



“Valoración SACI Falabella”

Método de Flujo de Caja Descontado a diciembre 2020

*Valoración de empresa para optar al grado de Magister en
Finanzas*

Alumno: Gonzalo Llona Sánchez
Profesor guía: Mauricio Alejandro Jara Bertin

Santiago, Enero 2022

Contenidos

1. Metodología	5
1.1 Principales Métodos de Valoración.....	5
1.2 Modelo de descuento de dividendos.....	5
1.3 Método de Flujos de Caja Descontados	5
1.4 Método de múltiplos	7
2. Descripción de la Empresa e Industria	9
2.1 Antecedentes de la empresa	9
2.2 Marco Normativo	10
2.3 Descripción de la empresa.....	12
2.4 Mayores Accionistas	12
2.5 Empresas Benchmark	13
3. Financiamiento y estructura de capital de la empresa	14
3.1 Bonos	14
3.2 Deuda Financiera	15
3.3 Patrimonio económico	15
3.4 Estructura de capital objetivo	15
4. Estimación del costo patrimonial de la empresa	16
4.1 Beta de la acción de Falabella	16
4.2 Costo de la deuda	16
4.3 Beta de la deuda	17
4.4 Beta de la acción ajustado	17
4.5 Beta Patrimonial sin deuda	17
4.6 Beta Patrimonial deuda	18
4.7 Costo Patrimonial	18
4.8 Costo de Capital	18
5. Análisis operacional del negocio e industria	19
5.1 Tasa de crecimiento reales de ventas de la empresa	19
5.2 Tasa de crecimiento reales de la industria	20
5.3 Tasas de crecimiento proyectadas para la región	21
5.4 Análisis de Costo de operación	23
5.5 Análisis de cuentas no operacionales	24
5.6 Análisis de Activos	25
6. Proyección de Estados de Resultados	28
6.1 Proyección de Ventas	28
6.2 Proyección de Costos de Operación	31
6.3 Cuentas no operacionales	33
6.4 Ganancia antes de impuestos	33
6.5 Impuestos	33
6.6 Estados de Resultados proyectados	34
7. Proyección de flujos de caja libre	35
7.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles	35
7.2 Propiedades, plantas y equipos	35
7.3 Propiedades de inversión	35
7.4 Activos intangibles	36
7.5 Inversión en reposición	38
7.6 Estimación de nuevas inversiones	28
7.7 Inversión en capital de trabajo	29
7.8 Activos prescindibles	40
7.9 Deuda financiera	40
7.10 Valor terminal	41
7.11 Flujo de caja libre proyectado	41
7.12 Valorización económica de la empresa y su precio por acción	42
8. Análisis de sensibilidad	43
9. Conclusiones	45
Bibliografía	46
Anexos	47

Índice de tablas

Tabla 1: Ficha Técnica Falabella	10
Tabla 2: Principales accionistas	12
Tabla 3: Ficha Técnica Ripley	13
Tabla 4: Ficha Técnica Almacenes Éxito	13
Tabla 5: Bonos vigentes de Falabella al 30 de diciembre de 2020	14
Tabla 6: Deuda financiera (UF) 2016-2020	15
Tabla 7: Patrimonio económico (UF) 2016-2020	15
Tabla 8: Razones financieras 2016-2020	15
Tabla 9: Estructura de capital objetivo	16
Tabla 10: Beta de la acción 2016-2020	16
Tabla 11: Tasa de impuesto corporativo 2016-2020	16
Tabla 12: Tasas de crecimiento por mercado y línea de negocio 2016-2020	19
Tabla 13: Indicadores macroeconómicos 2016-2020	21
Tabla 14: Crecimiento industria 2016-2020	22
Tabla 15: Costos de operación en MUF 2016-2020	23
Tabla 16: Costos de Distribución en MUF 2016-2020	23
Tabla 17: Gastos de Administración en MUF 2016-2020	24
Tabla 18: Clasificación activos en MUF a diciembre 2020	25
Tabla 19: Análisis Vertical y Horizontal Activos	27
Tabla 20: Plan de inversión 2020-2024	28
Tabla 21: Número de tiendas/Centros comerciales 2019-2024	28
Tabla 22: Superficie de Ventas (m ²) 2019-2025	29
Tabla 23: Ventas por metro cuadrado (UF/m ²) 2018-2019	30
Tabla 24: Ventas proyectadas M UF 2021-2025	30
Tabla 25: Proyección ingresos Negocio Bancario UF 2021-2025	31
Tabla 26: Margen bruto por línea de negocio 2016-2020	31
Tabla 27: Margen bruto negocio bancario 2016-2020	32
Tabla 28: Proyección costos de operación en UF 2021-2025	32
Tabla 29: Proyección Costos de Distribución (M UF) 2021-2025	32
Tabla 30: Proyección Gastos de administración (M UF) 2021-2025	32
Tabla 31: Cuentas No operacionales (M UF) 2016-2020	33
Tabla 32: Ganancia antes de impuesto 2021-2025	33
Tabla 33: Impuestos 2021-2025	33
Tabla 34: Estados de Resultado Proyectado (M UF) 2021-2025	34
Tabla 35: Depreciación por Tipo de Activo	35
Tabla 36: Vida útil de Propiedades de Información	35
Tabla 37: Vidas útiles de Activos Intangibles	36
Tabla 38: Cuadro de Depreciaciones y Amortizaciones 2016-2020	36
Tabla 39: Plan de inversión (US\$M) 2021-2025	37
Tabla 40: Plan de inversión (M UF) 2021-2025	37
Tabla 41: Depreciaciones y Amortizaciones proyectadas (M UF) 2021-2025	37
Tabla 42: Inversión en Reposición proyectada (M UF) 2021-2025	38
Tabla 43: Nuevas inversiones proyectadas (M UF) 2021-2025	38
Tabla 44: Capital de trabajo histórico 2016-2020	39
Tabla 45: Déficit de CTON en miles de UF para 2020	40
Tabla 46: Capital de Trabajo proyectado 2020-2025	40
Tabla 47: Activos prescindibles a Diciembre de 2020 (M UF)	40
Tabla 48: Flujo de Caja Proyectado (M UF) 2025	41
Tabla 49: Flujo de Caja Libre proyectado 2020-2025	41
Tabla 50: Valorización Económica de la empresa y Precio por acción	42
Tabla 51: Sensibilidad ante una variación en la tasa de descuento	44
Tabla 52: Sensibilidad ante una variación en los ingresos	44

Resumen ejecutivo

En el presente trabajo se presentan los resultados de la valoración económica de la empresa Falabella SACI a diciembre de 2020 siguiendo la metodología de flujo de caja descontado. Para este propósito se analizó información económica y contable de manera histórica de la compañía.

Falabella es una de las mayores empresas de retail de la región, con operaciones en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil, Uruguay y México. La compañía ha mostrado un fuerte crecimiento de sus ventas en las últimas décadas, y una diversificación de sus líneas de negocio, 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 las empresas chilenas Cencosud y Ripley, y la compañía colombiana Almacenes Éxito.

Para realizar la metodología de valoración mediante flujos de caja, previamente se hicieron análisis de los estados financieros, a modo de conocer el comportamiento financiero, forma de financiamiento y estructura de capital durante el periodo de análisis. Se determinó la estructura de capital objetivo que es 23,2% de deuda y 76,8% de patrimonio, en base a promedios históricos. Luego de esto se procedió a determinar la tasa de costo de capital (WACC) de 7,26% al 31 de diciembre de 2020, la cual incluye el costo de la deuda y el costo patrimonial (se utilizó el CAPM para calcularlo). A continuación se proyectó el estado de resultado para el periodo de análisis, para finalmente estimar el flujo de caja libre de la compañía y así poder calcular el patrimonio económico (de 226.414 MUF) para 2.508.844.629 acciones suscritas y en circulación a esa fecha. Al convertir el patrimonio económico de la compañía a pesos chilenos la acción da un valor de \$2.623 el cual difiere del precio de mercado en un 0,2% al 30 de diciembre de 2020 que cerró con un precio de 2.630.

Se puede observar que el método de flujos de caja descontados entrega un valor cercano al internalizado por el mercado, siendo atribuible la diferencia a algunos supuestos considerados para el crecimiento futuro de la empresa, además es importante considerar que existe irracionalidad en el comportamiento de los participantes del mercado y la tendencia a sobre reaccionar a nueva información, y finalmente también se debe considerar la constante variación del precio de mercado debido a la toma de decisiones de los inversionistas, que genera diferencias entre el valor intrínseco y el de mercado (sea superior o inferior), aunque no afecten directamente, ni cambien los fundamentales de la empresa.

1. Metodología

1.2. 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. 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. 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.

1.2. 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:

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

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:

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

Donde: *DPA*, son los dividendos por acción del próximo periodo.

1.3. Método de flujos de caja descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, 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.

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 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.

1.4. 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:

1. Múltiplos de ganancias:

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

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

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:

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

3. Múltiplos de ventas:

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

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m2 construido en *retail*

2. Descripción de la empresa e industria objetivo

2.1 Descripción de la Industria

La industria del retail contempla la comercialización de bienes al por menor o comercio detallista, es una industria que se caracteriza principalmente por ser altamente competitivo y concentrado dadas las fuertes barreras de entradas, las cuales provienen del elevado nivel de inversión inicial y recurrentes requerimientos de capital de trabajo para cubrir su ciclo operacional y mantener sus canales de distribución.

De acuerdo con el “Índice global de desarrollo de la industria del retail” (GRDI, por sus siglas en inglés Global Retail Development Index) que clasifica los 30 principales países en desarrollo para la inversión minorista, identificando además de mercados atractivos el potencial futuro, en el año 2015 Chile se encontraba en los primeros lugares (incluso siendo N°1 el año 2014).

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

En cuanto al macro entorno, se aprecia un ambiente favorable para la industria, tanto política como económicamente, aunque tiene desafíos por delante respecto de las nuevas leyes que tienen como objetivo el cuidado del medioambiente.

Respecto del micro entorno, el análisis de las cinco fuerzas de Porter realizado en este trabajo determinó que en general las fuerzas son altas (poder de negociación de los clientes y proveedores, amenaza de sustitutos), pero la amenaza de nuevos entrantes es baja (barreras de entrada altas), por lo que permite proteger la rentabilidad hasta cierto punto.

Finalmente, los factores (externos) clave de éxito son principalmente el manejo logístico, alto enfoque en marcas propias, preparación de management, manejo multicanal y la diversificación. Todo esto sumado al macro y micro entorno generan un ambiente competitivo en una industria concentrada, y que permite proteger la rentabilidad de las empresas que la componen, particularmente de la empresa analizada en este trabajo.

A continuación se realiza un análisis de las cinco fuerzas que influyen en la industria:

1. **Poder de proveedores (media):** En esta industria se distinguen cerca 3 tipos de proveedores en el retail en general: Proveedores a los que se les realiza una orden de compra, en donde es el retail es el dueño de la mercadería. Proveedores consignados, mantienen la propiedad sobre los bienes comercializados. Proveedores concesionados, a los cuales se les asigna un espacio dentro de las tiendas, que son gestionados por las diferentes marcas.

