

**TALLER AFE: ACTIVIDAD DE GRADO PARA OPTAR
AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Valoración Falabella S.A. por método valoración por
múltiplos al 31 de Marzo de 2021.**

Alumno: Contreras, Jaime
Cátedra: Taller AFE
Fecha: Octubre 2021
Profesor Guía: PhD Francisco Sánchez

Tabla de contenido

AGRADECIMIENTOS.....	5
RESUMEN EJECUTIVO.....	6
1. Metodología.....	7
1.1. Principales métodos de valoración.....	7
1.1.1. Método de Flujos de caja descontados	7
1.1.2. Método de múltiplos de empresas comparables.....	9
2. Descripción de la empresa e industria.....	12
2.1. Descripción de la empresa	12
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia.....	12
2.1.2. Principales accionistas.....	16
2.1.3. Estructura Corporativa.....	17
2.1.4. Riesgos.....	18
2.2. Descripción de la industria	21
2.2.1. Empresas comparables.....	27
2.2.2. Regulación y Fiscalización	34
3. Estructura de Capital.....	35
3.1. Deuda financiera	35
3.2. Patrimonio económico	36
3.3. Valor económico.....	37
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo	37
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL.....	39
4.1. Costo de la deuda.....	39
4.2. Beta de la Deuda.....	40
4.3. Beta de la acción.....	41
4.4. Beta Patrimonial sin deuda.....	42
4.5. Beta Patrimonial con estructura de capital objetivo	43
4.6. Costo Patrimonial.....	44

4.7. Costo de Capital	44
5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS.....	46
5.1. Análisis de las empresas comparables.....	46
5.1.1. Cencosud.....	46
5.1.2. Ripley.....	47
5.1.3. Almacenes Éxito.....	47
5.2. Múltiplos de la industria	51
5.2.1. Múltiplos de ganancia, valor libro y de ingresos.....	53
5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria.....	55
5.4. Análisis de los resultados	56
CONCLUSIÓN.....	58
BIBLIOGRAFÍA	60

Tabla de Tablas

Tabla 1: Antecedentes de la Empresa	13
Tabla 2: Segmentos y Países en los que opera Falabella S.A.	14
Tabla 3: Ingresos y EBITDA por país	15
Tabla 4: Cantidad de Empleados por País y Directivos.....	16
Tabla 5: Principales Accionistas	17
Tabla 6: Antecedentes de la empresa Cencosud S.A.....	27
Tabla 7: Información Financiera Cencosud S.A.....	28
Tabla 8: Antecedentes de la empresa Ripley Corp S.A.	28
Tabla 9: Información Financiera Ripley Corp S.A.....	29
Tabla 10: Ingresos por Segmento Año 2020	29
Tabla 11: Ingresos por País, Año 2020	30
Tabla 12: Riesgos expuestos	31
Tabla 13: Comparación evolución ingresos, márgenes y EBITDA	32
Tabla 14: Indicadores de Crédito	33
Tabla 15: Deuda Financiera Falabella S.A.	36
Tabla 16: Patrimonio Económico Falabella S.A.	37
Tabla 17: Valor Económico Falabella S.A.....	37

Tabla 18: Estructura de Capital	38
Tabla 19: Datos de la estimación del Beta	42
Tabla 20: Países en los que operan	48
Tabla 21: Países en los que operan y porcentaje sobre sus ingresos totales	49
Tabla 22: Segmentos que operan	49
Tabla 23: Múltiplos a calcular	52
Tabla 24: Información para calcular múltiplos	52
Tabla 25: Múltiplos de Cencosud	53
Tabla 26: Múltiplos de Ripley	53
Tabla 27: Múltiplos de la Industria	54
Tabla 28: Valor de Falabella S.A. por múltiplos	55

Tabla de Ilustraciones

Ilustración 1: Estructura Corporativa de Falabella S.A.	18
Ilustración 2: Crecimiento Real Chile – Sector Retail	26
Ilustración 3: Evolución Tasa Bono Falabella S.A.	39
Ilustración 4: Evolución Tasa Bono Tesorería	41

AGRADECIMIENTOS

A mi familia, polola y amigos por la paciencia, apoyo y motivación en este periodo. Sin lugar a duda, fueron parte importante de este proceso y les recompensaré los momentos que no pudimos celebrar y estar juntos. Incluye a mis dos perros, Gus y Loki.

Jaime Contreras Opazo

RESUMEN EJECUTIVO

El informe que presentamos a continuación corresponde a la valoración económica de Falabella S.A. al 31 de marzo de 2021. La metodología ocupada para realizar la estimación del valor de Falabella S.A., fue el método de valoración por múltiplos.

Falabella S.A., es una empresa chilena que, principalmente, ha desarrollado sus operaciones en la industria retail por más de 100 años en el rubro, pero, además, ha incursionado en la industria bancaria desde 1998. Los segmentos de negocios en que se desarrolla Falabella son principalmente Tiendas por departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados y Sector financiero, entre otros. La firma posee participación en los países de Chile, Colombia, Argentina, Perú, Brasil. Esta compañía transa sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago.

Nuestro análisis realizado determinó una tasa de costo de capital promedio ponderado (WACC), de un valor de 4,497% al 31 de marzo de 2021. El patrimonio económico estimado para Falabella es de 320.872 miles de UF (MUF), teniendo en el mercado actualmente 2.508.845 acciones.

Por otro lado, bajo el método de valorización por múltiplos comparables, se eligieron empresas comparables que presentan similitudes en mercados en los que operan, riesgos asociados y segmentos de productos. Los múltiplos utilizados fueron con respecto a las utilidades, valor libro e ingresos para luego lograr un precio de la acción promedio de Falabella S.A. de \$2.363,47, el cual difiere en un 28% aproximadamente al valor de mercado al 31 de marzo del 2021. Sin embargo, al analizar los múltiplos EV/ EBITDA, nos da un valor de \$3.783,18, equivalente a un 16% mayor al valor de mercado de la acción y un 0,6% superior al precio estimado de la acción por flujos de caja descontados.

1. Metodología

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos y, 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 económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad, cuyos sus resultados difieren dado que cada analista o equipo de *research* utiliza distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentra el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel & Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Palepu, Healy y Peek, 2019; Pinto, Robinson y Stowe, 2019).

En este trabajo, se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

1.1.1. Método de Flujos de caja descontados

El método de flujos 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 (Fernández, 2012; Maquieira & Espinosa, 2019).

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

generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué 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 (Damodaran, 2002).

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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira & Espinosa, 2019; Palepu et al., 2019).

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 (Maquieira & Espinosa, 2019).

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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira & Espinosa, 2019; Palepu et al., 2019).

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) (Maquieira & Espinosa, 2019).

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 (Maquieira & Espinosa, 2019).

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 (Fernández, 2012).

1.1.2. Método de múltiplos de empresas comparables

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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira & Espinosa, 2019).

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, a comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Hay que 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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira & Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira & Espinosa, 2019).

1.1.2.1. Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “*Precio de la acción*” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores; “*Utilidad de la acción*” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación; “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta; “*EBIT*” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional y “*EBITDA*” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

1.1.2.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio

- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación; “*Valor libro del patrimonio*” es el valor contable del patrimonio; “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda y “*Valor libro de los activos*” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

1.1.2.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS) = Valor de la empresa / Ventas

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación; “*Ventas por acción*” son las ventas dividida por el total de acciones en circulación; “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta y “*Ventas*” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities*, gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

2. Descripción de la empresa e industria

2.1. Descripción de la empresa

2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

Falabella es una empresa fundada en 1889 en Chile por una familia de origen italiano de apellido Falabella. En sus orígenes, era solo una tienda de sastrería ubicada en la capital. Hoy en día son un grupo que se ha logrado consolidar en las distintas áreas en las que opera, las cuales son Tiendas por departamento (26% de sus ingresos totales y con ventas al detalle de distintos artículos), Mejoramiento del Hogar (39% de sus ingresos totales y venta de artículos principalmente para el hogar), Supermercado (20% de sus ingresos totales y venta principalmente de alimentos), Servicios Financieros (12% de sus ingresos totales y ventas principalmente de Tarjetas de créditos, créditos de consumo, cuentas corrientes y créditos hipotecarios) y Centros Comerciales (3% de sus ingresos totales y operando vía renta de locales comerciales) llegando el 2018 a ser el retailer más valioso de Latinoamérica (America Retail, 2018). Además, la compañía posee especial atención en la innovación de nuevos productos, potenciando y desarrollando un ecosistema físico-digital poniendo a sus clientes y sellers en el centro para ofrecerles la mejor propuesta comercial (Falabella S.A., 2020).

