (i) remodelación y ampliación de tiendas existentes (31%), (ii) nuevas tiendas y centros comerciales (31%), e (iii) inversiones en TI, logística y otros (38%). Sin embargo, y debido a la pandemia, esta inversión se ha ido ajustando como se menciona

en *release* de resultados del segundo trimestre de 2020, donde la remodelación y ampliación de tiendas existentes se reduce en un 41%, las nuevas tiendas y *malls* en un 51% y el resto en un 25%. Como supuesto se asumirá que lo que no se invierte en 2020 se invertirá en 2024. Finalmente, la primera categoría de inversión incluye remodelaciones, lo que se podría considerar como inversión de reposición en vez de inversión en capital físico. Debido a que no se sabe la proporción de remodelación y el de ampliación, y que no se sabe qué parte de la remodelación será inversión de capital y reposición, se considerará que el 25% de esta categoría no será inversión de capital y por ende está reflejado en el monto de inversión en reposición anteriormente calculado.

Tabla 73 - Plan de inversión original Falabella S.A.

	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Inversión MMUSD		800	773	722	577	
FX @ 30/06/2020		822,8	822,8	822,8	822,8	
Inversión MMCLP		658 240	636 024	594 062	474 756	
UF @ 30/06/2020		28 696	28 696	28 696	28 696	
Inversión en MUF		22 938	22 164	20 702	16 544	
Proporción de inversión						
Remodelación/ampliación tiendas existentes	31 %	31 %	31 %	31 %	31 %	31 %
Nuevas tiendas y malls	31 %	31 %	31 %	31 %	31 %	31 %
TI, Logística y otros	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %
Ajustes						
Remodelación/ampliación tiendas existentes		(41)%	(20)%			41 %
- 25% remodelación		(25)%	(25)%	(25)%	(25)%	(25)%
Nuevas tiendas y malls		(51)%	(20)%			51 %
TI, Logística y otros		(25)%	(20)%			25 %

Fuente: Elaboración propia a partir de la memoria anual 2019

Considerando lo antes mencionado, la tabla 74 muestra la inversión en capital físico durante el periodo de proyección

Tabla 74 - Inversión en capital físico Falabella S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Remodelación/ampliación tiendas existentes		5 333	5 153	4 813	3 846	-
Nuevas tiendas y malls		7 111	6 871	6 417	5 129	-
TI, Logística y otros		8 716	8 422	7 867	6 287	-
Total inversión original - 25% (remodelación)		21 160	20 446	19 097	15 262	-
Remodelación/ampliación tiendas existentes	849	3 147	4 122	4 813	3 846	3 217
Nuevas tiendas y malls	1 186	3 484	5 497	6 417	5 129	5 001
TI, Logística y otros	3 721	6 537	6 738	7 867	6 287	3 864
Nuevo plan de inversión	5 755	13 168	16 357	19 097	15 262	12 081

Fuente: Elaboración propia

9.4. Inversión (liberación) de capital de trabajo

Primero, es importante definir el capital de trabajo. Comúnmente, el capital de trabajo es igual al activo corriente menos el pasivo corriente. Al calcular el capital de trabajo operativo neto (CTON), no se considera los activos no operacionales como tampoco la deuda de corto plazo (considerada deuda financiera para efectos de la valorización). Adicionalmente, el efectivo y equivalentes en efectivo (activo operacional) será considerado como parte de la deuda financiera neta en vez del CTON. Finalmente, para efectos de inversión en capital de trabajo, se considerará solamente el CTON del negocio no bancario, ya que la industria de los bancos posee activos y pasivos muy distintos a los generalmente considerados dentro de los activos y pasivos corrientes de las industrias no bancarias.

La tabla 75 muestra el CTON de Falabella durante el periodo histórico, como también el RCTON, el cual es la proporción del CTON sobre las ventas.

Tabla 75 - Capital de trabajo operativo neto (CTON) histórico Falabella S.A.