Los proveedores son diversificados, pero existen algunos que son primordiales para los diferentes retailers, como por ejemplo marcas de tecnología o deporte que tienen presencia a nivel mundial. Por lo tanto, existe un bajo poder de negociación si los proveedores son marcas

- genéricas, ya que su presencia en el retail es una gran vitrina para sus productos y estos demandan cantidades grandes, por lo que permite a las empresas a exigir más con el precio.
2. **Poder de los compradores (Alto):** Tienen un alto poder de negociación. Al ser una industria dedicada principalmente al retail, o sea, venta al detalle, el poder negociador de los clientes es equitativo, por lo que ellos tienen el poder de decidir dónde comprarán. Además, los productos son en cierta medida homogéneos, aunque ciertos actores de la industria están tratando de tener marcas propias y/o acuerdos de exclusividad.
 3. **Potenciales entrantes (Baja):** Altas barreras de entrada. Dado que los actuales participantes del mercado son compañías con larga trayectoria en el negocio, con un sólido prestigio de marca, que operan a gran escala y que cuentan con importantes ventajas comparativas frente a potenciales entrantes, no se ve que puedan aparecer nuevos entrantes.
 4. **Amenaza de productos sustitutos (Alta):** Los productos que ofrece el retailer en su mayoría, son comunes, de uso frecuente y usados en la vida cotidiana (commodities), los negocios se especializan en ofrecer al cliente soluciones rápidas con tiendas que venden productos en puntos de venta directa.
 5. **Rivalidad entre los competidores (Alta):** Gran número de competidores (Alta): la industria del retail en Chile está concentrada en pocos actores. Costos Fijos (Alta): dada la gran cantidad de capital humano que trabaja en esta industria y la necesidad de infraestructura tanto para almacenamiento de productos como para la exhibición. Barreras de salida (Media): en esta industria la barrera de salida es media, a razón de que, si bien no se poseen activos altamente especializados, si se poseen importantes restricciones gubernamentales, relevantes pérdidas de interrelaciones estratégicas.

2.2. Descripción de la Compañía

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

Razón social	S.A.C.I. Falabella
Ticker	Falabella
Rut	90.749.000-9
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Industria	Retail

Tabla 1: Ficha Técnica Falabella

S.A.C.I Falabella es una empresa con operaciones principales en el sector comercio (tienda de departamentos, mejoramiento del hogar y supermercados), pero que también posee operaciones inmobiliarias (centros comerciales de diferentes formatos) y operaciones financieras (banco). La empresa tiene sus orígenes en Chile en 1889 como una sastrería, la que en 1937 se convirtió en una importante tienda de vestuario, pasando en 1958 a vender productos para el hogar. En la década de 1980 lanza su tarjeta de crédito CMR y comienza su ampliación en regiones de Chile. Desde 1993 ha ampliado sus operaciones a Argentina, Perú, Colombia, Brasil y Uruguay. En el año 2017, alcanzó unas ventas consolidadas de US\$ 15,000 millones, de los cuales US\$ 769 millones fueron a través de su canal de comercio electrónico.

Las operaciones fuera de Chile de la compañía le significan cerca de un 40% de sus ingresos. En cuanto al Ebitda, a diciembre de 2020 Chile genera un Ebitda de MM\$500.994, mientras que Perú

genera un Ebitda de MM\$156.776, siendo el mercado más importante después de Chile, Colombia genera un Ebitda de MM\$43.232, Argentina MM\$13.087 y Brasil MM\$18.623.

La empresa se organiza en cinco grandes áreas de negocio que describimos a continuación:

1. Tiendas por Departamentos: Operada en Chile, Perú, Colombia y Argentina. Tiendas en que comercializa una amplia gama de productos de consumo personal y del hogar, tanto en tiendas físicas como a través de sus canales online. También dispone de tiendas individuales de marcas exclusivas. La participación de mercado de las tiendas de departamentos en Chile es de 26%, en Perú 18%, en Colombia 9% y en Argentina 1%.

2. Mejoramiento del Hogar: Con operaciones en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil, Uruguay y México. Opera seis conceptos de ventas y servicios complementarios para sus clientes: Sodimac Homecenter, Sodimac Constructor e Imperial, comercializando productos para el mejoramiento del hogar y mobiliario. Su participación de mercado alcanza un 27% en Chile, 13% en Perú, 13% en Colombia, 1% en Argentina, 4% en Uruguay y menos del 1% en Brasil y México.

3. Supermercados: Esta área de negocios no presenta mayor presencia de mercado con un 7% en Chile y 4% en Perú.

Disponen de tres formatos de negocios, con 148 tiendas y presencia online, en Chile y Perú. Totalizando una superficie de venta de 475.552 metros cuadrados.

- Supermercados Tottus, con categorías tradicionales de alimentos y productos de higiene.
- Hipermercados Tottus, además de lo anterior, tiene una oferta ampliada de bienes durables básicos, línea blanca, vestuario, productos electrónicos y artículos para el hogar.
- Hiperbodega Precio Uno, privilegia la conveniencia en los precios para el mercado peruano ofreciendo un surtido de productos focalizado en no perecibles.

4. Servicios Financieros: Propuesta integral de productos y servicios en esta área, ofrece una amplia gama de servicios financieros integrados, combinando el modelo tradicional de negocio financiero con la proximidad propia de los negocios de retail. Esta división incluye CMR Falabella (tarjeta de crédito), Banco Falabella (banco), Seguros Falabella (corredora de seguros) y CF Seguros (compañía de seguros). Opera en Chile, Perú, Colombia, Argentina y México.

La participación de mercado de acuerdo al stock de colocaciones de consumo es del 10,0% en Chile, considerando las colocaciones de CMR y Banco Falabella. En el caso de Perú, de acuerdo a la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de ese país, la participación de mercado de Banco Falabella en colocaciones de consumo asciende a 4,15%. En Colombia, de acuerdo a la Superintendencia Financiera de ese país, la participación de mercado de Banco Falabella en colocaciones de consumo asciende a 4,83%. De acuerdo al Banco Central de la República Argentina, la participación de mercado de CMR en ese país de acuerdo a las colocaciones de tarjetas de crédito y préstamos personales asciende a 0,5%. Finalmente, la participación en México llega al 0,35%, según la información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México.

5. Negocio Inmobiliario: Falabella opera y administra centros comerciales en Chile, Perú y Colombia, a través de Mallplaza y Open Plaza. El brazo inmobiliario de Falabella está dedicado al desarrollo y operación de centros comerciales y la administración de tiendas en ubicaciones free standing, donde se destaca la presencia de los formatos de retail de Falabella y los usos mixtos de las propiedades.

Adicionalmente, la compañía es dueña de aproximadamente 1.000.000 m2 adicionales de superficie arrendable en ubicaciones free standing de Falabella, Sodimac, Tottus y otros.

Con respecto a la participación del total de ventas, la empresa opera actualmente en cinco países, según los datos del Instituto Nacional de Estadísticas (INE), la participación de mercado de Mallplaza en el comercio minorista se estima en un 3,8% en Chile; un 1,91% en Perú y un 0,55% en Colombia.

Además es importante mencionar que durante 2020, a causa de la pandemia causada por el Coronavirus, hubo un gran desarrollo del e-commerce y en este sentido Falabella adquirió Linio en 2018, un *marketplace* regional que desarrolló en este periodo, que permite conectar consumidores y vendedores en Latinoamérica, con presencia en México, Chile, Argentina, Perú y Colombia, que permite a los consumidores acceder a una variada gama de productos de más de 6.000 vendedores, incluyendo aquellos disponibles en Falabella, Sodimac y Tottus. Esta plataforma tiene fuerte posicionamiento en México, Colombia y Perú consolidando su posición entre los líderes de *e-commerce* en la región.

2.3 Regulación y fiscalización

Como todas las sociedades anónimas abiertas que operan en Chile, Falabella está sujeta a la regulación de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), la normativa principal aplicada corresponde a la Ley No 18.046 (sociedades anónimas) y la Ley No 18.045 (mercado de valores). Además de estas regulaciones, las operaciones de Falabella se encuentran reguladas por la Ley de Protección al Consumidor, la Ley General de Bancos, entre otras.

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.

2.4. Principales accionistas

La sociedad es controlada por los grupos de accionistas que se detallan a continuación (Tabla 2). Al 31 diciembre de 2020, el grupo controlador posee el 70,58% de las acciones en que se divide el capital social, el cual incluye a los 12 principales accionistas listados en la tabla 2, el resto de los accionistas no controladores, de libre flotación, corresponde al 29,47%. Los referidos controladores tienen un acuerdo de actuación conjunta conforme al texto definitivo y refundido del Pacto de Accionistas que se suscribió con fecha 24 de septiembre de 2013. Dicho pacto contiene limitaciones a la libre disponibilidad de las acciones.

Accionista	Porcentaje
LUCEC TRES S A	10,67%
INVERSIONES SAN VITTO LTDA	9,71%
BETHIA S A	9,19%
INVERSIONES LOS OLIVOS SpA	8,74%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	8,32%
INVERSIONES DON ALBERTO CUATRO SpA	6,02%
DERSA SA	5,44%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	4,86%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV. EXTRANJEROS	2,69%
MAPCOR CUATRO ALFA SpA	2,52%
INPESCA S A	1,97%
IMPORTADORA Y COMERCIALIZADORA AMALFI SpA	1,80%

Tabla 2: Principales accionistas

2.5. Empresas comparables

El mercado local del retail se encuentra liderado por 3 compañías: SACI Falabella, Ripley y Cencosud, las cuales mantienen operación en segmentos similares (Tiendas por departamento, Financiero e Inmobiliario/Renta), además de contar con operación en Sudamérica, en países como Argentina, Perú, Colombia y Brasil. Sin embargo, Cencosud se descarta como empresa comparable debido a que su estructura corporativa está ligada principalmente al área de supermercados, con menor presencia en tiendas por departamento y servicios financieros, por lo que se diferencia a Falabella y a Ripley en su composición.

Ripley fue fundada en 1956 con el nombre de “Calderón Confecciones”, la compañía fue creciendo con un patrón similar al de Falabella. En 1964 abrió su primera tienda de ropa con el nombre de Ripley y en 1985 inauguró su primera tienda de departamentos. Actualmente en Chile dispone de 46 tiendas y 287.753 m2 de superficie, en Perú tiene 29 tiendas y 193.000 m2. En su negocio financiero en Chile mantiene veinte 1.300.000 tarjetas de crédito, y en Perú 504.000. En el negocio inmobiliario dispone en Chile de 193,900 m2 y en Perú de 126.000 m2 con 12 malls (2 en Perú y 10 en Chile).

Razón Social	Ripley Corp S.A.
Ticker	Ripley
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Industria	Retail
Negocios en que se encuentra	-Tiendas por departamento -Financiero -Inmobiliario

Tabla 3: Ficha Técnica Ripley

A nivel internacional fue seleccionada Almacenes Éxito de Colombia, la cual participa en las mismas líneas de negocio y es su competidor directo en ese país. Cadena de almacenes de gran escala fundada en 1949 y establecido a lo largo del país (Colombia), cuenta con 263 hipermercados y 593 supermercados, opera en Uruguay, Brasil y Argentina. Éxito se ha transformado en una corporación multiindustria, multiformato, multimarca y multinegocio y opera en el comercio del retail, generando 8,7 billones en ingresos operacionales a diciembre de 2011 entre Colombia y Uruguay. A partir de marzo de 2012 cuenta con 418 puntos de venta entre los que se encuentran hipermercados, supermercados, tiendas de descuento y tiendas especializadas. Uno de los principales competidores en Colombia que ha logrado posicionarse y ser una competencia directa para el retail chileno que también participa de esos mercados, principalmente Falabella y Cencosud.

Razón Social	Almacenes Éxito S.A.
Ticker	Exito
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Valores de Colombia
Industria	Retail
Negocios en que se encuentra	- Tiendas por departamento - Supermercados - Inmobiliario - Actividad mercantil

Tabla 4: Ficha Técnica Almacenes Éxito S.A.