Actualmente, el grupo está compuesto por: Falabella Retail, Sodimac, Falabella Financiero, Mall Plaza, Falabella Inmobiliaria y Linio. Tiene presencia en 7 países: Chile, Argentina, Colombia, Perú, México, Brasil y Uruguay, oficinas de compra en China e India y centros digitales en India y Argentina. Operaban al cierre de 2020, 507 tiendas y 45 centros comerciales. Posee al cierre de 2020, 106.929 colaboradores, destacando 47.139 colaboradores en Chile. Respecto a sus ingresos al cierre de 2020, ascendieron a MM\$ 9.468.800 con una variación positiva de 0,6% en comparación al 2019. Sobre su EBITDA, ascendió a MM\$ 828.455 con una variación negativa respecto al 2019 de -27,4%. Sobre sus ingresos por país, el 61% provienen de Chile, 27% de Perú, 7% de Colombia, 3% de Argentina y 2% de Brasil. De acuerdo con la información obtenida en el artículo del MBA (Universidad de Chile, 2021), los 3 principales retailers en lo que respecta a tiendas por departamento en Chile son: Falabella (Falabella S.A.), Paris (Cencosud Shopping S.A.) y Ripley (Ripley

Corp.). A raíz de lo anteriormente señalado, durante esta valoración, consideramos a Cencosud Shopping S.A. y Ripley Corp. como empresas comparables debido a que, gran parte de sus ingresos proviene de tiendas por departamentos y que se encuentran ubicadas en Chile, según Inversiones Security (Libuy y Jaque (2021).

En la tabla 1, se muestra un resumen de los principales antecedentes de la compañía.

Tabla 1: Antecedentes de la Empresa

<u>Antecedentes de la empresa Falabella S.A.</u>	
Nemotécnico	FALABELLA
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercados donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Empresa con presencia en diversos rubros, destacando Retail y Financiero, con más de 500 tiendas y presencia en 7 países.
Países	Chile, Argentina, Perú, Colombia, Brasil, México, Uruguay.
Negocios	Destaca: Tiendas por departamento, Tiendas de mejoramiento del hogar, Supermercado, Servicios Financieros y Negocio Inmobiliario.

Fuente: Memoria Anual Corporativa Falabella Año 2020 y Bolsa de Santiago

En la tabla 2 se observan los segmentos y países en lo que opera Falabella S.A. Los países en los cuales opera en los 5 segmentos son Chile y Perú.

Además, para el caso de Perú y Colombia, tanto el negocio financiero e inmobiliario se agrupan dentro del negocio de Chile.

Sobre el caso de Argentina, actualmente el negocio de tiendas por departamentos según información contenida en América economía, esta cerrado. De hecho, en esta noticia señalan que Falabella cierra su canal de e-commerce en Argentina y salió

definitivamente del país. En lo que respecta a tiendas de mejoramiento del hogar, han continuado con Sodimac (América Economía, 2021).

Tabla 2: Segmentos y Países en los que opera Falabella S.A.

Segmentos y Países que posee operación Falabella S.A.					
Segmento de Negocio	Países				
	Chile	Perú	Colombia	Argentina	Brasil
Tiendas por departamento	X	X	X	X	
Tiendas de mejoramiento del Hogar	X	X	X	X	X
Supermercados	X	X			
Negocio Financiero	X	X	X		
Inmobiliario	X	X	X		

Fuente: Elaboración propia a partir de información Memoria Anual Corporativa Falabella Año 2020.

En la tabla 3, se muestran las ventas agrupadas por país, como por cada línea de negocio entre los periodos del 31-12-2017 hasta el 31-03-2021. Se observa que, en relevancias de mercado, Chile es su principal ingreso con el 57,97% de los ingresos totales, seguido por Perú con un 24,21% de sus ingresos totales. De acuerdo con la información en su memoria anual (Falabella, 2020), los países más importantes y sus respectivos segmentos en los cuales operan son:

Tabla 3: Ingresos y EBITDA por país

Ingresos y EBITDA por país y segmento Falabella S.A.					
Cifras en MUF	31-12-17	31-12-18	31-12-19	31-12-20	31-03-21
Chile					
Tiendas por Depto.					
Ventas	57.277	55.355	52.003	53.463	14.474
EBITDA	4.164	2.596	1.387	376	380
Mejoramiento del hogar					
Ventas	76.807	78.703	73.919	78.783	24.778
EBITDA	5.303	5.710	5.424	7.752	3.725
Supermercados					
Ventas	27.564	28.156	26.516	29.825	7.559
EBITDA	1.231	1.209	1.169	1.835	562
Promotora CMR					
Ventas	17.435	18.440	19.503	0	0
EBITDA	7.110	7.529	7.425	0	0
Banco Falabella					
Ventas	12.059	30.980	31.483	26.497	5.822
EBIT	2.697	9.982	8.692	6.608	3.385
Perú					
Ventas tiendas por depto.	21.675	21.948	22.969	18.922	4.126
Ventas mejoramiento hogar	22.434	22.343	23.665	20.226	6.129
Ventas supermercados	26.214	28.059	31.149	39.600	8.580
Colombia					
Ventas tiendas por depto.	13.318	14.593	15.403	14.140	2.678
Ventas mejoramiento hogar	28.045	28.418	29.952	29.066	8.562
Argentina					
Ventas tiendas por depto.	11.905	8.756	7.682	4.697	1.125
Ventas mejoramiento hogar	6.379	4.544	3.825	2.527	682
Brasil					
Ventas mejoramiento hogar	7.274	6.631	7.387	7.529	1.654

Fuente: Interactive Analyst Center Falabella. Investor Relations Página web.

En la tabla número 4 se observa la cantidad de trabajadores por país entre los periodos 31-12-2016 hasta el 31-03-2021. Se observa que, durante los últimos 3 periodos (desde 31-12-2019), han ido disminuyendo constantemente la cantidad de trabajadores. Además, el 49,04%, está en Chile y lo sigue Perú, con un 36,15%. Lo anterior (Diario Financiero, 2020), se debe a un plan que lleva a cabo tanto Falabella como Cencosud, de disminución de puestos de trabajo en tiendas debido a la baja en ventas que señalaron tener.

Tabla 4: Cantidad de Empleados por País y Directivos

Cantidad de Empleados por País y Directivos						
País	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	31-12-20	31-03-21
Chile	51.211	54.666	52.963	52.852	47.139	45.495
Perú	31.395	32.694	30.169	33.296	34.742	30.545
Colombia	7.415	7.834	7.502	8.303	6.730	6.595
Argentina	5.428	5.478	5.369	4.847	2.914	2.429
Brasil	3.088	3.578	3.285	3.530	3.541	3.635
Uruguay	363	412	425	449	415	402
India	22	21	77	119	185	208
China	114	119	129	156	148	148
México	0	0	236	374	297	273
Total	99.036	104.802	100.155	103.926	96.111	89.730

Fuente: Memoria Anual Corporativa Falabella e Investor Relations de Falabella.com.

2.1.2. Principales accionistas

Los 12 principales accionistas a junio del 2021 se muestran en la tabla 5. Las familias beneficiarias detrás de estos principales accionistas y, de acuerdo con información señalada en el Diario Financiero (Diario Financiero, 2021), son las familias Del Río, Cuneo Solari, Solari Magnasco, Solari Heller, Solari Kalrezi, Solari Cortés y los Cardone Solari quienes poseen un 71,38% de la participación, mientras que otros accionistas minoritarios tienen el 28,62% restante.

Tabla 5: Principales Accionistas

Principales Accionistas			
Nombre Accionista	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Lucec Tres S.A	267.803.642	267.803.642	10,67%
Inversiones San Vitto Limitada	243.698.146	243.698.146	9,71%
Inversiones Los Olivos SpA	218.328.581	218.328.581	8,70%
Bethia S.A	218.237.468	218.237.468	8,70%
Banco de Chile por Cuenta de State Street	189.989.209	189.989.209	7,57%
Inversiones Don Alberto Cuatro SpA	151.079.494	151.079.494	6,02%
Dersa S.A	136.444.501	136.444.501	5,44%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros No Residentes	124.808.838	124.808.838	4,97%
Banco Santander por Cuenta de Inv. Extranjeros	83.090.546	83.090.546	3,31%
Mapcor Cuatro Alfa SpA	63.247.346	63.247.346	2,52%
Inpesa S.A	49.343.681	49.343.681	1,97%
Importadora y Comercializadora Amalfi SpA	45.224.102	45.224.102	1,80%
Otros	718.224.695	718.224.695	28,62%
Total	2.509.520.249	2.509.520.249	100,00%

Fuente: CMF. Información actualizada al 06/2021

2.1.3. Estructura Corporativa

La ilustración 1 muestra la estructura corporativa de Falabella. En verde se encuentran las empresas en el extranjero y en gris las empresas en Chile. En Chile, se encuentran agrupadas por tipo de segmento de empresa. Mientras que, en el extranjero, se encuentran agrupadas por país y luego se hace alusión a los distintos segmentos en los cuales operan.

Ilustración 1: Estructura Corporativa de Falabella S.A.



Fuente: Memoria Anual Falabella 2020

2.1.4. Riesgos

Falabella se encuentra expuesto a distintos riesgos, entre los cuales se encuentran:

1. Riesgos Operacionales: Según lo señalado en memoria corporativa (Falabella, 2020), en lo que respecta al riesgo operacional se encuentran expuestos a:

- Riesgo de daño a personas y activos físicos.
- Enfrentan una competencia creciente y disruptiva en los mercados donde operan.
- Exposición a diversos riesgos de los productos de sus operaciones internacionales.
- Sector comercio es sensible al ciclo económico.
- Riesgo de inventario.
- Relación con proveedores.

- Alta dependencia del crecimiento del e-commerce en la región.
- Dependen de la oportuna identificación y respuesta de las preferencias de sus clientes tanto actuales, como potenciales.

Todos estos puntos señalados anteriormente podrían afectar fuertemente la operación de su negocio y podrían repercutir en su eventual generación de ingresos y en el desarrollo de sus negocios.