MUF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Efectivo y equivalentes de efectivo	-	-	-	-	-
Otros activos financieros corrientes	-	-	-	-	-
Otros activos no financieros corrientes	3 702	4 069	4 608	3 440	4 804
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	68 253	73 341	18 329	17 794	12 335
Cuentas por cobrar a relacionadas	233	320	2 177	1 560	1 910
Inventarios	45 820	46 202	51 168	47 081	48 503
Activos por impuestos corrientes	2 881	2 858	3 148	4 139	2 215
Activos no corrientes destinados para la venta	-	-	-	-	-
Total activos corrientes NB	120 889	126 790	79 431	74 014	69 766
Otros pasivos financieros corrientes	-	-	-	-	-
Pasivos por arrendamientos corrientes	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar comerciales	39 761	40 505	36 982	39 181	33 508
Cuentas por pagar a relacionadas	246	285	555	604	522
Otras provisiones	502	533	897	839	900
Pasivos por impuestos	1 415	1 382	997	1 088	693
Provisiones por beneficios a los empleados	4 936	5 167	5 200	5 279	4 919
Otros pasivos no financieros corrientes	5 690	6 072	5 301	5 848	6 203
Total pasivos corrientes NB	52 551	53 945	49 932	52 839	46 746
Capital de trabajo operativo neto (CTON)	68 338	72 846	29 499	21 175	23 020

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados

KPIs

Ingresos no bancarios Falabella	299 769	307 575	289 377	284 479	260 613
RCTON	22,8%	23,7%	10,2%	7,4%	8,8%

Como se puede ver en la tabla, la liquidez de la empresa no ha sido considerado en el CTON (será restado del descuento de flujo de caja libre como parte de la deuda neta), ni tampoco los activos no operacionales (los cuales serán sumados al resultado del descuento del flujo de caja libre como activos prescindibles). El RCTON baja considerablemente en 2018, lo cual se debe a la disminución de cuentas por cobrar durante ese periodo, explicado por la reclasificación de Promotora CMR al negocio bancario (se ve un aumento de igual magnitud en las cuentas por cobrar del negocio bancario). Es por esto que para proyectar el CTON, se considerará el promedio RCTON de diciembre 2018 a junio 2020 (8,8%), el cual refleja la estructura actual de Falabella y el CTON del negocio no bancario. La tabla 76 muestra el CTON proyectado en MUF como también la variación del CTON, el cual refleja la inversión en capital de trabajo operativo. La variación del CTON se calcula como la diferencia entre el CTON del

próximo periodo menos el CTON del periodo actual, considerando que la inversión se tiene que hacer en el año actual para que sea utilizada en el próximo periodo.

Tabla 76 - Proyección del CTON Falabella S.A.

MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Ventas proyectadas	318 553	318 553	326 463	334 454	343 135	352 506
RCTON proyectado	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
CTON proyectado	28 107	28 107	28 805	29 510	30 276	31 103
Variación CTON	(698)	(698)	(705)	(766)	(827)	-

Fuente: Elaboración propia

9.5. Valor terminal

Para el valor terminal, se considera que no hay un crecimiento de largo plazo ya que Falabella es una empresa madura que participa en una industria con alta competencia, lo que no le permitiría tener crecimientos sobre lo normal en el largo plazo. Debido a esto, el flujo de caja bruto es idéntico en el año 2025 al del 2024. Con respecto al flujo libre de caja, se considera que hay inversión en reposición pero no en capital físico ni capital de trabajo, ya que el hecho de que no haya crecimiento de largo plazo implica en que no hay inversión en nuevos activos físicos que generen nuevos ingresos y por ende crecimiento, como tampoco se necesita financiar capital de trabajo adicional. La tabla 77 muestra el valor terminal de Falabella.

Tabla 77 - Valor terminal Falabella S.A.

Utilidad 31-12-2024	19 373
+ Depreciación y amortización (I)	17 076
+ Costos financieros (DDI)	6 573
- Ingresos financieros (DDI)	(754)
-/+ Utilidad en asociada (I)	-
-/+ Diferencia de cambio (I)	-
-/+ Resultado por unidad de reajuste (I)	1 021
-/+ Otras ganancias (pérdidas) (I)	(455)
Flujo de caja bruto	42 835
Inversión en reposición	(17 076)
Flujo de caja libre	25 759
WACC	5,73%
Valor terminal	449 544

Fuente: Elaboración propia

9.6. Proyección de los flujos de caja libre

La tabla 78 muestra el flujo de caja libre proyectado en base a todos los supuestos antes mencionados, incluyendo el valor terminal.