3. Financiamiento y estructura de capital de la empresa

3.1 Bonos

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

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

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

Serie	J	M	O	P	Q	S	Z	AC
Nemotécnico	BFALA-J	BFALA-M	BFALA-O	BFALA-P	BFALA-Q	BFALA-S	BFALA-Z	BFALA-AC
Fecha de emisión	01-04-2009	15-07-2014	15-04-2016	15-04-2016	25-11-2016	25-11-2016	15-04-2020	15-04-2020
Valor Nominal (o D)	8.000.000	3.000.000	M 116.000.000	4.500.000	M 78.000.000	3.000.000	2.000.000	5.000.000
Moneda	UF	UF	Pesos chilenos	UF	Pesos chilenos	UF	UF	UF
Fecha de vencimiento	01-04-2033	15-07-2037	15-04-2022	15-04-2039	25-11-2021	25-11-2039	15-04-2027	15-04-2037
Tipo de Bono	Francés	Francés	Francés	Francés	Bullet	Francés	Francés	Bullet
Tasa Cupón (kd)	4,0%	3,1%	5,1%	3%	5,1%	2,8%	1,5%	1,9%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	10 años
Número de pagos (N)	48	46	12	46	10	46	16	
Periodo de gracia	26,5 años	20 años	3,5 años	20 años	4,5 años	20 años	8 años	
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	4,4%	3,4%	3,4%	3,17%	4,84%	3,1%		
Precio de venta el día de la emisión	94,77	95,48.	95,48.	97,35	101,1	95,18		
Valor de mercado	21/10/2021 4,39%	21/10/21 4,63%	21/10/21 4,63%	10/07/2020 1,39%	30/03/2020 4,14%	03/04/2020 3,04%		

Tabla 5: Bonos vigentes de Falabella al 30 de diciembre de 2020.

3.2 Deuda Financiera

La Deuda Financiera en UF que reporta Falabella para el periodo 2016 a 2020.

	2016	2017	2018	2019	2020
Otros pasivos financieros corrientes	40.689.801	31.145.752	20.250.233	15.681.151	18.250.512
Otros pasivos financieros no corrientes	102.133.341	112.178.498	101.814.081	99.374.965	111.110.773
Total deuda financiera	142.823.143	143.324.250	122.064.314	115.056.116	129.361.285

Tabla 6: Deuda financiera (UF) 2016-2020

3.3 Patrimonio económico

Para calcular el Patrimonio económico, primero se obtienen el número total de acciones suscritas para el cierre de cada año desde 2016 a 2020, se puede apreciar una emisión de acciones a fines del año 2018, pasando de 2.434.465.103 a 2.508.844.629 acciones.

Se recogen los precios por acción para el cierre de cada año durante el mismo periodo, luego se calcula el Patrimonio económico en UF para cada año del periodo de estudio en la Tabla 20.

	2016	2017	2018	2019	2020
Nº total de acciones	2.434.465.103	2.434.465.103	2.508.844.629	2.508.844.629	2.508.844.629
Precio de la acción a la fecha de cierre	\$5.311	\$6.086	\$5.033	\$3.241	\$2.630
Patrimonio económico en pesos	MM\$12.929.444	MM\$14.816.154	MM\$12.627.015	MM\$8.131.165	MM\$6.598.261
Patrimonio económico en UF	490.718.612	552.879.962	458.068.316	287.219.452	226.978.375

Tabla 7: Patrimonio económico (UF) 2016-2020

3.4 Estructura de capital objetivo

Con las cifras previamente expuestas, procederemos a calcular la razón de endeudamiento de la empresa (B/V). Para este cálculo supondremos que la deuda financiera es igual a la deuda de mercado. A continuación calcularemos la razón patrimonio a valor de empresa (P/V) y finalmente, la razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P). Todas estas ratios a finales de cada año para el periodo analizado de 2016 a 2020. La tabla resumen con las razones calculadas es la siguiente:

	2016	2017	2018	2019	2020
B/V	0,225	0,206	0,210	0,286	0,363
P/V	0,775	0,794	0,790	0,714	0,637
B/P	0,291	0,259	0,266	0,401	0,570

Tabla 8: Razones financieras 2016-2020

Existe una relación estable en las razones financieras para el periodo de 2016 a 2019, sin embargo, se puede observar un cambio significativo en el año 2020, esto puede ser debido a la situación económica local y mundial, lo que ocasiona que la razón deuda patrimonio de la compañía tenga un incremento en comparación a sus años previos, de igual manera afecta a la razón de endeudamiento y de patrimonio a valor empresa. Esta situación hace que las razones financieras se distorsionen y se alejen de la estructura de capital objetivo de Falabella. Por lo tanto, como estructura de capital objetivo de la empresa se utilizará el promedio simple entre los años 2016 al 2019.

Lo anterior se detalla en la siguiente tabla:

	Promedio 2016-2019	Max	Min	D. estándar	Promedio 18-19	Promedio 19-20
B/V	0,232	0,286	0,206	0,037	0,248	0,325
P/V	0,768	0,794	0,714	0,037	0,752	0,675
B/P	0,304	0,401	0,259	0,066	0,334	0,485

Tabla 9: Estructura de capital objetivo

4. Estimación del costo patrimonial de la empresa

4.1 Beta de la acción de Falabella

Para calcular el beta de la acción de Falabella, primero tomamos los precios de las acciones de la empresa y del índice IGPA. En este trabajo caso los precios fueron tomados de Investing.com. Se utilizaron los precios de cierre de los viernes de cada semana para el periodo del 04 de Enero de 2016 a Diciembre de 2020.

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

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{i,t}$$

El siguiente cuadro presenta los resultados que se alcanzaron para los betas para diciembre de cada año en el periodo de análisis. También se presenta el nivel de significancia (todos los betas son significativos) y el porcentaje de presencia bursátil de la acción.

	2016	2017	2018	2019	2020
Beta de la acción	0,898	0,756	0,861	0,991	1,469
p-value (significancia)	5,965E-10	1,729E-10	1,531E-13	2,862E-16	1,697E-29
Presencia Bursátil (%)	100	100	100	100	100

Tabla 10: Beta de la acción 2016-2020

Como se puede observar que el **Beta de la acción** de Falabella en diciembre de 2020 fue de **1,469**.

4.2 Costo de la deuda

Se supone una **tasa libre de riesgo** de **0,18%** (Benchmark UF-15 al 31 de diciembre de 2020) y un premio por riesgo de mercado (**PRM**) de **6,2%** para Chile obtenido de Damodaran para el 31 de diciembre de 2020. La tasa de impuesto a considerar para cada año son las siguientes, de acuerdo con KPMG Corporate Tax Rate:

año	2016	2017	2018	2019	2020
Tc	24%	25,5%	26%	27%	27%

Tabla 11: Tasa de impuesto corporativo 2016-2020

El costo de la deuda, **Kb**, es la tasa a la cual se financia Falabella. Como la empresa recurre al mercado de bonos, se utilizará como referencia el bono de más largo plazo. En el caso de Falabella, corresponde al bono **BFALA-P**, con fecha de vencimiento el 15 de abril de 2039 y con vencimiento al 25 de noviembre de 2039, es decir, con plazo de 23 años y tasa cupón de 3,00%. Se calculó una **Tasa de mercado de 1,74%**, considerando la **tasa libre de riesgo de 0,18%**, mas un spread sobre el bono soberano en UF a 15 años de **1,56%**. Este valor se utilizará como el costo de la deuda de la empresa.

4.3 Beta de la deuda

A continuación se calcula el beta de la deuda, para esto se utiliza la tasa de costo de la deuda de 1,03%, la tasa libre de riesgo y el Premio por riesgo de mercado, en el modelo de CAPM:

$$K_b = rf + [E(R_m) - rf]\beta_d$$

Donde:

$$K_b = 1,74\%$$

$$rf = 0,18\%$$

$$PRM = 6,2\%$$

Al despejar la ecuación, resulta en un Beta de la deuda de **0,2516**.

4.4 Beta Patrimonial sin deuda

Para obtener el beta patrimonial sin deuda se desapalanca el beta de la acción a diciembre de 2020 con la estructura de capital promedio para el periodo y la tasa de impuestos corporativos promedios de 2 años, que para este caso es igual a **Tc = 27%**.

Para realizar el calculo del beta patrimonial sin deuda, aquí se utiliza la fórmula de Rubinstein:

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

Donde,

$\frac{B}{Pc/d}$, es la estructura de capital de la empresa promedio de 2019 y 2020, igual a **0,485**.

t_c , es la tasa impositiva promedio de la compañía en el periodo de los últimos 2 años (2019 y 2020), que es igual a **27%**.

$\beta_P^{c/d}$, es el beta de la acción, a diciembre de 2020, que es igual a **1,469**.

β_d , es el beta de la deuda, que es igual a **0,2328**.

Despejando, se llega a un valor del beta patrimonial sin deuda de **1,151**.

4.5 Beta Patrimonial con deuda

Ahora se apalanca el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetiva de la empresa estimada anteriormente y se utiliza la tasa de impuestos de largo plazo de 27%.

Para realizar esto, nuevamente utilizamos a la fórmula de Rubinstein.

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

Donde,

$\frac{B}{Pc/d}$, es la estructura de capital objetivo de la compañía, que es igual a **0,304**.

t_c , es la tasa impositiva a largo plazo de la compañía que es igual a **27%**.

β_d , es el beta de la deuda, que es igual a **0,2516**.

$\beta_P^{s/d}$, es beta patrimonial sin deuda, que es igual a **1,151**.

El cálculo, resulta en un beta patrimonial con deuda igual a **1,350**.

4.6 Costo Patrimonial

Con los resultados anteriores podemos calcular el costo patrimonial utilizando el modelo de CAPM. Para esta calculo se utilizará una tasa de largo plazo, la **tasa libre de riesgo de 0,70%** (Benchmark UF-30 al 31 de diciembre de 2020).

$$K_P = rf + [E(R_m) - rf]\beta_P^{c/d}$$

Al realizar el calculo, el costo patrimonial resulta igual a **9,07%**.

4.7 Costo de Capital

Finalmente, utilizando el modelo de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC, por sus siglas en ingles) y con la estructura de capital objetivo se calcula el costo de capital:

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

Donde,

$$\frac{P}{V} = 0,768$$

$$\frac{B}{V} = 0,232$$

$$K_P = 9,07\%$$

$$K_b = 1,74\%$$

Al incorporar estos valores en la fórmula, se llega a un costo de capital igual a **7,26%**.

5. Análisis operacional del negocio e industria

5.1 Tasa de crecimiento reales de ventas de la empresa

En el periodo de análisis de 2016 a diciembre de 2020 se puede apreciar cierta volatilidad en cuanto a las tasas de crecimiento en las operaciones extranjeras. Chile presenta un promedio más estable de crecimiento, es el mercado mas maduro de Falabella. En cuanto a ventas, el segundo mercado mas importante es el de Perú, que sin embargo, tuvo las tasas promedio más bajas en crecimiento, siendo negativo en 2016 (2,6%), para crecer 1,1% en 2017, 4,7% en 2018, 0,9% en 2019 y 3,4% en 2020. Colombia y Argentina le siguen en importancia en ventas para la compañía. Colombia presenta en promedio un crecimiento de 2,2%, con un decrecimiento de 2,9% en 2017 y 4,5% en 2020, con tasas de crecimiento de 7,2% y 8,6% en 2018 y 2019. Argentina presenta el mayor crecimiento para el periodo de estudio, con un promedio de 22,3% de 2016 a 2020, sin embargo, presenta una disminución en el crecimiento, pasando de tener sobre 20% hasta 2019 a 9,9% en 2020. En cuanto a Brasil en 2016 tuvo decrecimientos de 6,9%, para luego crecer en los años 2017 (2,4%), 2018 (3,1%), 2019 (10,8%) y 21,4% en 2020.