2. Riesgo de tecnología y seguridad a la información: Según lo señalado en memoria corporativa (Falabella, 2020), existe el riesgo de sufrir la pérdida de la continuidad operacional del negocio debido a daños en la red tecnológica, sufrir pérdidas o alteración de la información o poseer brecha de seguridad. Lo anterior se debe a que sus negocios utilizan sistemas y tecnologías de la información para sus distintos procesos operacionales, con lo cual una falla en sus sistemas podría generar una interrupción de sus procesos, afectando potencialmente sus operaciones. Otro punto importante en este riesgo es el peligro que enfrentan de que terceros intenten ingresar a sus sistemas o de sus proveedores de tecnología, accediendo a información de la compañía, clientes o proveedores. Esto es de vital importancia debido al daño que podría provocar en la reputación de la empresa y, con esto, impactar en los ingresos futuros.

3. Riesgo de cumplimiento: Según lo señalado en memoria corporativa (Falabella, 2020), la compañía se puede ver enfrentada a cambios en la normativa legal. Esto afectaría, ya que operan en distintos contextos legales y regulatorios en varios países, todos los cuales podrían impactar y ellos determinan la manera en la cual desarrollan sus negocios. Esta normativa es de vital importancia, de manera que cambios en la legislación podrían afectar marcos legales y regulatorios que impacten, limiten o restrinjan los modelos de negocios desarrollados, aumentando los costos y con ello impactando tanto en la rentabilidad como en la viabilidad. Por otra parte, están enfrentados a diversas contingencias legales y regulatorias, cuyos resultados judiciales podrían afectar negativamente los resultados corporativos.

4. Riesgo de personas: Según lo señalado en memoria corporativa (Falabella, 2020), el crecimiento de la compañía depende de lograr atraer, desarrollar y retener

al mejor talento. Con esto se refieren con que, para cumplir las expectativas de sus clientes, deben contar con personas altamente calificadas y comprometidas en todas las áreas de la organización. Se señala como riesgo, debido a que la gestión del talento puede verse afectada por factores externos, en vista de una creciente competencia por atraer talento digital, potenciales cambios legislativos que impacten los salarios o jornadas laborales, cambios demográficos, movimientos inesperados en la tasa de desempleo, entre otros factores.

5. Riesgo de crédito: Según lo señalado en memoria corporativa (Falabella, 2020), su negocio financiero puede verse afectado por un deterioro en la calidad crediticia del portafolio, que derive en un incremento de los indicadores de morosidad y la tasa de castigos, requiriendo un mayor nivel de provisiones y, con ello, impactar negativamente en la cuenta de resultados. El riesgo de crédito se refiere a la posibilidad de incurrir en una pérdida asociada a un evento en el cual, la contraparte, no cumpla con las obligaciones que acordó inicialmente (riesgo de impago). Actualmente, el negocio de Falabella S.A. se enfoca principalmente en personas naturales que adquieren créditos para adquirir bienes de consumo y servicios, hipotecas relacionadas a la compra de bienes inmuebles residenciales y préstamos para la compra de vehículos. Actualmente, también poseen líneas de crédito para personas jurídicas para sus compras realizadas a través de las áreas de ventas a empresas de sus negocios. En lo que respecta al negocio inmobiliario, poseen renta de locales comerciales y existe el riesgo de que los locatarios a los cuales arriendan sus espacios puedan enfrentar atrasos o morosidad en su pago. Los indicadores de morosidad pueden verse afectados por condiciones exógenas (macroeconomía, riesgos geopolíticos) que van más allá de las decisiones estratégicas que genere la compañía, por ello, no se puede asegurar que sus índices de morosidad podrían eventualmente aumentar, requiriendo provisiones adicionales y afectado de forma negativa al negocio financiero.

En la actualidad, la compañía mitiga estos riesgos con un gobierno corporativo sólido y con reconocida experiencia, además de protocolos claramente establecidos.

2.2. Descripción de la industria

La industria del retail es aquel sector económico que se encarga de proveer distintos productos al consumidor final. En este caso, Falabella S.A. se centra en ofrecer una gama de productos y servicios orientados principalmente a los consumidores finales.

A raíz de la crisis social (en el ámbito local) y a la crisis sanitaria (en el ámbito local y global), los retailers han tenido que superar diferentes desafíos (America Retail, 2018). Estos principales desafíos son la logística y la penetración del e-commerce durante el desarrollo de las cuarentenas. Por ende, los desafíos de este año están enfocados en realizar mejoras a la cadena de suministro, disminuir los tiempos de despacho y entrega y, por último, avanzar hacia la omnicanalidad (America Retail, 2018).

Otra tarea en la cual deben avanzar en la industria es hacia las Dark Stores, que permiten estar en puntos cerca del consumidor, pero sin atender público, siempre enfocado en el despacho de los productos (America Retail, 2018).

De acuerdo con la información de ICR Chile sobre la industria del Retail (ICR Chile, 2020), el sector se ha visto enfrentado a un menor nivel de actividad desde el estallido social y las proyecciones, por lo que las expectativas a futuro continúan siendo desfavorables para el 2021. Sin embargo, consideramos que a raíz de los retiros del 10%, la perspectiva de la industria del retail ha sido más favorable ya que, si bien en los primeros meses de pandemia les afectó duramente, lograron recuperar ventas luego de estos retiros, mejorando la demanda de sus productos. Lo anterior lo argumentamos en las mismas expectativas que tiene el Banco Central de crecimiento para este año que, a junio de 2021, sitúa en el IpoM el crecimiento del país entre el 8,5% y 9,5% (CNN, 2021), haciendo alusión a las masivas transferencias fiscales (IFE) y a la aprobación de los distintos retiros de la AFP han estimulado el consumo y lo proyectan cercano al 15%. Lo que sí continúa afectando el mercado es que persiste un alto grado de incertidumbre. Además, de acuerdo con información sobre el impacto del COVID-19 en la industria del retail en abril de 2020 (Feller Rate, 2020), se señaló que debido al avance del COVID-19, la mayor parte de los retailers que están en el segmento de tiendas por departamento (uno de los segmentos que abarca actualmente Falabella S.A.) presentaron complicaciones en su operación

debido al cierre de tiendas, menores niveles de consumo y las medidas que tomaron las autoridades de los distintos países donde operan. Pese al aumento del comercio electrónico, no lograron compensar el menor nivel de actividad generado por el cierre de sus tiendas físicas. A raíz de esto, las compañías de esta industria tomaron múltiples medidas, destacando: mayores niveles de caja, refinanciamiento de deuda de corto plazo, giro parcial o total de sus líneas de crédito disponibles y mejorar la cobranza.

Con estas medidas, buscaban mejorar la liquidez y evitar eventuales problemas de caja acarreados por el mejor nivel de actividad generado producto del avance de la pandemia. Otras medidas tomadas en la industria para mejorar su operación, fue buscar mayor eficiencia en los costos operacionales mediante un manejo más restrictivo de sus inventarios, disminuyendo principalmente sus órdenes de compras y buscando consumir principalmente el stock que ya tenían. Además, en este periodo, los retailers revisaron sus planes de inversión privilegiando lo estrictamente necesario y, así, disminuir presión financiera sobre sus compañías.

Fue en el negocio financiero (Feller Rate, 2020) otro punto importante a mantener en observación durante este periodo inicial de la pandemia, ya que se podían ver distintas dificultades impulsadas por el problema de recaudación sobre la cartera vigente debido al cierre de tiendas y sucursales bancarias, afectando el repago de las colocaciones lo que podría traer un eventual deterioro sobre la cartera. Además, debido a la proyección de crecimiento que sufrió recortes y al aumento en niveles de desempleo, podía verse afectada la calidad crediticia de los deudores. Por último, otro punto a considerar, señalado en el artículo mencionado anteriormente, es el mayor gasto en provisiones que debería generar debido al esperado comportamiento anteriormente señalado.

Pese a lo anterior, se conservó la clasificación de Falabella S.A. en AA, con un perfil de negocio satisfactorio y una posición financiera sólida (Feller Rate, 2020).

A medida que transcurrió la pandemia, hubo distintas presiones de la sociedad y de distintos actores políticos que terminaron en dos cosas: retiros del 10% e IFE. Ambas medidas serán tratadas con mayor detalle en el siguiente punto.

Sobre los retiros del 10%, esta ley fue aprobada en el Congreso con fecha 23 de Julio de 2020 y permitiría mejorar la liquidez de las familias chilenas para apalea la crisis económica provocada por la pandemia (Diario Financiero, 2020). Finalmente, de acuerdo con lo señalado en diario nacional (La Tercera, 2021), este primer retiro terminó su proceso con un 93% de los afiliados a las AFP retirando fondos y en total se sacaron MMUS\$ 20.383. El monto promedio entregado ascendió a MM\$1,416. Actualmente se discute un 4to retiro de los fondos de AFP.

Sobre el IFE, hoy en día consiste en dos tipos de ingresos de emergencia (Diario Financiero, 2020): IFE e IFE Laboral. El IFE convencional busca beneficiar a familias que estén inscritas en el Registro Social de Hogares en el tramo de ingresos por hasta MM\$0,8. Actualmente se pagará hasta noviembre del 2021. Sobre el IFE laboral, es un mecanismo que busca entregar un bono adicional a su sueldo pactado con el empleador a aquellas personas que recuperen su empleo. Es válido para personas que encuentren un trabajo entre agosto y diciembre, y su vigencia será hasta diciembre 2021.