Tabla 78 - Flujo de caja libre proyectado Falabella S.A.						
MUF	2S20	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Flujo de caja bruto	11 546	19 288	25 617	40 541	41 641	42 835
Inversión en reposición	(8 687)	(15 432)	(15 815)	(16 202)	(16 622)	(17 076)
Inversión en capital físico	(5 755)	(13 168)	(16 357)	(19 097)	(15 262)	(12 081)
Aumento en capital de trabajo	(698)	(698)	(705)	(766)	(827)	-
Valor terminal						449 544
Flujo de caja libre	(3 594)	(10 009)	(7 260)	4 476	8 930	463 221

Fuente: Elaboración propia

10. Precio de la acción proyectado

10.1. Valor presente de los flujos de caja libre

El valor presente de los flujos de caja libre se calcula descontando los flujos de caja libre como también el valor terminal. Es importante considerar que el primer flujo (segundo semestre 2020) sólo se descuenta 6 meses (0,5 años) para llegar a junio 2020, al igual que el 2021 se descuenta 1,5 años, y así sucesivamente. La tabla 79 muestra el valor presente neto de los flujos.

Tabla 79 - Valor presente neto Falabella S.A.

MUF	2S20	FY21	FY22	FY23	FY24
Flujo de caja libre + VT	(3 594)	(7 260)	4 476	8 930	463 221
WACC	5,73%				
Flujos descontados	(3 495)	(6 678)	3 894	7 348	360 494
Valor Presente Neto	361 562				

Fuente: Elaboración propia

10.2. Déficit (exceso) de capital de trabajo

Para calcular el déficit o exceso de capital de trabajo, hay que comparar el capital de trabajo proyectado a diciembre 2020 (2S20) con el actual a junio 2020. La tabla 80 muestra que el CTON proyectado es mayor en 2S20 en comparación con el CTON de 1S20, por lo que hay un déficit de capital de trabajo de (5.087) MUF en junio 2020 y por ende será restado del valor presente de los flujos.

Tabla 80 - Déficit CTON Falabella S.A.

MUF	Monto
CTON @ 30/06/2020	23 020
CTON @ 31/12/2020 proyectado	28 107
Déficit CTON	(5 087)

Fuente: Elaboración propia

10.3. Activos prescindibles

Falabella cuenta con tres activos prescindibles (no operacionales): otros activos financieros corrientes, activos no corrientes destinados para la venta, y otros activos financieros. Estos activos suman 13.865 MUF a junio 2020 como muestra la tabla 81 y deben ser agregados al valor presente neto.

Tabla 81 - Activos prescindibles Falabella S.A.	
MUF	Monto
Otros activos financieros corrientes	1 523
Activos no corrientes destinados para la venta	605
Otros activos financieros	11 737
Activos prescindibles	13 865

Fuente: Elaboración propia

10.4. Deuda financiera

La deuda financiera fue anteriormente calculada en la sección 4.1 y que equivale a (199.845) MUF a junio 2020. Sin embargo, debemos restar a la deuda el nivel de liquidez de la empresa para obtener la deuda financiera neta. El efectivo y equivalentes es 49.866 MUF, por lo que la deuda financiera neta resulta en (149.978) MUF como muestra la tabla 82.

Tabla 82 - Deuda financiera neta Falabella S.A.	
MUF	Monto
Deuda financiera	(199 845)
Efectivo y equivalentes de efectivo	49 866
Deuda financiera neta	(149 978)

Fuente: Elaboración propia

10.5. Precio de la acción

La tabla 83 muestra el valor de los activos, el cual se calcula sumando el valor presente neto de los flujos con el exceso de CTON y los activos no operacionales. Luego, se le resta la deuda financiera neta para obtener el patrimonio económico, el cual se divide por el número de acciones a junio 2020. Esto resulta en un precio por acción proyectado de 2.521 CLP, el cual comparado con el precio de cierre del 30 de junio del 2020 (2.600 CLP) varía en un -3,1% bajo el valor cotizado en el mercado.

Tabla 83 - Precio acción Falabella S.A.	
Valor presente neto en UF	361 561 508
Déficit CTON en UF	(5 087 269)
Activos no operacionales en UF	13 865 402
Valor total de activos en UF	370 339 641
Deuda financiera neta en UF	(149 978 403)
Patrimonio económico en UF	220 361 237
Número acciones en miles	2 508 845
Precio acción proyectado UF	0,088
Precio en CLP proyectado	2 521
Precio actual 30-06-2020	2 600
Variación	(3,1)%

Fuente: Elaboración propia

La diferencia entre el valor intrínseco calculado bajo el método de descuento de flujo de caja y el valor al que transa en el mercado a fines de junio 2020 puede tener varias explicaciones, incluyendo (lista no exhaustiva):