A continuación, se presentan las tasas de crecimiento de las diferentes líneas de negocios para cada uno de los países en que la compañía tiene operaciones:

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20	Promedio 16-20
Chile						
Tiendas de departamento	10,1%	4,8%	(3,6%)	(2,8%)	-	2,1%
Mejoramiento del hogar	1,1%	1,6%	2,4%	(3,1%)	6,5%	1,7%
Supermercados	0,3%	1,4%	1,1%	(0,8%)	12,1%	2,8%
Promotora CMR	16,2%	12,7%	8,8%	8,6%		11,6%
Banco Falabella	8,8%	6,3%	164,3%	4,4%	1,7%	37,1%
Inmobiliario	5,1%	7,7%	12,1%	(-1,6%)	(-3,6%)	8,3%
Total Chile	6,9%	5,8%	30,9%	1,3%	5,1%	10,6%
Perú						
Tiendas de departamento	(1,6%)	0,3%	5,4%	(0,9%)	(6,9%)	(0,7%)
Mejoramiento del hogar	(4,8%)	2,7%	2,6%	1,5%	6,6%	1,7%
Supermercados	(1,5%)	0,3%	6,0%	2,2%	10,6%	3,5%
Total Perú	(2,6%)	1,1%	4,7%	0,9%	3,4%	1,5%
Colombia						
Tiendas de departamento	-	(0,9%)	10,5%	9,1%		1,1%
Mejoramiento del hogar	4,6%	(4,8%)	3,9%	8,1%	4,3%	3,2%
Total Colombia	4,6%	(2,9%)	7,2%	8,6%	(4,5%)	2,2%
Argentina						
Tiendas de departamento	21,5%	23,6%	32,4%	35,8%	14,5%	25,6%
Mejoramiento del hogar	21,3%	23,6%	23,2%	22,2%	5,3%	19,1%
Total Argentina	21,4%	23,6%	27,8%	29,0%	9,9%	22,3%
Brasil						
Mejoramiento del hogar	(6,9%)	2,4%	3,1%	10,8%	21,4%	6,2%
Total Brasil	(6,9%)	2,4%	3,1%	10,8%	21,4%	6,2%

Tabla 12: Tasas de crecimiento por mercado y línea de negocio 2016-2020

5.2 Tasa de crecimiento reales de la industria

A continuación se describe el desempeño de las economías latinoamericanas en las que Falabella tiene operaciones:

En el caso de **Chile** el crecimiento del PIB ha sido relativamente bajo y estable durante el periodo entre 0,9% y 1,7%, a excepción del año 2018 en que el crecimiento fue de 3,7%, el año 2020 hay un decrecimiento de 5,8%. La inflación está dentro del rango meta establecido por el Banco Central y el consumo privado crece a tasas estables en el rango 3,5% a 3,7%, sin embargo en 2019 hubo un crecimiento de 0,8% y en 2020 un decrecimiento de 6,8% debido claramente a la pandemia.

Es importante mencionar que el año 2020 mostrará un efecto muy negativo para el PIB y el consumo debido a la crisis mundial que trajo la pandemia del Covid-19.

Perú tiene las mayores tasas de crecimiento del PIB dentro de los países en los que opera Falabella hasta 2019 (entre 2,2% y 4%), en 2017 se registra una desaceleración con respecto a los años anteriores, creciendo 2,5% en ese año, mientras que en 2020 decrece un 11,1%. Con respecto a la inflación ésta es baja, llegando a 1,3% en 2018 y 2,1% en 2019. La tasa de crecimiento del consumo privado fue decreciendo para 2017, sin embargo en 2018 y 2019 subió a 3,7% y 3% respectivamente.

En el caso de **Colombia** se muestra una desaceleración del crecimiento en 2016 y 2017, llegando a 1,4%, sin embargo en 2019 el PIB llega a un crecimiento de 3,3%, en 2020 decrece un 6,8%. La inflación esta relativamente controlada, llegando a 7,5% en 2016 pero descendiendo año a año para llegar a 2,5% en 2020. El consumo privado se mantiene estable en el rango de 1,6% a 4% durante el periodo, para llegar a 4,2% en 2019, luego presenta un decrecimiento de 4,1% en 2020.

Argentina presenta crecimiento sólo en 2017, mientras que el resto del periodo decrece de 2,6% a 2,1% de 2018 a 2019, mientras que en 2020 decrece 18%. Muestra los niveles de inflación más altos dentro de los países en que opera la compañía, llegando a 53,5% en 2019. El consumo privado presenta una volatilidad similar al crecimiento del PIB, con porcentajes negativos durante el periodo de análisis a excepción de 2017.

Brasil muestra un decrecimiento de 3,3% en el año 2016, para luego crecer débilmente durante los siguientes años a tasas de 1,3% en 2017, 1,8% en 2018 y 1,4% en 2019, mientras que durante 2020 el país decreció un 4,1%. La inflación ha ido decreciendo desde un 8,7% en 2016 a un 3,7% y 3,2% en los años 2019 y 2020. El Consumo privado sigue la misma tendencia que el crecimiento del PIB, con una tasa negativa en 2016, para crecer poco durante los siguientes años, llegando a 1,6% en 2019 y decreciendo un 5,3% en 2020.

Es importante mencionar que la pandemia causada por el Covid-19 ha afectado todos los países del mundo como también a cada uno de los segmentos de negocio debido a las cuarentenas y la incertidumbre que generó, provocando reacciones en el consumo e impactando las economías con recesiones.

A continuación se presenta una tabla resumen de los principales indicadores macroeconómicos de los países en que Falabella tiene operaciones:

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20	Promedio
Chile						
PIB (%)	1,7	1,2	3,7	0,9	-5,8	0,3
IPC (%)	3,8	2,2	2,4	2,6	3,0	2,8
Consumo Privado (%)	3,5	3,6	3,7	0,8	-6,8	1,0
Perú						
PIB (%)	4,0	2,5	4,0	2,2	-11,1	0,3
IPC (%)	3,6	2,8	1,3	2,1	1,8	2,3
Consumo Privado (%)	4,0	2,7	3,6	3,3	-6,1	1,5
Colombia						
PIB (%)	2,1	1,4	2,6	3,3	-6,8	0,5
IPC (%)	7,5	4,3	3,2	3,5	2,5	4,2
Consumo Privado (%)	1,6	2,3	4,0	4,2	-4,1	1,6
Argentina						
PIB (%)	-2,1	2,8	-2,6	-2,1	-18,0	-4,4
IPC (%)	40,5	27,7	34,3	53,5	36,2	38,4
Consumo Privado (%)	-0,7	3,9	-2,1	-5,7	-11,7	-3,3
Brasil						
PIB (%)	-3,3	1,3	1,8	1,4	-4,1	-0,6
IPC (%)	8,7	3,4	3,7	3,7	3,2	4,6
Consumo Privado (%)	-2,9	1,4	2,0	1,6	-5,3	-0,6

Tabla 13: Indicadores macroeconómicos 2016-2020

5.3 Indicadores de comercio

A continuación, se presenta el crecimiento de los ingresos de los distintos segmentos de la industria del retail para cada uno de los países en que Falabella tiene operaciones. Esta es información será útil para realizar la proyección de la actividad de la compañía para los próximos años en el negocio no bancario.

Como se puede apreciar, en **Chile** el año 2019 hubo un decrecimiento para todos los segmentos del retail, posiblemente ligado a la crisis social de Octubre, aunque para las tiendas de departamento el año 2018 también presenta un decrecimiento de 0,6%, lo que se recupera con crecimientos muy altos en todos los segmentos para el año 2020, de 5,6% en tiendas de departamento, 9,5% en mejoramiento del hogar y 15,5% en supermercados.

Perú muestra un alto crecimiento en 2019 para todas las líneas de negocio en que la compañía está presente, con tasas de crecimiento altas, 7,5% para tiendas de departamento, 8,8% para mejoramiento del hogar y 14% para supermercados. En 2020 supermercados muestra una tasa de crecimiento muy alta de 30.5%, sin embargo tiendas de departamento y mejoramiento del hogar presentan un decrecimiento de 15,4% y 12,2%.

En el caso de **Colombia** los años de mayor crecimiento fueron 2017 y 2018, llegando a tasas de 12,7% en tiendas de departamento en 2017 y 8,4% en 2018, presenta un decrecimiento en 2020.

Argentina promedia negativo para ambas líneas de negocio en que Falabella está presente en el país, debido a que los años 2016, 2018 y 2019 hubo un fuerte decrecimiento para el retail en el país, llegando a tasas negativas de 24,3% para tiendas de departamento y 26,7% para mejoramiento del hogar en 2018. En 2020 se presentan las tasas de decrecimiento más altas sobre los -30%.

Brasil muestra una alta volatilidad, las tasas de crecimientos fueron altas (16,4% y 14,4%) en 2017 y 2019 para el segmento de mejoramiento del hogar, sin embargo, en 2018 hubo un decrecimiento de 6,2%, 2020 tuvo un crecimiento de 4,7%.

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20	Promedio 16-20
Chile						
Tiendas de departamento	8,7%	4,3%	-0,6%	-3,5%	5,6%	2,9%
Mejoramiento del hogar	1,7%	2,9%	5,4%	-3,5%	9,4%	3,2%
Supermercados	5,8%	4,6%	5,1%	-3,3%	15,5%	5,5%
Peru						
Tiendas de departamento	0,8%	-2,5%	4,2%	7,5%	-15,4%	-1,1%
Mejoramiento del hogar	-7,5%	1,6%	2,4%	8,8%	-12,2%	-1,4%
Supermercados	2,6%	5,5%	10,1%	14,0%	30,5%	12,6%
Colombia						
Tiendas de departamento	2,2%	2,1%	12,7%	8,4%	-5,7%	3,9%
Mejoramiento del hogar	-1,5%	-1,9%	4,2%	8,2%	-0,4%	1,7%
Argentina						
Tiendas de departamento	-24,7%	5,3%	-24,3%	-9,9%	-37,2%	-18,2%
Mejoramiento del hogar	-21,9%	2,9%	-26,7%	-13,5%	-32,2%	-18,3%
Brazil						
Mejoramiento del hogar	1,6%	16,4%	-6,2%	14,4%	4,7%	6,2%

Tabla 14: Crecimiento industria 2016-2020

5.4 Análisis de Costo de operación

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

Para el **negocio no bancario**, clasifica sus costos en tres grandes ítems que se detallan a continuación:

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

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

- Gastos por intereses y reajustes: costos relacionados con la operación bancaria en cuanto al devengo de intereses por préstamos a clientes.
- Gastos por comisiones: costos incurridos en comisiones.
- Provisión por riesgo de crédito: provisiones asociadas a la operación del negocio bancario.

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20
Negocio no bancario					
Costo de ventas de bienes y servicios	188963	190822	184962	186890	194824
Costo de venta entidades financieras	4585	6129	2271	1233	290
Costo por intereses	1768	2272	1465	633	75
Otros costos de venta	385	455	422	326	174
Provisión y castigo incobrabilidad	2432	3401	384	274	41
Costo de depr. Prop. de inv. y mantenimiento	3079	3076	3429	3791	831
Depreciación	1491	1522	1757	1850	1987
Mantención y Otros	1588	1554	1671	1941	2099
Costo de operaciones no bancarias	196627	200027	190662	191914	199200
Negocio bancario					
Gastos por intereses y reajustes	5774	4918	5777	6468	4749
Gastos por comisiones	1.523	1527	-31.604	4100	2985
Provisión por riesgo de crédito	5559	6679	-8085	11930	13236
Costos de operaciones bancarias	12857	13124	-33912	22498	20970

Tabla 15: Costos de operaciones en MUF 2016-2020

Los costos de distribución para el periodo son los siguientes:

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20
Costos de Distribución	3406	3610	4173	4284	6598

Tabla 16: Costos de Distribución en MUF 2016-2020

Los Gastos de Administración de Falabella, tanto para el **Negocio no bancario**, como para el **negocio bancario** se muestran en la siguiente tabla:

Gastos de Administración (En M UF)	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20
Total	74642	78564	83143	84326	83321
Negocio no bancario					
Remuneraciones y gastos del personal	36041	38608	37695	38387	37334
Arriendos y Gastos Comunes	5983	6066	6963	2637	2117
Depreciaciones y Amortizaciones	7673	8301	9139	12179	12490
Servicios Básicos Energía y Agua	2137	2069	2004	2050	1909
Servicios Computación	198	228	259	353	663
Materiales e Insumos	1624	1673	1618	1524	1565
Viajes, Estadía y Movilización	740	780	714	793	337
Impuestos, Contribuciones, Patentes, Seguros y Otros	2955	3027	2733	2649	2818
Honorarios y Servicios de Terceros	4882	4709	4640	5069	5038
Mantenimiento y Reparación	1312	1321	1608	1694	1693
Comunicación	155	128	136	219	74
Comisiones	1415	1449	1449	1581	1660
Otros	36	2	113	120	431
Total	65150	68363	69071	69255	68410
Negocio bancario					
Remuneraciones y gastos del personal	3645	3748	5182	5281	4807
Gastos de administración	4763	5228	6452	6988	7106
Depreciaciones y amortizaciones	638	737	768	1236	1290
Otros gastos operacionales	446	487	1670	1566	1707
Total	9492	10201	14072	15071	14911

Tabla 17: Gastos de Administración en MUF 2016-2020

5.5 Análisis de cuentas no operacionales

Las cuentas no operaciones que se listan a continuación son aquellas que tienen una alta incidencia en la estructura de costos, el resto de las cuentas no operacionales no son consideradas en la valorización de la firma. Las cuentas no operaciones para el negocio no bancario son las siguientes:

- Otras ganancias (pérdidas). Son todas las ganancias o pérdidas derivadas de eventualidades que enfrenta la empresa en sus diferentes mercados, por su naturaleza cambia su composición interna en cada ejercicio contable.
- Ingresos Financieros/Costos financieros. Incluyen los ingresos y costos asociados a operaciones financieras de préstamos, arrendamientos financieros, swaps y forwards.
- Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación. En esta cuenta se incluyen las ganancias (pérdidas) de aquellas inversiones en que la empresa no es controladora, o en que pese a tener una participación mayoritaria, el acuerdo de accionistas no le da el control.