Ambos puntos señalados anteriormente, permitieron inyectar liquidez a la economía inicialmente lo que, en la actualidad, generó una mayor inflación que se disparó en julio y cuyo efecto lo atribuyó el gobierno a un “efecto rezago” de precios y a la mayor liquidez provocada por IFE y retiros de AFP (El Mostrador, 2021). La inflación aumento un 4,5% en los últimos 12 meses y el rango meta del Banco Central se ubica entre 2% y 4%.

Tanto el IFE como los retiros de 10% de las AFP, inyectaron liquidez en la economía y, por ende, recuperaron los ingresos de los hogares chilenos. Es importante señalar que ambos ingresos son temporales y no permanentes, como sí lo sería encontrar un empleo.

Sobre el crecimiento proyectado tanto para América Latina como para Chile, el Banco mundial señala que espera un crecimiento del PIB del 5,2% para 2021, suponiendo un avance moderado de vacunas en los países y menores restricciones a la movilidad (La Tercera, 2021). Estos como efectos positivos derivados de las economías avanzadas y un aumento en los precios de los productos básicos. Además, para 2022, proyecta que el crecimiento de la región caerá un 2,9% debido a que gran parte

de la región logrará mucho tiempo en recuperarse plenamente, principalmente porque el ritmo de vacunación ha sido más lento de lo esperado.

Sobre el crecimiento de Chile, señalan desde el Bank Of América, que esperan que el país crezca un 9,5% este año y que para los años 2022 y 2023 esperan un crecimiento en torno al 2% (La Tercera, 2021). Al respecto señalan: “Creemos que el PIB seguirá creciendo en el segundo semestre en una base desestacionalizada gracias a un estímulo adicional y una reapertura más rápida, lo que debería compensar la incertidumbre electoral. Revisamos nuestro crecimiento del PIB a 9,5% en 2021, desde el 8% anterior”. Y sobre el crecimiento hacia 2022 y 2023, señalaron: “revisamos a la baja el crecimiento del PIB para el próximo año y esperamos solo un crecimiento promedio del 2% en 2022 y 2023. Creemos que la incertidumbre sobre las políticas y la redacción de una nueva constitución pueden reducir aún más el crecimiento a largo plazo en medio de un probable aumento de la carga fiscal (para financiar una mayor transferencia) y regulaciones. Esto se suma a la incertidumbre de las elecciones presidenciales”.

Por último, en Inversiones Security señalan que el sector retail fue afectado inicialmente durante 2020 por la crisis sanitaria en lo que respecta al segmento tiendas por departamento, que se sumaron a mayores costos asociados a la mantención de las operaciones (Libuy y Jaque, 2021). A su vez, el retail financiero vio un alza en sus costos por riesgo, producto del deterioro laboral y sus provisiones adicionales a constituir. Sin embargo, a partir del tercer trimestre el sector mejoró sus perspectivas relacionadas a los retiros de fondos de la AFP, una menor actividad promocional y mejoras en eficiencias operaciones. Lo anterior logró un alza en sus ingresos junto con mejoras en márgenes, producto de la mejor actividad promocional en los segmentos retail y mejoras en el costo por riesgo del retail financiero. Además, señalan que, si bien el mercado laboral durante 2021 continuará con desempleo en torno al 10%, se observa un positivo comienzo de año en términos de márgenes, apoyado en una débil base de comparación. Pese a lo anterior, señalan que, a mediano plazo, ven con mayor cautela estas proyecciones, debido a que hay otros sectores que continúan rezagados como viajes, restaurantes y entretenimiento junto a la penetración de las ventas online como nunca visto en su historia. Debido a lo anterior y al aumento en sus inventarios actuales, se prevén márgenes más acotados

a mediano plazo. Entre los mayores riesgos, se señalan la mayor competencia en el canal e-commerce y empeoramiento de escenario local en Argentina (Falabella S.A. actualmente se encuentra sin operaciones en dicho país y solo mantiene lo que respecta a Tiendas de mejoramiento del hogar).

Por último, de acuerdo con la información obtenida de la sección *Retailing in Chile* (Euromonitor, 2021), podemos señalar que:

- Las ventas minoristas en tiendas se vieron muy afectada por la pandemia del coronavirus, impulsada por fuertes caídas de dos dígitos en sus ventas. Una de las principales razones de esto fue debido a que estos minoristas no fueron considerados esenciales y debieron permanecer cerrados durante las cuarentenas. Por otra parte, el desempeño de minoristas de alimentos y no alimentos, estuvo marcado por un cambio desde el comercio presencial hacia el e-commerce. En línea con esto, el crecimiento del e-commerce registró un crecimiento en sus ventas actuales y, además, la mayoría de los clientes compró algo *online* durante el año. A raíz de esto, los clientes se dieron cuenta de que podían realizar sus compras de manera cómoda y segura, sin la necesidad de exponerse al COVID-19. Durante el transcurso del año, los distintos *retailers* pudieron recuperar en parte sus pérdidas alineados con la flexibilización de las cuarentenas y reaperturas de ciudades.
- Por otro lado, otro impulsor de la industria fue el retiro de fondos de pensiones casi consecutivos durante el segundo semestre de 2020. Con esto, se obtuvo un alto circulantes en la economía e impulso a los consumidores hacia compras esenciales, pero también hacia compras no esenciales, destacando los segmentos de mejora del hogar (relacionados a Tiendas de mejoramiento del Hogar).
- En lo que respecta a la venta de productos electrónicos y electrodomésticos (relacionados a Tiendas por departamento) se han visto beneficiados por las ventas a crédito, mediante lo cual los consumidores han podido planificar sus compras y gastos en 2021.
- Respecto a cifras en lo que respecta a las ventas, el año 2021 el sector *Retailing*, cayó un 4,1% VS el crecimiento de 2,9% que tuvo el sector durante 2019. La ilustración 2 muestra la evolución durante los últimos años, donde a

partir del año 2015, se observa una tendencia a la baja siendo el peak de baja. El año 2020 producto de la crisis sanitaria y económica provocada por el COVID-19.

- La información sobre el crecimiento de la industria del retail entre los años 2007 y 2020 se encuentra representada gráficamente en la ilustración 2. Observamos que los años donde se ven las mayores caídas corresponden al 2009 y al 2020, y se debe por la crisis subprime en el caso del año 2009 y a la crisis sanitaria durante 2020. Además, observamos que posterior al periodo de caída en el año 2009, viene un fuerte periodo de crecimiento.

Ilustración 2: Crecimiento Real Chile – Sector Retail



Fuente: Elaboración propia con información de Sector Retail – Euromonitor, 2021.

- Sobre aspectos claves en la industria, se señala lo siguiente:
 - **Innovación:** es una de las consignas claves en el comercio minorista. Enfocado principalmente en mejorar la experiencia del cliente a través del uso de inteligencia artificial, pantallas interactivas, operaciones omnicanal y métodos de pagos modernos, entre otros. Todo esto va en línea con que los consumidores cada vez buscan una experiencia de venta más sencilla y sin fricciones. Otros puntos que han abordado en la industria sobre innovación, es el de lanzar productos disruptivos. Entre ellos destacan: Alianzas Cornershop – Cencosud, SPID35 en Cencosud, La Fete – Natura, medios de pago como Fpay, entre otros.
 - **Logística:** Es uno de los papeles claves en las inversiones que están realizando las compañías en esta industria. Producto de las

cuarentenas, tuvieron que avanzar fuertemente en la logística principalmente de la *última milla*.

2.2.1. Empresas comparables

Como empresas comparables detectamos a Cencosud S.A y a Ripley Corp S.A.

En la tabla 6, se resumen los principales antecedentes de la empresa Cencosud S.A.

Tabla 6: Antecedentes de la empresa Cencosud S.A.

Antecedentes de la empresa Cencosud S.A.	
Nemotécnico	CENCOSUD
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercados donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Empresa dedicada al Retail en América Latina. Posee operaciones en Chile, Perú, Argentina. Brasil y Colombia. Poseen más de 140.000 trabajadores
Países	Chile, Argentina, Perú, Colombia y Brasil.
Negocios	Destaca: Tiendas por departamento, Tiendas de mejoramiento del hogar, Supermercado, Servicios Financiero y Centros Comerciales.

Fuente: Memoria Anual Cencosud 2020 y Bolsa de Santiago

En la tabla 7, se resume la principal información financiera respecto a los ingresos de Cencosud S.A para los periodos comprendidos entre el 31-12-2020 y el 31-03-2021 por negocio y por país.

Tabla 7: Información Financiera Cencosud S.A.

Información Financiera Cencosud S.A.		
Cifras en MUF	31-12-20	31-03-21
Por segmento		
Supermercados	260.907	62.148
Shopping Centers	3.699	1.133
Mejoramiento del hogar	44.518	12.181
Tiendas por Depto.	32.835	7.868
Servicios Financieros	3.748	711
Otros	110	4
Por País		
Chile	173.657	46.870
Argentina	60.555	13.906
Brasil	44.750	9.032
Perú	38.029	7.846
Colombia	28.826	6.431

Fuente: Memoria Anual Cencosud 2020 y Resultados Trimestrales 2021

En la tabla 8, se resumen los principales antecedentes de la empresa Ripley Corp S.A.

Tabla 8: Antecedentes de la empresa Ripley Corp S.A.