- Este método de valorización tiene supuestos muy subjetivos, lo cual implica que cada analista que intente calcular el precio de la acción va a llegar a distintos montos. Asumir tasas de crecimiento, márgenes operativos, inversión de reposición y capital fijo, entre otros, es muy complicado debido a la incertidumbre de lo que va a pasar en el futuro, especialmente en tiempos de pandemia como los actuales. Sin embargo, estos supuestos son estimaciones “educadas” (término conocido en finanzas como *educated guesses*) y son la base principal

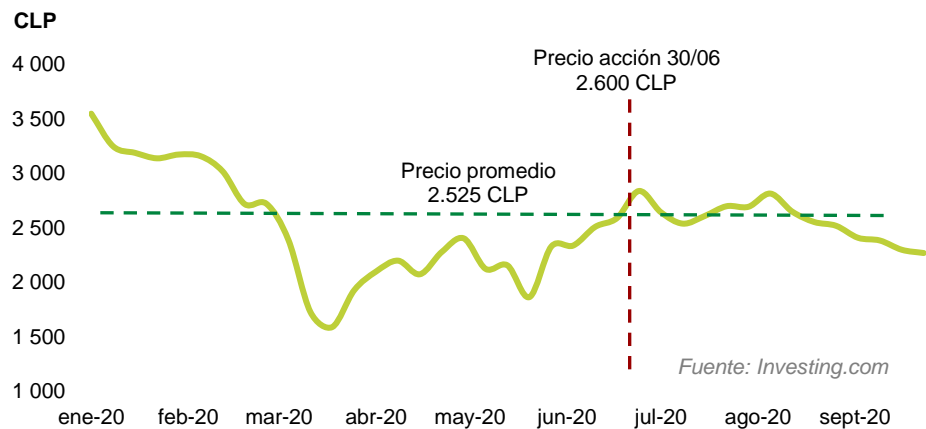
de la decisión de inversión: comprar, vender o mantener dependiendo de la proyección de cada uno.

- Aunque la diferencia entre la proyección y el valor de mercado es baja, esta diferencia se podría acrecentar con el paso del tiempo debido al comportamiento irracional de los inversionistas (sentimiento). Es conocido en las finanzas conductuales que el mercado tiende a sobre reaccionar (al alza o a la baja) donde un factor relevante es la incertidumbre, el cual lleva a los inversionistas a dejar los fundamentales de lado y tomar acciones en base a sentimientos creados por noticias, reportes trimestrales o crisis mundiales, entre otros.
- Finalmente, el precio al que transa en el mercado Falabella conocido como valor de mercado, varía constantemente debido a las acciones de los inversionistas y la demanda de la acción, ya que una alta demanda por la acción lleva a un aumento del precio como una baja demanda lleva a una reducción en el precio de la misma. Esto implica que el mercado puede hacer que la diferencia entre el valor intrínseco y el de mercado aumente o disminuya considerablemente, sin haber un cambio en los fundamentales de la empresa.

La lista anterior ejemplifica en parte las dificultades del método de valorización FCD, ya que requiere muchos supuestos (y muy sensible al cambio en estos), puede llevar a errores y ser muy complejo (a diferencia del método por descuento de dividendos), y no es relativo con la competencia y la industria (a diferencia del método de múltiplos).

La figura 27 muestra la evolución del precio de la acción desde inicios de enero hasta fines de septiembre de 2020, la cual representa lo anteriormente presentado con respecto a las diferencias, ya que durante los próximos tres meses después del corte de la valoración, el precio de la acción tuvo un mínimo de 2.270 CLP y un máximo de 2.816 CLP, todo esto incluyendo el *earnings release* del segundo trimestre de 2020 a finales de agosto, el cual fue bajo las expectativas y por ende resulta en una baja en el precio de la acción de Falabella a partir de esa fecha. El promedio de este periodo fue 2.525 CLP, el cual está en línea con la proyección.

Figura 28 – Precio de acción Falabella S.A.



11. Análisis de supuestos

Durante la valorización de Falabella se han tomado una cantidad significativa de supuestos, algo muy común cuando se utiliza el método de descuento de flujo de caja. En las siguientes secciones, se analizarán los supuestos más relevantes.

11.1. Tasa de descuento

Uno de los supuestos más relevantes a la hora de proyectar el precio de una acción es la tasa de descuento, ya que esta tiene un alto impacto en el precio de la acción como lo muestra el análisis de sensibilidad en la tabla 84. Este análisis muestra lo importante que es la tasa de descuento en este método, ya que una variación de +/- 30 puntos base en el WACC genera una variación en el precio proyectado de alrededor del 10%.