5.6 Análisis de Activos

En la siguiente tabla se presenta la clasificación de los activos en operacional o no operacional, con los saldos acumulados al 31 de diciembre de 2020 expresados en MUF.

	31-12-2020	Operacional	No Operacional
Negocio No bancario			
Activos corrientes	44196		
Efectivo y equivalentes de efectivo	41837	✓	
Otros activos financieros corrientes	1416		✓
Otros activos no financieros corrientes	3576	✓	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	14330	✓	
Cuentas por cobrar a relacionadas	1148	✓	
Inventario	39946	✓	
Activos por impuestos corrientes	2040	✓	
Total de los activos corrientes	104293		
Activos no corrientes destinados para la venta	1001	✓	
Activos no corrientes destinados para la venta	1001		
Total de activos corrientes	105294		
Activos no corrientes			
Otros activos financieros	6708		✓
Otros activos no financieros	3153	✓	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	192	✓	
Inversiones contabilizadas por método de part.	6679		✓
Activos intangibles distintos de la plusvalía	11715	✓	
Plusvalía	20884	✓	
Propiedades planta y equipo	116549		✓
Propiedades de inversión	114046	✓	
Activos por impuestos	569		✓
Activos por impuestos diferidos	8039		✓
Total activos no corrientes	289010		
Total activos de negocios no bancarios	394304		
Negocio bancario			
Efectivo y depósitos en banco	11586	✓	
Operaciones con liquidación en curso	9410	✓	
Instrumentos para negociación	15506	✓	
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	22027	✓	
Contratos de derivados financieros	0	✓	
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	148090	✓	
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	36860	✓	
Inversiones en sociedades	108	✓	
Intangibles	2632	✓	
Propiedad, Planta y Equipo	2026	✓	
Impuestos corrientes	455	✓	
Impuestos diferidos	2287	✓	
Otros activos	4983	✓	
Total activos negocios bancarios	256488		
Activos totales	650792		

Tabla 18: Clasificación activos en MUF a diciembre 2020

Los activos de la empresa se clasifican en **corrientes** y **no corrientes**.

Para el **negocio no bancario** los **activos corrientes** son los siguientes:

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

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

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

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

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

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

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

Para los activos operacionales en el **Negocio No Bancario** se incluye todo lo relacionado con todos los bienes y servicios que comercializa. Además incluye las transacciones ligadas al retail financiero y también las propiedades de la compañía e inversiones. Para el **Negocio Bancario** su eje es la administración de cuentas corrientes, entrega de créditos de consumo, hipotecarios, y otros, lo cual en retribución generan ingresos por intereses y comisiones.

A continuación, se presenta un cuadro resumen con el detalle de las cuentas más importantes y su nivel de incidencia en la estructura de resultados:

Non-banking Business	Análisis vertical						Análisis horizontal					
	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
Cash and cash equivalents	1,6%	1,4%	1,6%	2,0%	1,6%	6,4%	100%	94%	107%	142%	131%	517%
Trade and other accounts receivable	12,8%	12,9%	13,7%	3,2%	2,7%	2,2%	100%	104%	112%	28%	27%	22%
Inventory	9,0%	8,7%	8,6%	8,9%	7,3%	6,1%	100%	100%	101%	112%	103%	87%
Current assets different from assets classified for sale	24,7%	24,5%	25,4%	15,9%	13,1%	16,0%	100%	103%	108%	73%	67%	83%
Total Current Assets	24,7%	24,5%	25,5%	16,1%	13,2%	16,2%	100%	103%	108%	73%	68%	83%
Non-current Assets												
Investments accounted for using the equity method	1,4%	0,8%	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%	100%	58%	72%	69%	94%	93%
Intangible assets other than goodwill	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	1,9%	1,8%	100%	106%	108%	118%	126%	122%
Goodwill	3,5%	3,7%	3,5%	3,9%	3,5%	3,2%	100%	109%	104%	126%	127%	116%
Property, plant and equipment	18,1%	17,9%	17,7%	17,2%	20,2%	17,9%	100%	102%	102%	107%	141%	126%
Investment properties	19,8%	20,2%	20,3%	18,7%	17,6%	17,5%	100%	106%	107%	107%	113%	113%
Deferred tax assets	0,7%	0,9%	1,0%	1,0%	1,2%	1,2%	100%	139%	154%	167%	209%	224%
Total Non-current Assets	48,5%	48,4%	48,4%	45,1%	47,3%	44,4%	100%	103%	104%	105%	123%	116%
Total Assets Non-banking Business	73,2%	72,9%	73,9%	61,2%	60,5%	60,6%	100%	103%	106%	94%	105%	105%
Banking Services Assets												
Cash and bank deposits	2,8%	2,2%	1,6%	1,9%	1,7%	1,8%	100%	79%	58%	76%	74%	80%
Loans and accounts receivable from clients	18,8%	18,8%	18,1%	29,2%	28,5%	22,8%	100%	103%	100%	174%	191%	154%
Intangibles	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	100%	141%	170%	186%	207%	198%
Property, Plant and Equipment	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%	100%	92%	91%	108%	186%	146%
Total Bank Services Assets	26,8%	27,1%	26,1%	38,8%	39,5%	39,4%	100%	105%	102%	163%	187%	187%
Total Assets	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100%	103%	105%	113%	127%	127%

Tabla 19: Análisis Vertical y Horizontal Activos

6. Proyección de Estados de Resultados

6.1 Proyección de Ventas

Para proyectar las ventas de Falabella se usará como principal herramienta de proyección el plan de inversiones para el periodo 2021 a 2023 de su última memoria publicada (2020).

La compañía planifica construir 58 tiendas para el periodo 2021-2023, esta planificación de crecimiento no se ve alterada de acuerdo con la memoria publicada en el año 2019. Para el año 2024 se mantendrá el mismo número de aperturas que se esperan para el 2023.

	2021	2022	2023	2024
Tiendas	22	20	16	16

Tabla 20: Plan de inversión 2020-2024

El plan de inversión sólo señala el número de tiendas y malls que se abrirán para cada año, por lo que se supondrá que se mantendrá la distribución de las líneas de negocio existentes en el año 2019 (año en que se inicia el plan de inversiones hasta 2023 y que no se altera en las memorias de 2020).

	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
Chile						
Tiendas de departamento	47	46	48	50	52	54
Mejoramiento del hogar	89	85	90	91	92	93
Supermercados	69	67	71	73	74	76
Mall Plaza	17	17	17	17	17	17
Open Plaza	9	9	9	9	9	9
Perú						
Tiendas de departamento	29	30	31	33	35	37
Mejoramiento del hogar	55	56	57	58	60	62
Supermercados	77	81	84	86	87	88
AP/Mall Plaza Perú	3	4	4	4	4	4
Open Plaza	11	11	11	11	11	11
Colombia						
Tiendas de departamento	25	26	28	30	32	35
Mejoramiento del hogar	40	40	41	43	45	47
Mall Plaza	3	4	4	4	4	4
Argentina						
Tiendas de departamento	10	6	9	10	11	11
Mejoramiento del hogar	9	8	8	9	9	9
Brasil						
Mejoramiento del hogar	53	53	53	55	56	57
Uruguay						
Mejoramiento del hogar	3	3	3	4	4	4
México						
Mejoramiento del hogar	5	6	6	7	8	8
Total Tiendas	511	507	529	549	565	581
Total Malls y Negocio inmobiliario	43	45	45	45	45	45

Tabla 21: Número de tiendas/Centros comerciales 2019-2024

Para estimar las ventas de los nuevos locales, primero se calcula la superficie total en metros cuadrados de las tiendas y centros comerciales que se proyectaron. Así, se puede tomar la superficie promedio para cada una de las líneas por país para el año 2020. A continuación, en la tabla 22 se presenta la superficie proyectada:

	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Chile							
Tiendas de departamento	328.169	320.408	323.340	326.299	329.284	332.297	335.338
Mejoramiento del hogar	767.680	760.980	771.195	781.547	792.039	802.671	813.445
Supermercados	224.901	201.552	203.241	204.944	206.661	208.393	210.139
Inmobiliario (Mall Plaza y Open Plaza)	1.593.000	1.593.416	1.630.066	1.667.958	1.707.126	1.747.604	1.789.428
Perú							
Tiendas de departamento	173.415	187.905	193.356	198.965	204.737	210.677	216.789
Mejoramiento del hogar	376.265	385.217	387.644	390.087	392.545	395.019	397.508
Supermercados	264.368	274.000	295.035	317.686	342.075	368.337	396.615
(inmobiliario (AP/Mall Plaza Perú y Open Plaza))	519.000	595.433	617.777	640.964	665.025	689.992	715.902
Colombia							
Tiendas de departamento	176.330	189.589	206.002	223.836	243.214	264.270	287.148
Mejoramiento del hogar	386.256	386.256	395.298	404.552	414.022	423.714	433.633
Inmobiliario	123.000	164.207	252.273	387.570	595.429	914.764	1.405.363
Argentina							
Tiendas de departamento	56.890	34.289	31.486	28.911	26.547	24.377	22.384
Mejoramiento del hogar	94.073	84.818	84.770	84.722	84.674	84.626	84.579
Brasil							
Mejoramiento del hogar	172.112	174.279	181.616	189.261	197.229	205.531	214.184
Uruguay							
Mejoramiento del hogar	24.849	24.849	26.232	27.691	29.232	30.858	32.575
México							
Mejoramiento del hogar	57.209	65.628	91.735	128.227	179.235	250.535	350.198
Total Tiendas	3.102.516	3.089.770	3.169.671	3.251.639	3.335.726	3.421.988	3.510.480
Total Malls y Negocio inmobiliario	2.235.000	2.353.055	2.431.540	2.512.644	2.596.452	2.683.056	2.772.548

Tabla 22: Superficie de Ventas (m2) 2019-2025

A continuación se calcula el rendimiento promedio por metro cuadrado para los años 2018 y 2019, debido a que en 2020 no se encuentran datos sobre las ventas por metros cuadrados:

Venta por m2(UF/m2)	FY 18	FY 19	Promedio
Chile			
Tiendas de departamento	163,4	158,5	161,0
Mejoramiento del hogar	102,0	96,3	99,1
Supermercados	137,7	117,9	127,8
Inmobiliario	9,1	8,6	8,8
Perú			
Tiendas de departamento	123,8	132,5	128,1
Mejoramiento del hogar	60,1	62,9	61,5
Supermercados	115,3	117,8	116,6
Inmobiliario	3,4	3,6	3,5
Colombia			
Tiendas de departamento	79,9	87,4	83,6
Mejoramiento del hogar	2,4	2,1	2,3
Inmobiliaria (Mall Plaza)	2	3	2,5
Argentina			
Tiendas de departamento	225,5	202,3	213,9
Mejoramiento del hogar	(1,9)	(1,5)	(1,7)
Brasil			
Mejoramiento del hogar	40,7	42,9	41,8

Tabla 23: Ventas por metro cuadrado (UF/m2) 2018-2019

Con lo anterior se proyecta los ingresos por metro cuadrado para negocio y mercado de 2021 a 2025:

	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Chile							
Tiendas de departamento	52003	51570	52042	52518	52998	53483	53973
Mejoramiento del hogar	73919	75444	76457	77484	78524	79578	80646
Supermercados	26516	25754	25969	26187	26406	26628	26851
Inmobiliario	13633	16374	16750	17140	17542	17958	18388
Perú							
Tiendas de departamento	22969	24075	24773	25492	26231	26992	27776
Mejoramiento del hogar	23665	23692	23841	23991	24142	24294	24447
Supermercados	31149	31944	34396	37037	39880	42942	46238
Inmobiliario	1881	5373	5575	5784	6001	6227	6460
Colombia							
Tiendas de departamento	15403	15853	17225	18716	20337	22097	24010
Mejoramiento del hogar	814	869	890	910	932	954	976
Argentina							
Tiendas de departamento	11507	7334	6734	6184	5678	5214	4788
Brasil							
Mejoramiento del hogar	7387	7286	7593	7913	8246	8593	8955

Tabla 24: Ventas proyectadas M UF 2021-2025

Para la proyección de los ingresos del negocio bancario se considera el promedio de crecimiento de la economía a través del promedio del crecimiento del Producto Interno Bruto (Tabla 13) en cada uno de los países en que mantiene operaciones.