Antecedentes de la empresa Ripley Corp S.A.	
Nemotécnico	RIPLEY
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercados donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Empresa con presencia en Chile y Perú. Opera en los segmentos Retail y productos para el hogar, Servicios Financieros y Negocio Inmobiliario.
Países	Chile y Perú
Negocios	Destaca: Retail, Tiendas por departamento, Servicios Financiero y Negocio Inmobiliario.

Fuente: Memoria Anual Ripley 2020 y Bolsa de Santiago

En la tabla 9, se resume la principal información financiera respecto a los ingresos de Ripley Corp S.A. para los periodos 31-12-2020 y 31-03-2021 por negocio y por país.

Tabla 9: Información Financiera Ripley Corp S.A.

Información Financiera Ripley Corp S.A.		
Cifras en MUF	31-12-20	31-03-21
Por segmento		
Retail	37.722	10.297
Banco	13.424	2.479
Inmobiliario	650	131
Por País		
Chile	34.430	9.340
Perú	17.366	3.567

Fuente: Memoria Anual Ripley 2020 y Resultados Trimestrales 2021

En las tablas 10, 11, 12, 13 y 14 se realiza una comparación entre Falabella S.A, Cencosud S.A. y Ripley Corp S.A a partir de información de terceros, publicada por Inversiones Security (Libuy y Jaque, 2021).

Tabla 10: Ingresos por Segmento Año 2020

Ingresos por Segmento Año 2020			
Segmento	Falabella S.A.	Cencosud S.A.	Ripley Corp S.A.
Tiendas por			
Departamento	26%	10%	69%
Mejoramiento del Hogar	39%	13%	0%
Supermercados	20%	75%	0%
Servicios Financieros	12%	1%	30%
Centros Comerciales	3%	1%	1%
Total	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Inversiones Security 2021.

Con respecto a los ingresos por segmento contenidos en la tabla 10, podemos señalar que tanto Falabella como Cencosud poseen ingresos en los cinco segmentos señalados, mientras que Ripley posee ingresos en los segmentos Tiendas por departamento, servicios financieros y Centros comerciales.

Tanto para Falabella como Cencosud poseen la mayor parte de sus ingresos (85% y 98% respectivamente) en los segmentos Tiendas por departamentos, mejoramientos del hogar y supermercados.

Por último, observamos que el que tiene mayor diversificación de sus ingresos es Falabella.

Tabla 11: Ingresos por País, Año 2020

Ingresos por País Año 2020			
País	Falabella S.A.	Cencosud S.A.	Ripley Corp S.A.
Chile	61%	50%	64%
Perú	27%	11%	36%
Colombia	7%	8%	0%
Argentina	3%	18%	0%
Brasil	2%	13%	0%
Total	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Inversiones Security 2021.

En lo que respecta a ingresos por país contenidos en la tabla 11, tanto Falabella como Cencosud están presente en Chile, Perú, Colombia, Argentina y Brasil. Mientras que Ripley solo esta presente en Chile y Perú. En lo que respecta a importancia por país, las tres empresas poseen mayoritariamente ingresos en Chile (Superior al 50% de sus ingresos por países).

Tabla 12: Riesgos expuestos

Riesgos expuestos			
Perspectiva	Falabella S.A.	Cencosud S.A.	Ripley Corp S.A.
Negativo	Mayor Competencia en el canal e-commerce		
Negativo	Recuperación de márgenes más lenta de lo esperado	Empeoramiento escenario local en Argentina	Recuperación de márgenes más lenta de lo esperado
Negativo	Deterioro en el consumo en los países en los que opera	-	Reactivación más lenta del consumo en el segmento financiero
Positivo	-	Protección de márgenes mayores a lo esperado, producto de transformaciones de formato en sus tiendas de supermercados en Brasil y Perú	-

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Inversiones Security 2021.

En lo que respecta a riesgos expuestos contenidos en la tabla 12, las tres poseen riesgo negativo debido a la mayor competencia del e-commerce. En lo que respecta a riesgo positivo, Cencosud es la única que tiene esta característica debido a la protección de márgenes mayores a lo esperado producto de transformaciones de formato en sus tiendas de supermercado en Brasil y Perú. Al respecto, Cencosud posee un 75% de sus ingresos en el segmento supermercados, versus el 20% y 0% que poseen Falabella y Ripley en este segmento respectivamente.

Tabla 13: Comparación evolución ingresos, márgenes y EBITDA

Comparación evolución ingresos, márgenes y EBITDA						
	Falabella S.A.		Cencosud S.A.		Ripley Corp S.A.	
Periodo	2020	2021e	2020	2021e	2020e	2021e
Variación Ingresos	0,60%	4,40%	5,90%	-3,90%	-15,30%	3,80%
Margen Operacional	3,90%	6,50%	6,50%	7,40%	-5,40%	4,70%
Variación Margen Operacional	-48,10%	76,50%	-10,90%	9,80%	-324,40%	-189,70%
Margen EBITDA	8,70%	11,00%	9,60%	8,80%	2,10%	11,60%
Variación Margen EBITDA	-27,40%	31,20%	11,00%	-11,80%	-79,80%	472,60%
Margen Neto	0,30%	2,60%	1,30%	3,40%	-5,20%	3,50%
Variación Margen Neto	-89,60%	739,00%	-45,30%	145,70%	-175,50%	-169,40%

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Inversiones Security 2021.

En lo que respecta a la variación de sus ingresos contenidos en la tabla 13, observamos un leve crecimiento en el año 2020 tanto en Falabella como en Cencosud, mientras que Ripley tuvo una caída en sus ingresos.

En lo que respecta al Margen operacional, vemos márgenes bastante ajustados en las tres empresas, siendo la que tuvo mejor margen operacional Cencosud. Mientras que lo esperado para 2021, también se observa que Cencosud es la que tendría el mejor margen operacional.

En lo que respecta a Margen EBITDA, tanto Falabella como Cencosud tuvieron márgenes similares (con una diferencia de 0,9% entre ambas) mientras que Ripley tuvo un margen EBITDA bastante estrecho.

En lo que respecta a Margen neto, las tres compañías tuvieron variaciones muy importantes, siendo la de peor desempeño Ripley, seguido por Falabella y por Cencosud. Alcanzaron márgenes que oscilan entre .5,2% para Ripley y 1,3% para Cencosud.

Para 2021, se observa que hay un escenario más optimista influenciados, creemos, al relajamiento de medidas de cierre producto de COVID-19 y, en el caso de Chile, debido a la liquidez proporcionada tanto por IFE como por retiros de fondos de las AFP.

Tabla 14: Indicadores de Crédito

Indicadores de Crédito						
Periodo	Falabella S.A.		Cencosud S.A.		Ripley Corp S.A.	
	2020	2021e	2020	2021e	2020e	2021e
Deuda/ Activos (%)	68%	70%	58%	56%	73%	73%
EBITDA / Gastos financieros	3,8	4,6	3,6	4,1	0,8	4,7
Liquidez Corriente	1,4	1,41	1,09	1,13	1,24	1,26
Deuda Neta / EBITDA	2,68	2,11	1,15	1,25	31,25	5,79

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Inversiones Security 2021.

En lo que respecta a indicadores de crédito contenidos en la tabla 14, observamos una relación deuda/activos más ajustada tanto para Falabella como Ripley.

En lo que respecta a cobertura de EBITDA/Gastos financieros, observamos que Ripley es quien presenta el indicador más estrecho mientras que Falabella el más holgado.

En lo que respecta a Liquidez, observamos que Falabella es quien posee la mayor liquidez entre estas tres empresas.

Finalmente, en el indicador Deuda Neta/ EBITDA, observamos que Ripley es la más ajustada, mientras que Cencosud esta la que posee mayor holgura.

2.2.2. Regulación y Fiscalización

La compañía Falabella S.A es una sociedad anónima abierta que cotiza en la bolsa, y, por ende, debe quedar sujeta a:

- Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores y normativa de la CMF.
- Ley N° 18.046 sobre sociedad anónimas.

Además, en el caso de sus filiales (Como Banco Falabella o Retail), deben responder a leyes específicas como Leyes de protección a los consumidores y normativa de la Comisión para el mercado financiero, entre otras.

Por último, en el caso de sus filiales en el extranjero, deben responder a leyes propias de cada país en los cuales se encuentran inmersos. (Falabella, 2020).

3. Estructura de Capital

3.1. Deuda financiera

Como podemos ver en la Tabla 15, se aprecia un cambio a lo largo de los años dentro de la política de deuda de la compañía a corto plazo, debido a que, analizando directamente la cuenta denominada como “Préstamos Bancarios”, ésta última ha tenido una clara reducción en los últimos 5 períodos. Por otro lado, vemos que la reducción de corto plazo o deuda corriente fue equilibrada con la deuda a largo plazo o no corriente, debido a que la proporción se vio compensada con la cuenta “Obligaciones con el público”. Este último incremento se debe a que, pese a la incertidumbre económica del país, la firma tiene un plan de inversión contemplado durante los años 2021-2023, según su memoria anual corporativa (Falabella, 2020), el cuál comienza fortaleciendo el área de tecnología y logística para iniciar una apertura y expansión de tiendas alrededor de Sudamérica. Debido a la aplicación de la NIIF 16 (Falabella, 2020), hemos decidido realizar un ajuste en lo que respecta a obligaciones de arrendamientos financieros, incorporándolas como pasivos por arrendamientos a partir del año 2019. Lo anterior se encuentra contenido en la sección *Ajuste por arrendamientos financieros* en la tabla 15.