Tabla 84 - Análisis de sensibilidad WACC		
Variación tasa descuento (%)	Precio de la acción (CLP)	Variación precio de la acción (%)
(0,4)%	2 898	15,0 %
(0,3)%	2 798	11,0 %
(0,2)%	2 702	7,2 %
(0,1)%	2 610	3,5 %
-	2 521	-
0,1 %	2 434	(3,4)%
0,2 %	2 351	(6,7)%
0,3 %	2 271	(9,9)%
0,4 %	2 193	(13,0)%

Fuente: Elaboración propia

Es importante considerar que dentro de la tasa de descuento se incluyen otros supuestos, como el premio por riesgo de mercado, la tasa libre de riesgo y la estructura de capital objetivo. Todos estos componentes están sujetos a decisiones personales que, como muestra el análisis de sensibilidad, podrían impactar significativamente la proyección. Finalmente, Falabella opera en distintos mercados y puede que no hayan sido captados los riesgos de otros países en el procedimiento hecho en este trabajo.

11.2. Valor terminal

El valor terminal es otro de los supuestos más relevantes dentro de la valoración, ya que este abarca gran parte del valor presente de los flujos debido a que representa los flujos a perpetuidad. En este caso en particular, se asumió que no hay crecimiento de largo plazo por sobre lo normal, por lo que el flujo de caja bruto de FY25E es idéntico al de FY24E. Esto se debe a que Falabella es una empresa madura que participa en una industria con alta competencia, lo que no le permitiría tener crecimientos sobre lo normal en el largo plazo. Un cambio en este supuesto aumentaría significativamente la valoración de la empresa. Sin embargo, es difícil asumir un crecimiento a largo plazo que implique crecimientos sobre niveles normales debido a la complejidad e incertidumbre de proyectar en periodos tan lejanos.

11.3. Crecimiento de ingresos

Debido a la complejidad de la estructura de Falabella, se determinó un crecimiento por segmento y por país, debido a que cada segmento tiene su particularidad como también el desempeño de este depende dentro del país en que opera. En general, y debido a la crisis sanitaria, se tomaron las proyecciones del PIB de los países para los segmentos más ligados al consumo, para luego crecer a niveles históricos. En otros casos donde la pandemia no tuvo tanto efecto, se utilizaron sólo promedios históricos relevantes. En ambos casos, se consideraron las tendencias a la alta y baja. Es por esto que sensibilizar el crecimiento de ingresos se hace complicado ya que no es un supuesto simple donde cada año el ingreso total aumenta en un porcentaje determinado.

11.4. Márgenes operacionales

En el caso de los márgenes operacionales, la mayoría de estos se determinaron como un porcentaje de ventas del negocio correspondiente, método bastante común para proyectar estados de resultados ya que la estructura de costos y gastos tienden a permanecer constantes en el tiempo. En el caso contrario, se consideró la tendencia al alza o a la baja para proyectar dichos costos y/o gastos.

11.5. Efecto COVID-19

Sin duda uno de los factores más relevantes en la valorización es el efecto del coronavirus que ha tenido en el 2020 como también en el futuro. En primer lugar, se tomaron supuestos generales que definen los periodos como COVID, TRANSICIÓN y NORMALIDAD, los cuales asumen las tendencias de los mercados e implican que va a haber un bajo consumo, luego una mejoría y finalmente una vuelta a la normalidad. Este mismo punto es muy relevante, ya que se asume que la vacuna se encuentra durante el 2021 y que logra difundirse en el mundo, para que luego el mundo vuelva a ser como antes a partir de 2022. Esto tiene un impacto significativo a nivel de los ingresos de las empresas, especialmente en compañías como Falabella que son parte del *retail*, industria cíclica conocida por las sobre reacciones comparada con el mercado.

Esto también implica que el COVID-19 tuvo un impacto en la tasa de descuento, la proyección de ventas (crecimiento ligado al PIB de los países), los fundamentales en general y la inversión en capital (plan de inversión se ajustó), entre otros. Obviamente los supuestos tomados relacionados a la pandemia son extremadamente subjetivos debido a la alta incertidumbre relacionada a la crisis sanitaria.

12. Conclusiones

El propósito de este trabajo fue hacer la valorización de Falabella S.A. a través del método de flujos de caja descontados, en el cual los flujos de caja libre son proyectados para el periodo explícito (segundo semestre 2020 hasta 2024) como también el valor temporal (periodo implícito, 2025 en adelante).