Como se puede apreciar, el Negocio Bancario no tuvo una influencia negativa tan relevante como el Negocio no Bancario por la contingencia nacional e internacional. Los ingresos del Negocio Bancario aumentaron en 2018 debido a la integración de Banco Falabella y CMR promotora, durante el periodo 2018 a 2020 los ingresos promedian 38.866 MUF. Si bien los ingresos disminuyeron pasando de 39.165 MUF en 2019 a 40.051 MUF en 2020, también lo hicieron los gastos, que pasaron de 6.468 MUF en 2019 a 4.749 en 2020. A continuación se presenta la proyección de ingresos del Negocio Bancario en UF para el periodo 2021 a 2025, incluyendo también los ingresos de 2018 a 2020:

Negocio Bancario (M UF)	FY 18	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Chile	26628	27009	27549	28100	28662	29235	29820	30416
Perú	6282	6744	6960	7183	7413	7650	7895	8147
Colombia	4471	5412	5542	5675	5811	5950	6093	6239

Tabla 25: Proyección ingresos Negocio Bancario en MUF 2021-2025

6.2 Proyección de Costos de Operación

A continuación se proyectan los costos de operación, para esto se calculan los márgenes brutos promedio que Falabella presenta para cada una de sus líneas de negocio en cada uno de los mercados. Así, se mantiene la estructura de costos que tiene la compañía actualmente. Esto se utilizará luego para proyectar los costos, se tomarán los promedio de los márgenes brutos históricos.

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20	Promedio 2016-2020
Chile						
Tiendas de departamento	33,1%	34,2%	34,1%	31,0%	29,7%	32,4%
Mejoramiento del hogar	29,9%	30,6%	31,2%	29,6%	31,2%	30,5%
Supermercados	24,8%	25,2%	25,9%	25,2%	26,5%	25,5%
Promotora CMR	48,2%	50,5%	56,8%	51,5%	-	51,8%
Inmobiliario	72,20%	73,90%	73,10%	71,20%	53,2%	68,7%
Perú						
Tiendas de departamento	31,6%	31,9%	32,3%	32,3%	27,9%	31,2%
Mejoramiento del hogar	31,30%	31,20%	29,50%	29,50%	30,7%	30,4%
Supermercados	25,70%	26,10%	24,70%	25,20%	24,8%	25,3%
Colombia						
Tiendas de departamento	34,3%	39,1%	40,3%	41,9%	35,0%	38,1%
Argentina						
Tiendas de departamento	47,1%	48,5%	41,1%	45,1%	49,9%	45,5%
CMR	32,80%	49,30%	22,40%	46,20%	75,8%	45,3%
Brasil						
Mejoramiento del hogar	32,7%	34,9%	34,6%	33,9%	35,8%	34,4%

Tabla 26: Margen bruto por línea de negocio 2016-2020

Para el Negocio Bancario, los márgenes han aumentado durante el periodo debido a que aunque disminuyeron los ingresos también disminuyeron los costos. Sin embargo, existe un aumento de las provisiones durante el periodo de análisis, sobre todo en 2019 y 2020, pasando de 11.930 a 13.236 MUF en este periodo, debido a la crisis internacional y una compleja situación económica, lo que provoca dificultades en los clientes. Esto provoca que el resultado operacional del negocio bancario haya disminuido en un 48% de 2019 a 2020. A continuación se presentan los márgenes brutos:

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20	Promedio 2016-2020
Chile	70,60%	76%	86,40%	85,50%	87,9%	81,3%
Perú	75,10%	77,50%	80,60%	80,4%	84,30%	79,6%
Colombia	70,30%	74%	79,30%	77,10%	78,60%	75,9%

Tabla 27: Margen bruto negocio bancario 2016-2020

El siguiente cuadro presenta los costos del periodo 2016-2020 desagregados por línea de negocio para cada uno de los países, con la proyección de costos para 2021-2025:

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Chile										
Tiendas de departamento	37396	38184	36464	35883	37599	35170	35491	35816	36144	36475
Mejoramiento del hogar	53241	53289	54139	52036	54217	53138	53851	54574	55307	56049
Supermercados	20145	20717	20855	19842	21936	19342	19504	19667	19832	19998
Inmobiliario	3512	3486	3887	3921	4076	8082	8270	8464	8665	8872
Banca	3620	3151	4011	3906	2776	4424	4575	4730	4891	5057
Perú										
Tiendas de departamento	15843	15436	15050	16035	13854	17044	17538	18047	18571	19110
Mejoramiento del hogar	15740	15898	15760	16681	14016	16584	16688	16793	16899	17006
Supermercados	19169	19927	21120	23301	29781	25694	27666	29790	32078	34540
Banca	2536	2263	1357	1321	757	5268	5426	5589	5757	5929
Colombia										
Tiendas de departamento	10090	10060	9969	10834	10400	10659	11582	12584	13674	14858
Banca	1650	16412	1275	1241	1216	6117	6432	6762	7109	7475
Argentina										
Tiendas de departamento	8935	9351	7184	6271	3902	3674	3373	3097	2844	2612
Brasil										
Mejoramiento del hogar	4280	4738	4334	4884	4835	4983	5192	5411	5639	5876

Tabla 28: Proyección costos de operación en UF 2021-2025

A estos costos de operación se debe sumar los costos de distribución y de administración. Para ambas partidas se considera la tasa promedio de variación para el periodo en análisis.

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Costos de Distribución	3406	3610	4173	4284	6598	7710	9011	10531	12307	14382

Tabla 29: Proyección Costos de Distribución (M UF) 2021-2025

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Gastos de Administración (En M UF)	74642	78564	83143	84326	83321	85188	87097	89049	91044	93085

Tabla 30: Proyección Gastos de administración (M UF) 2021-2025

6.3 Cuentas no operacionales

Las cuentas no operaciones que se incluyen para el **negocio no bancario** son: Otras ganancias (pérdidas), Ingresos Financieros / Costos financieros y Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación.

La cuentas no operacionales que se incluyen para el **negocio bancario** es Resultado por inversión en sociedades.

En la tabla 31 se presentan las cuentas no operacionales en miles de UF mencionadas anteriormente, además se incluye el promedio de 2016 a 2020

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20	Promedio 2016-2020
Ingresos financieros	579	564	1314	968	2336	1152
Costos financieros	-7878	-7291	-6571	-7415	8755	-4080
Participación en las ganancias y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	806	570	257	12	123	354
Resultado por inversiones en sociedades	19	18	20	29	24	22

Tabla 31: Cuentas No operacionales (M UF) 2016-2020

Para realizar la proyección se relacionarán tanto los ingresos financieros como los costos financieros a las ventas, de forma que se mantenga la estructura financiera de la empresa.

Como las cuentas Participación en las ganancias y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación y Resultado por inversiones en sociedades dependen de factores ajenos a la naturaleza del negocio y no se comportan uniformemente en el tiempo, se proyecta el promedio de ellas como un valor fijo.

6.4 Ganancia antes de impuestos

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

	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Ganancia antes de impuestos	23997	23095	22492	21801	20725

Tabla 32: Ganancia antes de impuesto 2021-2025

6.5 Impuestos

La empresa debe pagar una tasa de impuestos corporativos del 27% sobre la ganancia calculada en el apartado anterior. Los impuestos para cada año proyectado son los siguientes:

	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Impuestos	-6479	-6236	-6073	-5886	-5596

Tabla 33: Impuestos 2021-2025

6.6 Estados de Resultados proyectados

Con la información y cálculos realizados previamente, se presenta el estado de resultados proyectado para los años 2021 a 2025.

Estado de Resultados Proyectado (M UF)	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Ingresos operacionales	333203	341241	349753	358767	368309
Costos operacionales	-210178	-215589	-221326	-227408	-233856
Ganancia bruta	123026	125652	128426	131359	134453
Costos de Distribución	-7710	-9011	-10731	-12307	-14382
Gastos de Administración	-85188	-87097	-89049	-91044	-93085
Ganancia operacional	30128	29544	28646	28008	26986
Ingresos financieros	2368	2400	2432	2465	2498
Costos financieros	-8874	-9224	-8962	-9048	-9135
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	354	354	354	354	354
Resultado por inversiones en sociedades	22	22	22	22	22
Ganancia antes de impuestos	23997	23095	22492	21801	20725
Impuestos	-6479	-6236	-6073	-5886	-5596
Ganancia después de impuestos	17518	16860	16419	15914	15129

Tabla 34: Estados de Resultado Proyectado (M UF) 2021-2025

7. Proyección de flujos de caja libre

7.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

Para Falabella, la depreciación se contabiliza en el momento en que el activo está operativo y disponible para su uso de la forma prevista por la administración de la empresa.

7.2 Propiedades, plantas y equipos

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

Categoría	Rango
Obra Gruesa General	50 a 80 años
Obras Exteriores	20 años
Muebles y útiles	4 a 10 años
Instalaciones Fijas y Accesorios	10 a 35 años
Maquinarias y equipos	2 a 20 años
Vehículos	5 a 7 años

Tabla 35: Depreciación por Tipo de Activo

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

7.3 Propiedades de inversión

Propiedades de inversión son aquellos bienes inmuebles (terrenos y edificios) mantenidos por la compañía para obtener beneficios económicos derivados de su arriendo u obtener apreciación de capital por el hecho de mantenerlos, los que son medidos al costo. Las propiedades de inversión y las propiedades de inversión en etapa de construcción se registran al costo y se presentan netos de su depreciación acumulada y deterioro acumulado de valor en el caso de corresponder, excepto por los terrenos los cuales no están sujetos a depreciación. Falabella posee centros comerciales en los cuales mantiene tiendas propias y tiendas arrendadas a terceros. En estos casos, sólo la porción arrendada a terceras partes se considera propiedades de inversión, reconociéndose las tiendas propias como propiedad, planta y equipo en el estado de situación financiera.