Tabla 15: Deuda Financiera Falabella S.A.

En Miles de UF	31-12-17	31-12-18	31-12-19	31-12-20	31-03-21
TOTAL CORRIENTE	31.146	20.250	15.681	18.250	16.577
Préstamos bancarios					
	27.157	17.199	11.247	9.284	8.264
Obligaciones con el público					
	2.890	2.362	3.192	4.999	5.344
Otros pasivos financieros					
	614	435	1.242	3.967	2.969
Obligaciones por arrendamientos financieros	485	254	-	-	-
TOTAL NO CORRIENTE	112.178	101.814	99.375	100.790	110.127
Préstamos bancarios					
	30.212	18.130	19.354	18.898	28.431
Obligaciones con el público					
	74.114	77.145	76.606	81.777	81.620
Otros pasivos financieros					
	5.030	4.608	3.415	115	76
Obligaciones por arrendamientos financieros	2.822	1.932	-	-	-
TOTAL	143.324	122.064	115.056	119.040	126.704
<i>Ajuste por obligaciones de arrendamiento financiero</i>					
			35.987	33.050	32.682
Total deuda financiera	143.324	122.064	151.043	152.090	159.386

Fuente: CMF. Estados Financieros Anuales Falabella S.A

3.2. Patrimonio económico

La información que presentaremos a continuación, que se encuentra contenida en la tabla 16, corresponde al "Market Cap" que posee Falabella al cierre del período fiscal. Sólo en 2018 se realizó una emisión de papeles incrementando la cantidad de 74.380 acciones en circulación. Por otro lado, si bien es cierto que con esta emisión hubiésemos esperado que el valor del patrimonio económico se incrementara, pero como vemos, existe una tendencia a la baja en los últimos 5 períodos. Esto último debido a que, como podemos apreciar, existe una disminución en el valor de las acciones de Falabella S.A. entre el período 31 de diciembre del 2017 a 31 de marzo del 2021 de un 51,53%.

Tabla 16: Patrimonio Económico Falabella S.A.

Falabella S.A.; Cifras en MUF	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-03-2021
Número de acciones	2.434.465	2.434.465	2.508.845	2.508.845	2.508.845
Precio de la acción	0,229	0,185	0,114	0,09	0,111
Patrimonio Económico	557.295	449.487	287.219	226.976	279.265

Fuente: Elaboración propia a partir de información CMF. Estados Financieros Anuales Falabella S.A

3.3. Valor económico

La tabla 17 muestra la información respecto al valor económico de la compañía. Sobre esto, podemos observar que Falabella tuvo un descenso de su valor en el período 2020, dado a que los inversionistas tuvieron que sostener el riesgo de que Falabella adaptara sus canales tradicionales de ventas a los digitales, debido a las contingencias que se vivieron de forma nacional y el mundo entero.

Tabla 17: Valor Económico Falabella S.A.

Valor Económico Falabella S.A.; Cifras en MUF	31-12-17	31-12-18	31-12-19	31-12-20	31-03-21
Valor deuda financiera	143.324	122.064	151.043	152.090	159.386
Patrimonio económico	557.295	449.487	287.219	226.976	279.265
Valor económico	700.619	571.551	438.262	379.066	438.652

Fuente: Elaboración propia a partir de información CMF. Estados Financieros Anuales Falabella S.A

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

La tabla 18 contiene la estructura de capital de la compañía. Al respecto, observamos que, si bien es cierto existe una política de reducción de deuda corriente, confirmamos que la empresa está compensando esa variación con la deuda no

corriente y, además, incrementando su leverage financiero por sobre el capital emitido.

Consideramos que, dado los escenarios de contingencia nacional y mundial, se consideró el promedio de los períodos 2019 y 2021 como estructura objetivo de financiamiento, debido a que son los años que mejor reflejan los futuros escenarios financieros. Dado que la crisis sanitaria se proyecta a 3 años más y el escenario sociopolítico aún no es claro, se concluye que habrá una situación estable muy parecida a los períodos anteriormente comparados.

Tabla 18: Estructura de Capital

En %	31-12-17	31-12-18	31-12-19	31-12-20	31-03-21	E.C	E.C	E.C
						Histórica Promedio T1-T5	Histórica Promedio T3-T5	Objetivo Promedio Tx - Tx
B/V	20,46%	21,36%	34,46%	40,12%	36,34%	30,55%	36,97%	34,07%
P/V	79,54%	78,64%	65,54%	59,88%	63,66%	69,45%	63,03%	65,93%
B/P	25,72%	27,16%	52,59%	67,01%	57,07%	45,91%	58,89%	51,67%

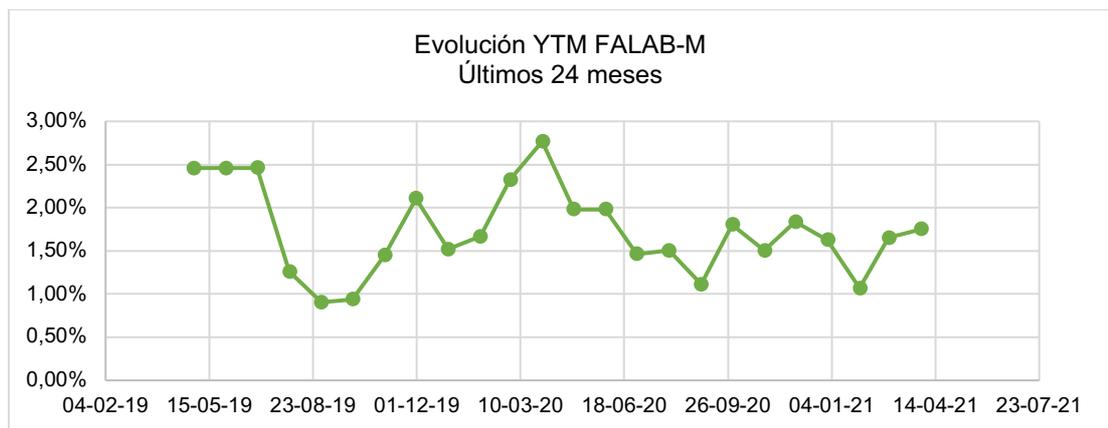
Fuente: Elaboración Propia a partir de información obtenida en la CMF y DAMODARAN COST OF CAPITAL OF EMERGIN MARKETS

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1. Costo de la deuda

Para lograr una estimación del costo de capital de Falabella, comenzamos con determinar cuál es la tasa de mercado (desde ahora k_b) del bono más cercano a la fecha y que transe a más años, en donde el bono transado que reúne las características definidas anteriormente es Bono de serie M, con el nemotécnico: "BFALAB-M"¹, el cuál tiene una fecha de vencimiento del 15 de Julio de 2037, con una tasa al 31 de marzo de 2021 (YTM) de 1,75% (considerando como corte marzo 2021, que es aquel que estamos realizando la valoración).

Ilustración 3: Evolución Tasa Bono Falabella S.A.



Fuente: Eikon.

Por lo tanto, para los futuros cálculos incluiremos como costo de la deuda = k_b = 1,75%. La razón por la cual utilizamos la YTM a marzo de 2021 es porque consideramos que refleja el riesgo actual de la compañía y haber utilizado la tasa de periodos pre-estallido social y pandemia en una industria que ha sido afectada por ambos eventos, podría afectar nuestros resultados.

¹ Comisión para el Mercado Financiero

4.2. Beta de la Deuda

Con fines de obtener el Beta de la Deuda, utilizaremos el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), definida de la siguiente manera:

$$k_b = R_f + B_d * PRM$$

Siendo:

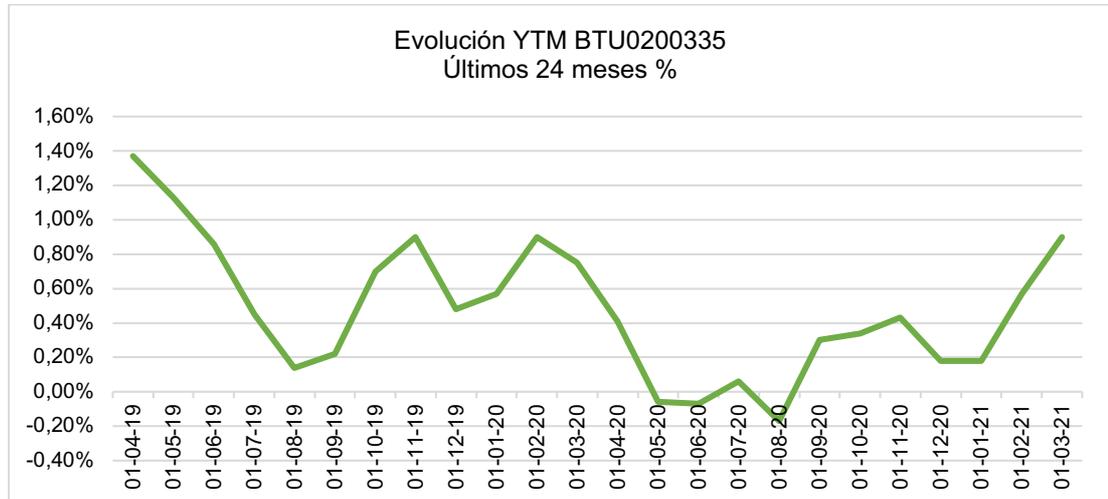
- k_b = Costo de la deuda
- R_f = Tasa libre de Riesgo
- B_d = Beta de la deuda (Variable a determinar)
- PRM = Prima por riesgo de mercado.