Falabella opera en la industria del *retail* en siete países (Chile, Colombia, Perú, Argentina, Brasil, Uruguay y México) en distintos segmentos divididos en dos negocios: el negocio no bancario, compuesto por tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados e inmobiliario, como también en el negocio bancario a través de Banco Falabella y CMR. Las ventas de Falabella están altamente concentradas en dos países (Chile y Perú), los cuales representan entre un 85% y 87% de las ventas totales. Por otro lado, las ventas de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y supermercados abarcan la mayoría de las ventas por segmento (80,4% según el promedio histórico). Los principales competidores a nivel local son Cencosud en los mismos segmentos que Falabella, y Ripley en tiendas por departamento y el negocio bancario.

Para el método de FCD, es necesario calcular la tasa de descuento (WACC) para descontar los flujos de la empresa. Este costo de capital se calcula como un promedio ponderado entre el costo de la deuda y el costo patrimonial (rentabilidad exigida por los inversionistas). Para el costo de la deuda fueron utilizados los bonos de más largo plazo de Falabella (BFALA-S y BFALA-P, promedio de ambos 1,43%), mientras que para el costo patrimonial se calculó anteriormente el beta de la acción con regresiones (que al desapalancarlo y apalancarlo resulta en 1,0971), para luego a través del CAPM obtener

el costo patrimonial (7%). Ambas tasas fueron incluidas dentro del WACC incluyendo la estructura de capital objetivo (21,3% deuda y 78,7% patrimonio) lo cual resulta en un costo de capital del 5,73%. Hubo un aumento de capital en agosto del 2018, lo cual se utilizó para la compra de Linio, como también destinado a potenciar la ciberseguridad de la empresa y consolidar sus operaciones en el extranjero, lo cual es abarcado dentro de las proyecciones de la inversión en capital físico.

Teniendo la tasa de descuento, se procedió a proyectar el EERR para el periodo explícito. En este contexto, es importante destacar la dificultad de las proyecciones en un escenario de pandemia, donde la incertidumbre predomina y tiene efectos importantes en el corto y mediano plazo, afectando significativamente las operaciones en 2020 y potencialmente la mayoría de 2021. Para las ventas, estas se proyectaron por segmento dentro de cada país, dependiendo de los promedios históricos de crecimiento como también de las tendencias en los últimos años. Los costos y gastos del negocio fueron analizados por negocio y generalmente proyectados como un porcentaje de las ventas del negocio correspondiente, distinguiendo entre elementos operacional y no operacionales como también su grado de recurrencia.

Luego, se proyectaron los flujos de caja libre, obteniendo en una primera etapa el flujo de caja bruto, el cual está compuesto por el resultado, elementos *non-cash* como la depreciación y amortización, el costo financiero neto y varios elementos no operacionales. Todos estos se agregan o restan al resultado dependiendo de su recurrencia, lo cual determina si es de manera íntegra o después de impuestos. Al flujo de caja bruto se le agrega la inversión en reposición (100% de la depreciación), la inversión en activo físico (plan de inversión ajustado) y la variación del CTON

(proyectada en base a promedios históricos sobre ventas). Esto da como resultado el flujo de caja libre durante el periodo explícito. Para el periodo implícito (perpetuidad), se asumió que no hay crecimiento en comparación con el último periodo proyectado debido a la alta competencia de la industria como también el hecho de que la empresa es madura, lo que no permite crecimientos sobre lo normal y sostenibles en el largo plazo. Estos supuestos determinan el valor terminal, el cual incluye inversión en reposición, pero no en capital físico ni capital de trabajo debido a lo anteriormente mencionado.

Finalmente, tanto los flujos de caja libre del periodo explícito como el valor terminal son descontados con el costo de capital anteriormente calculado. A este monto se le agregan los activos prescindibles (no operacionales) y se le resta el déficit de CTON, para luego restar la deuda financiera neta. Esto resulta en el patrimonio económico, que al dividirlo por el número de acciones a la fecha, da un precio por acción proyectado de 2.521 CLP, el cual comparado con el precio de cierre del 30 de junio del 2020 (2.600 CLP) varía en un -3,1% bajo el valor cotizado en el mercado.

La diferencia entre la valorización y el precio de mercado puede tener muchas explicaciones, incluyendo (i) la subjetividad de los supuestos, (ii) el comportamiento irracional de los participantes del mercado y la tendencia a sobre reaccionar a nueva información, y (iii) la constante variación del precio de mercado debido a las acciones tomadas por los inversionistas, lo que implica que la diferencia entre el valor intrínseco y el de mercado aumente o disminuya considerablemente, sin haber un cambio en los fundamentales de la empresa.