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

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

Tabla 36: Vida útil de Propiedades de Información

7.4 Activos intangibles

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

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

Categoría	Rango
Marcas comerciales (adq. en comb. de neg.)	Indefinida
Software desarrollado internamente	3 a 10 años
Patentes, marcas registradas y otros derechos	5 a 10 años
Programas informáticos	4 a 10 años
Otros activos intangibles	5 a 10 años

Tabla 37: Vidas útiles de Activos Intangibles

Al tomar las cifras de depreciación y amortizaciones que se presentan en el estado de resultados y los activos afectos que se pueden encontrar en el balance, se construye el ratio depreciación/activos afectos y su promedio para los años 2016-2020, que se puede apreciar en la siguiente tabla:

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20
Negocio No bancario					
Depreciaciones y Amortizaciones	7673	8301	9139	12179	12490
Propiedad planta y equipo	94895	94966	98867	130639	116549
Propiedades de inversión	107135	108544	107816	114273	114046
Negocio bancario					
Depreciaciones y amortizaciones	638	737	768	1236	1290
Intangibles	1884	2246	2476	2759	2632
Activo fijo	1278	1266	1501	2575	2026
Totales					
Total Depreciación y amortización	8311	9038	9907	13415	13780
Total Activos afectos	205192	207022	210660	250246	235253
Ratio Depreciación/Activos	4,05%	4,37%	4,70%	5,36%	5,86%
Ratio Promedio del periodo	4,87%				

Tabla 38: Cuadro de Depreciaciones y Amortizaciones 2016-2020

A continuación, se trabaja con el plan de inversión que establece la compañía para los años 2021 a 2023, sobre los años 2024 y 2025 se asumirá la misma inversión que para 2023. Esta información está contenida en la memoria anual 2020 y que continúa con el plan de inversión proyectado en la memoria anual 2019.

En este periodo Falabella tiene proyectado invertir US\$ 2.095 millones, US\$ 796 millones en 2021, US\$ 722 millones en 2022, US\$ 577 millones en 2023 los que distribuirá entre infraestructura logística y tecnológica (38%), apertura de tiendas y centros comerciales (31%), y en la optimización de la red de tiendas ya existentes (31%).

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

	Porcentaje	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Plan de inversión en US\$						
Infraestructura Logística y Tecnológica	38%	302480	274360	219260	219260	219260
Apertura de Tiendas	31%	246760	223820	178870	178870	178870
Optimización de Tiendas	31%	246760	223820	178870	178870	178870

Tabla 39: Plan de inversión (US\$M) 2021-2025

A continuación se pasan estos valores de dólares a M UF, considerando el valor del dólar (\$711,24) y el valor de la UF (\$29.070) al 31 de Diciembre de 2020.

	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Plan de inversión en M UF					
Infraestructura Logística y Tecnológica	7401	6713	5364	5364	5364
Apertura de Tiendas	6037	5476	4376	4376	4376
Optimización de Tiendas	6037	5476	4376	4376	4376

Tabla 40: Plan de inversión (M UF) 2021-2025

Se considerará que las cuentas de Infraestructura logística y tecnológica y Apertura de tiendas contribuyen a aumentar los activos afectados de Depreciación y amortización de la empresa, mientras que los fondos destinados a Optimización de tiendas aumentan la plusvalía de los activos que ya posee la empresa. Con lo anterior se proyecta el Total de activos afectados, con respecto a la proyección de la Depreciación y amortización se utilizará el ratio promedio de 4,87% calculado en la tabla 45.

	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Total Activos afectados	248691	260879	270620	280361	290102
Total Depreciación y amortización	12111	12705	13179	13654	14128
Activos netos de depreciación	236580	248175	257441	266707	275974

Tabla 41: Depreciaciones y Amortizaciones proyectadas (M UF) 2021-2025

7.5 Inversión en reposición

Falabella no presenta en sus Estados de resultados información directa sobre sus políticas de inversión en reposición, sin embargo, se puede apreciar que la empresa invierte por sobre el total de depreciación, además existe un crecimiento de sus activos para cada periodo, por esta razón se asume que política es reponer el cien por ciento de la depreciación.

	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Inversión en Reposición (M UF)	12111	12705	13179	13654	14128

Tabla 42: Inversión en Reposición proyectada (M UF) 2021-2025

7.6 Estimación de nuevas inversiones

Con respecto al Capital Expenditure (CAPEX), que tiene relación al gasto realizado por la empresa para comprar, mantener o mejorar sus activos fijos, con el objetivo de lograr mayores beneficios de la compañía, para este trabajo las nuevas inversiones de Falabella se estiman descontando del plan los fondos destinados en reposición. Se asume que para el año 2025 no habrán inversiones nuevas.

	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Nuevas inversiones (M UF)					
Inversiones brutas	19475	17665	14117	14117	14128
Inversión en Reposición	12111	12705	13179	13654	14128
Nuevas inversiones	7364	4960	938	463	-

Tabla 43: Nuevas inversiones proyectadas (M UF) 2021-2025

7.7 Inversión en Capital de Trabajo

El capital de trabajo son aquellos recursos económicos con que cuenta la compañía para afrontar compromisos de pago de corto plazo y para mantener su operación continua. No se incluyen cuentas de los activos corrientes del balance para calcular el capital de trabajo tales como Otros activos financieros corrientes, Activos por impuestos corrientes y Otros activos no financieros corrientes por representar menos del 1% del total de activos corrientes para el periodo de estudio. De los pasivos corrientes no se incluyen las cuentas por ser deuda financiera Otros pasivos financieros corrientes, Otras provisiones a corto plazo, Pasivos por impuestos corrientes y Otros pasivos no financieros corrientes.

En la siguiente tabla se presenta el capital de trabajo para el periodo 2016 a 2020 con el porcentaje del promedio del capital de trabajo dividido en las ventas para en negocio no bancario. Como se puede ver, la empresa mantiene un CTON que ronda alrededor del 20,5%.

Capital de trabajo operacional neto histórico (MUF)	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20	
Activos Corrientes						
Efectivo y equivalentes al efectivo	7641	8658	11518	10596	41837	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	68253	73341	18329	17794	14330	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes	233	320	2177	1560	1148	
Inventarios	45820	46202	51168	47081	39946	
Total activos corrientes	121947	128522	83192	77031	97261	
Pasivos Corrientes						
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	39761	40505	36982	39181	39391	
Cuentas por pagar a entidades relacionadas corrientes	246	285	555	604	622	
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1106	1231	1639	1977	1500	
Total pasivos corrientes	41113	42022	39176	41762	41513	
CTON	80833	86500	44016	35269	55748	
Ventas no bancarias	299769	306359	289377	284479	284866	Promedio
CTON/Ventas no bancarias	27,0%	28,2%	15,2%	12,4%	19,6%	20,5%
Días	85,1	85,3	98,0	89,5	73,2	86,2

Tabla 44: Capital de trabajo histórico 2016-2020

Ahora se procede a determinar si para el año 2020 existe un déficit o superávit de CTON, para ello se calcula la necesidad de CTON con las ventas estimadas para el 2020. Lo anterior se realiza con los ingresos de actividades ordinarias estimados para el año 2020 y se dividen en 360 días, para luego multiplicarlos por el promedio de días de CTON obtenidos en la tabla 51 (86,2 días). Lo anterior resulta en 79.784 MUF. Luego, se toma el valor de CTON que se obtiene del balance de la empresa a diciembre de 2020, que es de 77.967 MUF, lo que muestra un déficit para el 2020 de 1.816 Miles de UF.

(Cifras en M UF)	FY 20	FY 21
Ingresos Operacionales	325618	333203
Capital de trabajo	77.967	79.784
Déficit Capital de trabajo		-1.816

Tabla 45: Déficit de CTON en miles de UF

A continuación, se proyecta con el CTON promedio de 20,5% para el período 2021 a 2025, se tienen las siguientes necesidades de capital de trabajo, las que se deben invertir al final del año anterior al señalado:

	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Ingresos operacionales	333203	341241	349753	358767	368309
Capital de trabajo	68307	69954	71699	73547	75503
Incremento Capital de Trabajo	1648	1745	1848	1956	-

Tabla 46: Capital de Trabajo proyectado 2020-2025

7.8 Activos Prescindibles

Los activos prescindibles de Falabella son los siguientes:

Activos prescindibles a Diciembre 2020 (MUF)	
Otros activos financieros corrientes	1416
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	1001
Otros activos financieros no corrientes	6708
Plusvalía	20884
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	6679

Tabla 47: Activos prescindibles a Diciembre de 2020 (M UF)

7.9 Deuda Financiera

La deuda financiera de Falabella al 31 de Diciembre de 2020 es de **129.361 miles de UF**.

7.10 Valor Terminal

A continuación se procede a obtener el valor terminal, para esto se asume que en 2025 habrá un valor terminal sin crecimiento, por lo tanto no se agregará inversión adicional en Capital de trabajo y nuevos Activos fijos. Las diferencias de cambio y los resultados por unidad de reajuste se asumen iguales a cero.

	FY 25
Ganancia	15129
+ Depreciación y Amortización	14128
+ Costos Financieros	9135
+ Diferencias de Cambio	-
+ Resultado por Unidad de Reajuste	-
Flujo de Caja Bruto	38392
- Inversión por Reposición	14128
- Inversión por Nuevo Activo Fijo	-
- Inversión en Capital de Trabajo	-
Flujo de Caja Proyectado	24264

Tabla 48: Flujo de Caja Proyectado (M UF) 2025

Con este valor se puede proyectar el valor terminal de Falabella Con esto, y tomando el costo de capital (K0) de la empresa que es de 7,26%, además se divide por el flujo de caja proyectado para 2025 de 24.264 miles de UF, se llega al **Valor Terminal de 334.220 miles de UF**, utilizando la siguiente fórmula:

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

7.11 Flujo de Caja Libre Proyectado

	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Ganancia	17518	16860	16419	15914	15129
Depreciación y Amortización	12111	12705	13179	13654	14128
Costos Financieros	8874	9224	8962	9048	9135
Diferencias de Cambio	-	-	-	-	-
Resultado por Unidad de Reajuste	-	-	-	-	-
Flujo de Caja Bruto	38503	38789	38560	38616	38392
Inversión por Reposición	12111	12705	13179	13654	14128
Inversión por Nuevo Activo Fijo	7364	4960	938	463	-
Inversión en Capital de Trabajo	1648	1745	1848	1956	-
Flujo de Caja Proyectado	17380	19379	22595	22543	24264
Flujo de Caja Valor Terminal					334220
Flujo de Caja Total	17380	19379	22595	22543	358484

Tabla 49: Flujo de Caja Libre proyectado 2020-2025

Al descontando el Flujo de caja total con la tasa de costo de capital de la empresa (7,26%), se obtiene el **Valor presente en Diciembre de 2020** igual a **320.903 Miles de UF**.

7.12 Valorización Económica de la Empresa y su Precio por Acción

En este trabajo se han obtenido los distintos elementos que permiten calcular el Valor económico de Falabella a través del método de flujo de caja descontado. Finalmente, se estima que el **Patrimonio económico** de la empresa es de 226.414 MUF, con un **precio estimado por acción** al 31 de Diciembre de 2020 de \$2.623.

Tasa WACC	7,26%
Cálculo Valor Económico en MUF	
Valor presente Flujo de Caja	320.903
Déficit de Capital de Trabajo	1.816
Activos Prescindibles	36.688
Total Activos (MUF)	355.775
Deuda Financiera	129.361
Patrimonio Económico (MUF)	226.414
Número de acciones	2.508.844.629
Precio proyectado por acción	
Precio proyectado en UF	0,0902
Precio proyectado en pesos	\$ 2.623

Tabla 50: Valorización Económica de la empresa y Precio por acción

8. Análisis de sensibilidad

El análisis de sensibilidad tiene por objeto evaluar los cambios en los flujos de efectivos futuros a través de cambios en las tasas de crecimiento de los ingresos, así como también en la tasa de costo de capital. En este trabajo se han tomado varios supuestos sobre la valorización de Falabella al utilizar el método de descuento de flujo de caja, y es por esta razón que es importante analizarlos realizando cambios, tanto en la tasa de descuento, como en los ingresos, con la finalidad de interactuar con otros valores para evaluar cómo variaría el precio de la acción calculado al 31 de diciembre de 2020.