Entonces, para determinar la incógnita, podemos ver que anteriormente obtuvimos el Costo de la deuda (k_b) que equivale a 1,75%. Por otro lado, la tasa libre de riesgo corresponde al valor del BTU al 31 de marzo y que reúne similares características en términos de plazo y cuantía, que es el BTU0200335, el cuál tiene un vencimiento en plazo de marzo 2035 y una YTM promedio de 24 meses anteriores a la fecha corte de valoración (marzo) de 0,481%. Por lo tanto, el $R_f = 0,481\%$.

Tenemos también la variable de Prima por riesgo de mercado, que la obtuvimos desde los cálculos realizados por el Profesor Damodaran², la cual determina que, para nuestro país, actualizada al 2021, corresponde a 5,4%, $PRM = 5,4\%$.

²Damodaran, Aswath. Tasas. Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Ilustración 4: Evolución Tasa Bono Tesorería



Fuente: Eikon.

Una vez reunidos todos los valores de la ecuación, determinamos el valor del Beta de la deuda, el cuál corresponde a $B_d=0,236$.

$$1,75\% = 0,48\% + B_d * 5,4\%$$

$$B_d = 0,236$$

4.3. Beta de la acción

Para determinar el beta de la acción de Falabella, utilizamos una regresión simple entre retornos de los precios semanales de Falabella y del índice de mercado IGPA (considerando 104 observaciones). Consideramos los siguientes períodos para el cálculo: 01 de abril del 2019 hasta el 31 de marzo de 2021, ambos obtenidos desde la plataforma Eikon Refinitiv.

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

Siendo:

- $R_{t,i}$ = Retorno las acciones de Falabella
- α = Intercepto
- β = Beta de la acción (Variable a determinar)
- $R_{t,m}$ = Retorno del IGPA
- ε_t = Errores de la medición.

La tabla 19 contiene los datos de la estimación del Beta y sus respectivos resultados obtenidos a partir de la regresión realizada.

Tabla 19: Datos de la estimación del Beta

	<u>01-03-2021</u>
Beta de la acción	1,477
P-Value	0
Número de Observaciones	104
R^2	0,716
Presencia Bursátil	100%

Fuente: Elaboración Propia

Por lo tanto, dentro de la información obtenida, nos muestra que el análisis es estadísticamente significativo al ser $0\% < P\text{-value} \leq 1\%$, (***) , por lo que cada 1% del aumento o disminución del IGPA existirá una variación del 1,477% en la acción de Falabella, lo que nos da una visión de que es altamente sensible a los cambios del mercado. Y llevado a la contingencia actual, podemos correlacionarlo con que Falabella, tanto por el estallido social como por el cierre de tiendas por pandemia, ha sido una de las compañías con mayores perjuicios en términos operativos.

4.4. Beta Patrimonial sin deuda

El Beta Patrimonial sin deuda de Falabella ($B^{s/d}$) lo obtuvimos a través del desapalancamiento del Beta de la acción calculado en el punto anterior, esto, a través del modelo de Rubenstein (1973) el cuál se expresa bajo la siguiente ecuación:

$$B = B^{s/d} * \left(1 + (1 + T_c) * \frac{B}{P} \right) - B_d * (1 - T_c) * \frac{B}{P}$$

Siendo:

- B = Beta Patrimonial con deuda

- $B^{s/d}$ = Beta Patrimonial sin deuda (Variable a determinar)
- T_c = Tasa de impuestos Corporativos
- $\frac{B}{P}$ = Relación deuda patrimonio histórica
- B_d = Beta de la deuda

Por lo tanto, el Beta Patrimonial con deuda corresponde al Beta de la acción que obtuvimos a partir de la regresión, equivalente a 1,477, es decir, el impuesto corporativo (T_c) es equivalente al impuesto del 27%. Por otro lado, la relación deuda patrimonio de la compañía ($\frac{B}{P}$) corresponde a 58,89%.

Finalmente, el Beta de la deuda, $B_d = 1,44$. Por lo tanto, resolvimos la ecuación de la siguiente manera:

$$1,44 = B^{s/d} * (1 + (1 + 27\%) * 58,89\%) - 0,236 * (1 - 27\%) * 58,89\%$$

Beta Patrimonial sin deuda = $B^{s/d} = 1,111$.

4.5. Beta Patrimonial con estructura de capital objetivo

A diferencia del Beta Patrimonial con deuda, el Beta Patrimonial con estructura de capital objetivo corresponde a utilizar las mismas variables calculadas en el modelo de Rubenstein, pero en vez de utilizar la relación deuda patrimonio histórica, debemos utilizar la relación deuda patrimonio objetivo (recordemos que esta relación fue obtenida a partir del promedio de las variables deuda y patrimonio de los años 2019 y 2021, dado a que consideramos en el análisis, que la situación de pandemia se extenderá varios períodos más y la situación socio política aún no es clara para nuestro país).

Por lo tanto:

$$\frac{B}{P} = 51,67\%$$

$$B = B^{s/d} * \left(1 + (1 + T_c) * \frac{B}{P}\right) - B_d * (1 - T_c) * \frac{B}{P}$$

$$B = 1,111 * (1 + (1 + 27\%) * 51,67\%) - 0,236 * (1 - 27\%) * 51,67\%$$

Obteniendo finalmente un beta patrimonial con la estructura objetivo de:

$$B = 1,442$$

4.6. Costo Patrimonial

El Costo Patrimonial lo podemos obtener utilizando las variables CAPM, Costo de la deuda, tasa impositiva y B/P objetivo. Dicha manera de calcular fue obtenida de apuntes de clases de la cátedra *Inversiones, información e incertidumbre*. La fórmula es la siguiente:

$$k_p = \rho + [\rho - k_b] * [1 - t_c] * \left(\frac{B}{P}\right)$$

$$k_p = 8,266\% + [8,266\% - 1,75\%] * [1 - 27\%] * (51,67\%)$$

Otorgando como resultado un Costo Patrimonial de:

$$k_p = 10,723\%$$

4.7. Costo de Capital

Para la obtención del Costo de Capital, utilizaremos el Costo de Capital promedio ponderado (WACC), el cual logra determinar una tasa que pondera los financiamientos utilizados entre deuda financiera y patrimonio, bajo la siguiente ecuación:

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

Siendo:

$-K_0$ = Costo de Capital Promedio Ponderado (Variable a determinar)

$-K_p$ = Costo Patrimonial

$\frac{P}{V}$ = Relación Patrimonio a valor de la empresa

$-K_b$ = Costo de la deuda

$-T_c$ = Impuesto Corporativo

$\frac{B}{V}$ = Relación Deuda a valor de la empresa

Por lo tanto, reemplazando las variables, obtenemos la siguiente ecuación:

$$K_0 = 10,723\% * 65,93\% + 1,75\% * (1 - 27\%) * 34,07\%$$

$$K_0 = 4,497\%$$

Finalmente, obtenemos el Costo de Capital promedio ponderado, que será utilizado para descontar los flujos de caja futuros (DCF).

5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

De acuerdo con información señalada en La Tercera, previo a realizar un aumento de capital (La Tercera, 2018), Falabella reveló a sus competidores en distintos segmentos y países, señalando como principales competidores a Cencosud y Ripley. Para poder realizar un mejor análisis de múltiplos, hemos decidido agregar un tercer competidor, que si bien no opera en el mercado principal de Falabella (el cual es Chile), creemos que posee participación en otros segmentos relevantes para la compañía y que puede tener una potencial expansión. A nivel local, Falabella, en especial en lo que respecta al segmento de tiendas por departamentos y según información presente en el Diario La Tercera (La Tercera, 2018), Falabella ve como competidores a La Polar e Hites, pero, como consideramos que actúan sólo en el segmento de Tienda por departamentos, las excluimos del análisis. Sobre el Grupo Éxito, es un retailer colombiano que opera principalmente en el segmento supermercado, comercio al por mayor de productos de consumo, negocio inmobiliario, e-commerce, negocios complementarios (entre los cuales destacan viajes éxito, seguros éxito, móvil éxito, giros éxito y un negocio financiero llamado tuya) y compañía de soporte a los negocios enfocados a centros de distribución. Además, operan en Colombia, Uruguay y Argentina (países donde también opera Falabella, aunque en Argentina no se cruzan actualmente en los mismos segmentos, ya que sólo continúan con negocio de tiendas de mejoramiento del hogar en dicho país). Además, de acuerdo con información de EIKON³, Almacenes Éxito es competidor de Cencosud y es señalada como una comparable, debido a su fuerte presencia en el segmento supermercado.