El análisis de sensibilidad muestra lo importante que es la tasa de descuento en este método, ya que una variación de +/- 30 puntos base en el WACC genera una variación

en el precio proyectado de alrededor del 10%. A su vez, el valor terminal también es relevante en este método, ya que abarca la mayor parte del valor presente de los flujos (representa el rendimiento de Falabella en perpetuidad).

Definiciones

- **ARS:** Peso argentino
- **BRL:** Real brasileño
- **CAGR:** *Compounded Annual Growth Rate* (Tasa de crecimiento anual compuesta)
- **CAPM:** *Capital Asset Pricing Model*
- **CCS:** Cámara de Comercio de Santiago
- **CFF:** *Cash Flow* (flujo de caja) de Financiación:
- **CFI:** *Cash Flow* (flujo de caja) de Inversiones
- **CFO:** *Cash Flow* (flujo de caja) de Operaciones
- **CLP:** Pesos chilenos
- **COGS:** *Costs of Goods Sold*
- **COP:** Peso colombiano
- **CTON:** Capital de Trabajo Operativo Neto
- **DDI:** Después De Impuestos
- **DPA:** Dividendo por Acción
- **D&A:** Depreciación y Amortización
- **EBITDA:** *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*
- **EEFF:** Estados financieros
- **FCD:** Flujo de Caja Descontado (o **DCF** por sus siglas en inglés)
- **FYXX:** *Financial Year*
- **FYXXE:** *Financial Year Expected*
- **GAV:** Gastos de Administración y Ventas

- **I:** Íntegra
- **IBGE:** *Instituto Brasileiro de Geografia y Estadística*
- **IGPA:** Índice General de Precios de la Bolsa de Santiago
- **INDEC:** Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Argentina)
- **INE:** Instituto Nacional de Estadística (Chile)
- **INEI:** Instituto Nacional de Estadística e Informática (Perú)
- **IVA:** Impuesto al Valor Agregado
- **KPIs:** *Key Performance Indicators*
- **MB:** Margen Bruto
- **MXXX:** Miles de [moneda]
- **NB:** Negocio bancario
- **NIIF:** Normas Internacionales de Información Financiera
- **NNB:** Negocio no bancario – Incluye principalmente tiendas por departamentos, mejoramiento del hogar, supermercados e inmobiliario
- **PEN:** Soles peruanos
- Periodo **COVID:** Supuesto para segundo semestre 2020
- Periodo **NORMALIDAD:** Supuesto para años 2022 en adelante
- Periodo **TRANSICIÓN:** Supuesto para año 2021
- **PIB:** Producto Interno Bruto
- **PPE:** Propiedad, Planta y Equipo
- **PPM:** Pago Provisional Mensual
- **PRM:** Premio por Riesgo de Mercado
- **QX:** Trimestre del año

- **RCTON:** CTON / Ventas
- **ROA:** *Return of Assets*
- **ROE:** *Return of Equity*
- **SEN:** Sistema Estadístico Nacional (Colombia)
- **SSS:** *Same Store Sales*
- **TIR:** Tasa Interna de Retorno
- **TTM2X:** Twelve Trailing Months (últimos doce meses)
- **UF:** Unidad de fomento
- **USD:** Dólares estadounidenses
- **VT:** Valor Terminal
- **WACC:** Costo de capital promedio ponderado (por sus siglas en inglés)
- **XS2X:** Semestre de 202X
- **YTM:** *Yield to Maturity*

Bibliografía

- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382.
- Base de Datos Estadísticos Banco Central de Chile
- Centro de Estudios del Retail (CERET): Industria del Retail
- Ciclo "Economía Postpandemia: ¿cómo cambió el mundo?" Universidad Adolfo Ibáñez, sede Viña del Mar – 09 de octubre 2020
- Coronavirus como nuevo desafío chileno, con retail, transporte, travel, gaming, isapres y real estate dentro de los sectores más vulnerables – ICR Chile – Marzo 2020
- E-class: "La historia del retail en Chile"
- Emol.com - <https://www.emol.com/noticias/Economia/2020/08/25/995939/Casos-retail-pandemia-180.html>
- Estados financieros auditados 2017 – Falabella
- Estados financieros auditados 2018 – Falabella
- Estados financieros auditados 2019 – Falabella
- Estados financieros auditados 2Q 2020 – Falabella
- Feller Rate – Informe de clasificación Falabella S.A. Agosto 2020
- Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000, p. 36.
- Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.
- Global Economic Prospects – Junio 2020
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- <https://www.infomarketing.pe/marketing/noticias/supermercados-peruanos-ocupa-el-primero-lugar-en-peru-en-el-ranking-de-supermercados/>
- <https://www.latercera.com/pulso/noticia/falabella-confirma-que-busca-un-socio-para-su-operacion-en-argentina/X2URLRLJSJDDLZU6DIGDX5ZRA/>
- Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística
- Inversiones security – Retail: Debilidad en el consumo, presión en márgenes y evolución de la recuperación empañan perspectivas del sector – Septiembre 2020