En este mismo sentido, si se analiza la tasa de costo de capital promedio ponderado (WACC), tiene variables que pueden afectar el valor presente de los flujos dependiendo de los valores que se utilicen para su cálculo, ya 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 que impactan en la proyección. Como por ejemplo de esto, está la tasa impositiva de largo plazo, que en este trabajo, se considera únicamente la de Chile, al 27%, sin embargo, la empresa tiene operaciones en distintos países y en distintos segmentos. De la misma forma es importante mencionar que el riesgo de cada país difiere, siendo unos más riesgosos que otros, y en este trabajo se utiliza sólo la prima de riesgo de mercado para Chile. Por lo tanto, se puede decir que como la tasa de descuento toma sólo componentes del mercado chileno, que si bien reflejan una realidad del país, se debería también considerar la diversidad de operaciones que la compañía posee a nivel latinoamericano, y como esta tasa refleja el riesgo del negocio, esta podría estar subestimada. Es por esto que al calcular el precio de la acción, se estarían omitiendo ciertos componentes de otras que economías que afectan el nivel de riesgo de las operaciones de Falabella, y es por esta razón que es importante realizar este análisis sensibilización, que incorporan estos riesgos sobre todo al aumentar los puntos base en la tasa de descuento.

Además, es importante recalcar que para la valoración realizada sobre la compañía, se debe considerar que las proyecciones se realizaron en base a realizadas en base al plan de inversión propuesto en las memorias, y en torno a la construcción de las nuevas tiendas y centros comerciales, por lo que la valoración podría tener un parámetro de proyección distinto a la generación de ingresos reales que generarán la nuevas tiendas y centros comerciales. Por lo tanto, para que esto ocurra, el plan de inversión de la compañía tendría que llevarse a cabo plenamente, y además, que los ingresos por metro cuadrado deberían una relación similar a la proyectada. Al mismo tiempo, no se plantean planes de inversión alternativos para expandir la compañía en otros países, es decir, que como variable extra, las tiendas podrían ser construidas en función de una distribución previamente establecida, y no de manera proporcional como se estableció en este trabajo, lo que influirá en la generación de flujos, es decir, que no tendría el mismo efecto en los flujos invertir en un país como México, con un ingreso reciente en el mercado, que invertir en un país con capacidad limitada para aumentar su participación de mercado.

Se comenzará el análisis con la variación del precio de la acción de Falabella frente a una variación en la tasa de descuento (WACC) entre +/- 10 y 30 puntos base.

Variación tasa descuento (%)	Precio de la acción (en CLP)	Cambio de precio de la acción (en %)
-0,30%	\$2.790	5,99%
-0,20%	\$2.733	4,02%
-0,10%	\$2.677	2,02%
0,00%	\$2.623	0,00%
0,10%	\$2.571	-2,02%
0,20%	\$2.520	-4,09%
0,30%	\$2.471	-6,15%

Tabla 51: Sensibilidad ante una variación en la tasa de descuento

Al aumentar la tasa de costo de capital en 30 puntos base el precio de la acción se ve disminuido a CLP\$2.471, es decir el precio de la acción disminuye un 6,15% respecto del escenario base. En cambio, si la tasa de costo de capital es disminuida en 30 puntos base su valor aumenta a CLP\$2.790, es decir el precio de la acción aumenta un 5,99%.

A continuación, en la tabla 52, se observa la variación del precio de la acción de Falabella frente a una variación en las tasas de los ingresos, de +/- 10 a 30 puntos base. Se observa que al aumentar los ingresos 30 puntos base el precio de la acción aumenta a CLP\$2.750, es decir, el precio de la acción disminuye un 4,62% respecto del escenario base. Mientras que si se disminuyen en 30 puntos base los ingresos, el precio de la acción se ve disminuido a CLP\$2.497, es decir el precio de la acción disminuye un 5,05% respecto del escenario base. Por lo tanto se puede concluir que el precio de la acción es menos sensible a cambios en los ingresos que a la tasa de costo de capital.

Variación tasa descuento (%)	Precio de la acción (en CLP)	Cambio de precio de la acción (en %)
-0,30%	\$2.497	-5,05%
-0,20%	\$2.539	-3,31%
-0,10%	\$2.581	-1,63%
0,00%	\$2.623	0,00%
0,10%	\$2.666	1,61%
0,20%	\$2.708	3,14%
0,30%	\$2.750	4,62%

Tabla 52: Sensibilidad ante una variación en los ingresos

9. Conclusiones

El método de flujos de caja descontados es una herramienta científica, esquemática, clara y muy precisa para realizar la valorización de una empresa como Falabella. Además, uno de los factores centrales al cual el modelo es muy sensible es la tasa de descuento que se estima para traer a valor presente los flujos futuros de la empresa. Entre más estable sea la estructura de capital de la empresa, más precisos serán los resultados que arroje el método, por lo que Falabella tiene las condiciones, a través de su información histórica para obtener con este método una estimación del precio de la acción de la compañía muy cercana al precio de mercado observado, o con un margen de error aceptable.

En el presente trabajo, se realizó una estimación del valor de la compañía SACI Falabella, uno de los retailers más importantes en Chile y Sudamérica. Se estima como tasa de descuento el costo de capital promedio ponderado de 7,26%. Con los supuestos de crecimiento y los elementos calculados en este trabajo, permiten obtener un valor de la compañía de 226.414 miles de UF, junto con un precio por acción de \$2.623 al 31 diciembre de 2020, este valor es un 0,2% que el precio de mercado observado para la acción de Falabella el 31 de diciembre de 2020 que fue de \$2.630.

Respecto al análisis de sensibilidad es importante mencionar que aunque se generaron distintos escenarios que causan cambios en el precio de la acción calculado, se debe considerar que las tasas de descuento y de crecimiento no necesariamente podrían ser de la misma magnitud para los distintos segmentos de la compañía. Al mismo tiempo, es relevante considerar que distintos escenarios y supuestos pueden generar, a través de esta herramienta de valoración, conclusiones que ayuden a tomar mejores decisiones.

Bibliografía

- Brealey, Myers y Allen, “Principios de Finanzas Corporativas”, Octava Edición, Mc Graw Hill, 2006.
- Fama, E. F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, Journal of Finance, 25: 383-417, mayo 1970.
- Gitman, Lawrence, “Principios de Administración Financiera”, Decimo primera Edición, Pearson, 2007.
- Maquieira, Carlos, “Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica”, Tercera Edición, Editorial Andrés Bello, 2010.
- Memoria anual 2020. S.A.C.I. Falabella. Extraído desde: https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/Falabella-Memoria-Anual-2020.pdf
- Memoria anual 2019. S.A.C.I. Falabella. Extraído desde: https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/2019-Memoria-falabella.pdf
- Memoria anual 2018. S.A.C.I. Falabella. Extraído desde: https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/Memoria_Falabella_SVS_2018_vf.pdf
- Memoria anual 2019. Ripley Corp. S.A. Extraído desde: <https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2021/04/Memoria-Ripley-Corp-2020-VF-12.04.21-4.pdf>
- Memoria anual 2019. Ripley Corp. S.A. Extraído desde: http://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=36382a700a3f90ab6d039c256ba31f2cVFdwQmVVMUVRVEJOUkVFMFQwUlPQVTVSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1598757565
- Memoria anual 2020. Cencosud S.A. Extraído desde: http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/2020/ar/Memoria-Cencosud-2020.pdf
- Memoria anual 2019. Cencosud S.A. Extraído desde: http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/2019/ar/Memoria-Anual-Integrada-Cencosud-14042020v2.pdf
- Estados Financieros diciembre 2020, S.A.C.I Falabella. Extraído desde: https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2020/Estados-Financieros-4Q-2020.pdf
- Estados Financieros diciembre 2019, S.A.C.I Falabella. Extraído desde: https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2019/EEFF-2019.pdf
- Estados Financieros diciembre 2018, S.A.C.I Falabella. Extraído desde: http://www.svs.cl/institucional/mercados/ver_filial.php?archivo=fil_90749000_201812_2019022622919.pdf
- Feller Rate (2019). S.A.C.I. Falabella Informe de clasificación agosto 2019. Extraído desde: <https://www.feller-rate.com/general2/corporaciones/falabella1908.pdf>
- Fitch Rating (2019). S.A.C.I Falabella, Corporates, Retailing Chile. Extraído desde: <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/falabella-sa-05-09-2019>
- Damodaran Aswath (2021). Country Default Spreads and Risk Premiums. Extraído desde: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Anexos

Anexo 1: Descripción bono BFALA-J

Bono	J
Nemotécnico	BFALA-J
Fecha de emisión	01-04-2009
Valor Nominal (VN o D)	8.000.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional o Extranjera
Fecha de vencimiento	01-04-2033
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (kd)	4,0%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	48
Periodo de gracia	26,5 años
Motivo de la emisión	Sustitución de pasivos y financiamiento de la inversión.
Clasificación de riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	4,4%
Precio de venta el día de la emisión	94,77
Valor de mercado	Sobre la par. Valor 21/10/2021 98,1. Tasa 4,39%

Anexo 2: Descripción bono BFALA-M

Bono	M
Nemotécnico	BFALA-M
Fecha de emisión	15-07-2014
Valor Nominal (VN o D)	3.000.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	15-07-2037
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (kd)	3,1%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	46
Periodo de gracia	20 años
Motivo de la emisión	Sustitución de pasivos.
Clasificación de riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	3,4%
Precio de venta el día de la emisión	95,48.
Valor de mercado	Sobre la par. 21/10/21 85,56 4,63%

Anexo 3: Descripción bono BFALA-O

Bono	O
Nemotécnico	BFALA-O
Fecha de emisión	15-04-2016
Valor Nominal (VN o D)	116.000.000.000
Moneda	Pesos chilenos
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	15-04-2022
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (kd)	5,1%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	12
Periodo de gracia	3,5 años
Motivo de la emisión	Sustitución de pasivos.
Clasificación de riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	5,15%
Precio de venta el día de la emisión	99,77
Valor de mercado	Bajo la par. Precio el 10/07/2020 101,649 Tasa 1,62%

Anexo 4: Descripción bono BFALA-P

Bono	P
Nemotécnico	BFALA-P
Fecha de emisión	15-04-2016
Valor Nominal (VN o D)	4.500.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	15-04-2039
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (kd)	3%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	46
Periodo de gracia	20 años
Motivo de la emisión	Sustitución de pasivos y financiamiento de la inversión.
Clasificación de riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	3,17%
Precio de venta el día de la emisión	97,35
Valor de mercado	Bajo par. Valor 10/07/2020: 100,920. Tasa: 1,39%

Anexo 5: Descripción bono BFALA-Q

Bono	Q
Nemotécnico	BFALA-Q
Fecha de emisión	25-11-2016
Valor Nominal (VN o D)	78,000,000,000
Moneda	Pesos chilenos
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	25-11-2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	5,1%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10
Periodo de gracia	4,5 años
Motivo de la emisión	Sustitución de pasivos.
Clasificación de riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	4,84%
Precio de venta el día de la emisión	101,1
Valor de mercado	Bajo la par. Precio el 30/03/2020 101,879 Tasa 4,14%

Anexo 6: Descripción bono BFALA-S

Bono	S
Nemotécnico	BFALA-S
Fecha de emisión	25-11-2016
Valor Nominal (VN o D)	3,000,000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	25-11-2039
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (kd)	2,8%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	46
Periodo de gracia	20 años
Motivo de la emisión	Sustitución de pasivos.
Clasificación de riesgo	AA Feller Rate / AA (Fitch Ratings)
Tasa de mercado el día de la emisión (kb)	3,1%
Precio de venta el día de la emisión	95,18
Valor de mercado	Sobre par. Precio 03/04/2020 98,276 Tasa 3,04%

Anexo 7: Descripción bono BFALA-Z

Bono	Z
Nemotécnico	BFALA-M
Fecha de emisión	15-04-2020
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	15-04-2027
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (kd)	1,5%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	16
Periodo de gracia	8 años
Valor de mercado	

Anexo 8: Descripción bono BFALA-AC

Bono	AC
Nemotécnico	BFALA-M
Fecha de emisión	15-04-2020
Valor Nominal (VN o D)	5.000.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	15-04-2037
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	1,9%
Periodo de gracia	10 años
Valor de mercado	