Inversiones security – Retail: Falabella y Mallplaza: Retail Continuaría Desafiante y Mallplaza con Espacio para Crecer y Generar Eficiencias – Mayo 2019

Inversiones Security - Sector Retail: Ante un escenario complejo en el consumo, la incertidumbre está en la recuperación de márgenes. Febrero 2020

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

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

Memoria anual 2019 – Falabella

Página web Cencosud

Página web Falabella – Investors relations – Historia

Página web Ripley

Proyecciones sobre la industria del retail continúan desfavorables, con bajas expectativas de un fortalecimiento operacional durante 2021 – ICR Chile – Julio 2020

Release de resultados 1Q 2017 – Falabella

Release de resultados 2Q 2018 – Falabella

Release de resultados 2Q 2020 – Falabella

Release de resultados 3Q 2018 – Falabella

Release de resultados 4Q 2016 – Falabella

Release de resultados 4Q 2017 – Falabella

Release de resultados 4Q 2018 – Falabella

Release de resultados 4Q 2019 – Falabella

Release de resultados 2Q 2020 - Falabella

Anexos

Anexo 1: Resultado regresiones para estimación del beta de Falabella

2015-17

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Correlación	0,4961
R ²	0,2462
R ² ajustado	0,2388
Error típico	0,0176
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,0104	0,0104	33,6320	0,0000
Residuos	103	0,0319	0,0003		
Total	104	0,0424			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	0,0003	0,0017	0,1945	0,8462	-0,0031	0,0038
r_IGPA	0,6713	0,1158	5,7993	0,0000	0,4417	0,9009

2016-18

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Correlación	0,6151
R ²	0,3784
R ² ajustado	0,3723
Error típico	0,0182
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,0207	0,0207	62,6916	0,0000
Residuos	103	0,0341	0,0003		
Total	104	0,0548			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,0007	0,0018	-0,3714	0,7111	-0,0042	0,0029
r_IGPA	0,7961	0,1006	7,9178	0,0000	0,5967	0,9956

2017-19

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Correlación	0,6664
R ²	0,4440
R ² ajustado	0,4386
Error típico	0,0185
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,0279	0,0279	81,4607	0,0000
Residuos	102	0,0350	0,0003		
Total	103	0,0629			

	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0,0027	0,0018	-1,5000	0,1367	-0,0063	0,0009
r_IGPA	0,9229	0,1023	9,0256	0,0000	0,7201	1,1257

2018-20

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Correlación	0,8403
R ²	0,7061
R ² ajustado	0,7033
Error típico	0,0323
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,2555	0,2555	245,0999	0,0000
Residuos	102	0,1063	0,0010		
Total	103	0,3618			

	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0,0041	0,0032	-1,2951	0,1982	-0,0104	0,0022
r_IGPA	1,4205	0,0907	15,6557	0,0000	1,2405	1,6005

Anexo 2: Variaciones de ingresos moneda local países extranjeros

Variación de ingresos moneda local por segmento Falabella S.A.				
MUF	FY16	FY17	FY18	FY19
Peru				
Tienda por departamento	3,4 %	(1,1)%	5,8 %	(0,8)%
Mejoramiento del hogar	(5,3)%	2,4 %	4,1 %	0,7 %
Supermercado	5,2 %	6,3 %	13,3 %	5,2 %
Colombia				
Tienda por departamento	9,3 %	8,9 %	8,5 %	8,0 %
Argentina				
Tienda por departamento	16,2 %	23,2 %	34,3 %	32,6 %
Mejoramiento del hogar	20,7 %	20,8 %	27,5 %	27,2 %
Brasil				
Mejoramiento del hogar	3,3 %	8,4 %	10,8 %	13,5 %

Fuente: Elaboración propia a partir de los release de resultados 2017 - 2019