5.1. Análisis de las empresas comparables

5.1.1. Cencosud

Cencosud S.A. y de acuerdo con información obtenida de EIKON⁴, es un minorista multimarca en América del Sur. La Compañía opera a través de seis segmentos: supermercados, tiendas de mejoras para el hogar, tiendas departamentales, centros comerciales, servicios financieros y otros. También se dedica al negocio de

³ Refinitiv Workspace, Eikon

⁴ Refinitiv Workspace, Eikon

promoción inmobiliaria comercial en Chile, Argentina, Colombia y Perú, con más de 50 centros comerciales que representan aproximadamente 794,590 metros cuadrados de área bruta locativa. Adicionalmente, la Compañía opera otras líneas de negocio que complementan las principales operaciones minoristas, como corretaje de seguros, agencia de viajes, servicios de fidelización de clientes y centros de entretenimiento familiar. La Compañía ofrece tarjetas de crédito de marca privada, préstamos al consumidor y servicios financieros limitados a sus clientes minoristas. La Compañía tiene aproximadamente 1,180 tiendas y centros comerciales con un total de aproximadamente 4,416,700 metros cuadrados de espacio de venta.

5.1.2. Ripley

Ripley Corp SA (Ripley) y de acuerdo con información obtenida de EIKON⁵, es una empresa con sede en Chile, que se dedica principalmente a la operación de tiendas departamentales. Las actividades de la Compañía se dividen en tres segmentos de negocio: Minorista, Bancario e Inmobiliario. La división Retail es responsable de la administración y operación de una cadena de tiendas departamentales y centros comerciales bajo la marca Ripley en Chile, Colombia y Perú. La división de Banca ofrece préstamos al consumidor, como tarjetas de crédito, depósitos a plazo, crédito hipotecario y otros servicios financieros. La división Inmobiliaria se centra en el desarrollo, construcción y gestión de centros comerciales. La Compañía opera a través de numerosas subsidiarias, como Ripley Chile SA, Banco Ripley Perú SA, Ripley Colombia Agencia de Seguros Limitada y Car SA.

5.1.3. Almacenes Éxito

Almacenes Éxito y, de acuerdo con información obtenida de EIKON⁶, es una empresa cuya matriz se ubica en Colombia y es parte del sector retail. Sus actividades se estructuran en 3 divisiones geográficas: Colombia, Brasil y Otros países, entre los cuales destacan Uruguay. En su mercado principal, el cual es Colombia, la empresa opera los segmentos de tiendas por departamento, tiendas de descuento minoristas y mayoristas, supermercados bajo múltiples marcas entre las cuales están Éxito, Carulla, Surtimax, Seper Inter y Surtimayorista. En Brasil, los segmentos de negocios

⁵ Refinitiv Workspace, Eikon

⁶ Refinitiv Workspace, Eikon

que posee la compañía son la venta de alimentos, distribuciones de bienes no alimentos, entre los cuales destacan electrodomésticos y operación de e-commerce. En lo que respecta a otros países, incluye la operación de supermercados bajo las marcas Libertad y Mini Libertad en Argentina y las marcas Disco, Devoto y Geant en Uruguay. En otros negocios, la compañía posee el servicio de emisión de tarjetas de crédito, agencias de viaje, seguros, telecomunicaciones móviles, entre otros.

Volviendo a la comparación entre las 3 empresas que señalamos como comparables y Falabella, observamos los siguientes puntos comunes a partir de información obtenida en EIKON:

A partir de la tabla 20, observamos que las 3 empresas comparables seleccionadas, operan en Latinoamérica, siendo la única de las 3 empresas seleccionadas que opera los mercados más similares a Falabella, es Cencosud. Luego, al observar la tabla 21 y analizar los porcentajes de ingresos por países, observamos que, tanto para Cencosud como Ripley, su mercado principal es Chile al igual que para Falabella. Además, el segundo mercado más importante para Ripley, al igual que para Falabella es Perú. Por último, al analizar los segmentos en los cuales operan, observamos en la tabla 22 que Cencosud y Falabella operan en los mismos segmentos, mientras que Ripley opera en los segmentos Tiendas por departamento, Banca – Financiero e Inmobiliario – Real Estate, mientras que Almacenes Éxito operan en los segmentos Supermercados, Banca – Financiero y Real Estate.

Tabla 20: Países en los que operan

Tabla 20 - Países en los que operan				
Países	Cencosud	Ripley	Almacenes Éxito	Falabella
Chile	X	X		X
Perú	X	X		X
Colombia	X		X	X
Argentina	X		X	X
Brasil	X			X
Uruguay			X	
Otros				X

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon

Tabla 21: Países en los que operan y porcentaje sobre sus ingresos totales

Tabla 21 - Países en los que operan y porcentaje sobre sus ingresos totales				
%	Cencosud	Ripley	Almacenes Éxito	Falabella
Chile	48%	67%	0%	61%
Perú	11%	33%	0%	27%
Colombia	9%	0%	76%	6%
Argentina	18%	0%	18%	3%
Brasil	15%	0%	0%	2%
Uruguay	0%	0%	6%	0%
Otros	0%	0%	0%	1%
Total	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon

Tabla 22: Segmentos que operan

Tabla 22 - Segmentos que operan				
Segmento	Cencosud	Ripley	Almacenes Éxito	Falabella
Tiendas de Mejoramiento del hogar	X			X
Tiendas por Departamentos Supermercados	X	X		X
Banco - Financiero	X	X	X	X
Inmobiliario - Real Estate	X	X	X	X

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon

A modo de resumen, consideramos que la empresa más similar, por los mercados que operan y los segmentos de negocios en los cuales participan a Falabella, es Cencosud, mientras que la que menos se asemeja es Almacenes Éxito, ya que no opera en el principal mercado de Falabella, el cual es Chile.

Otros factores importantes que observamos son:

- Las 3 poseen presencia en el negocio financiero al igual que Falabella, y que su negocio financiero tiene relación a la venta que realizan en sus propios negocios, por lo cual puede existir un eventual riesgo de crédito asociado. Este punto toma relevancia de acuerdo con lo señalado por la CEPAL (Cepal, 2021), donde señalan que la pandemia provoca un aumento en los niveles de endeudamientos de los países de la región y pone en peligro la reconstrucción sostenible y con igualdad. En este mismo artículo, señalan que todos los países de la región, sin excepciones, se ha visto deteriorada la situación fiscal y que los niveles de endeudamientos de los gobiernos generales ha aumentado, y que se espera que este nivel de endeudamiento se incremente de 68,9% al 79,3% del PIB entre 2019 y 2020 a nivel regional convirtiéndose así América Latina y el Caribe en la región más endeudada del mundo en desarrollo y la que tiene el mayor servicio de deuda externa en relación con las exportaciones de bienes y servicios, la cual asciende al 57%.
- Las 3 empresas se han visto afectadas por la fuerte irrupción del e-commerce, el cual se exacerbó producto de la pandemia. De acuerdo con lo señalado por PwC (PwC, 2020), previo a la pandemia sólo el 9% del comercio se realizaba en línea, mientras que ahora el 35% adquiere alimentos en línea o por teléfono y el 63% de estos consumidores, está comprando más alimentos a través del comercio online o por teléfono que antes de que ocurriera la pandemia y las medidas de distanciamiento social.
- Tanto Cencosud, Ripley y Falabella se han visto afectadas por la disrupción de compañías de e-commerce como Mercado Libre y Amazon, que los han obligado a implementar estrategias enfocadas hacia esta nueva forma de realizar sus ventas. De hecho, de acuerdo con información publicada por el Diario La Tercera (La Tercera, 2021) Mercado Libre alcanza el mismo nivel de ventas que los retailers más grandes del país y, además, en esta misma noticia lo señalan como la compañía de mayor capitalización bursátil de Sudamérica. Este punto lo observamos como una amenaza para los principales retailers de Latinoamérica y de Chile, ya que, de acuerdo a esta noticia del Diario La Tercera, tienen una estructura de costos mucho más livianas y apenas cuentan con 450 empleados directos al cierre de 2020 (mientras que Falabella S.A. posee más de 90.000 colaboradores) y, como bien sabemos, esto les permite tener mayor capacidad de adaptación, ya que su mayor parte de costos es

variable, mientras que Falabella tiene una estructura de costos mucho más pesada debido a sus altos gastos de administración y ventas.

Como diferencias, consideramos que Falabella posee sus principales diferencias con Almacenes Éxito. Entre estas principales diferencias, encontramos los segmentos de negocio relevantes, donde Almacenes Éxito no posee operación en tiendas por departamento y tiendas de mejoramiento del hogar, que son los principales negocios en ingreso de Falabella. Además, Almacenes Éxito no opera en los dos países principales en cuanto ingresos de Falabella, que son Chile y Perú.

Mencionados tanto las semejanzas como las diferencias, consideramos que a raíz de las diferencias con el grupo Almacenes Éxito, excluiríamos del análisis a esta compañía, quedándonos sólo con Cencosud y Ripley. Además, Falabella tampoco señala como competidor a Almacenes Éxito (en EIKON tampoco se señala en Falabella, pero si al buscar Almacenes Éxito señala como comparable a Falabella). Por último, y de acuerdo con la propia información emitida por Falabella en el Diario La Tercera (La Tercera, 2018), Falabella considera tanto a Ripley como a Cencosud como competidores claves en los segmentos Tiendas por Departamentos de sus mercados claves, mientras que en el segmento tienda de mejoramiento del hogar, señala como competidor directo a Easy (Cencosud). En el segmento bancario y financiero, en Chile Falabella no declara competir con Cencosud ni con Ripley, pero si señala a Ripley como competidor directo en su negocio financiero en Perú. Por último, en el segmento supermercados, declara como principales competidores a Walmart, Cencosud y SMU, mientras que en Perú señala a Cencosud e Inretail.

5.2. Múltiplos de la industria

Los múltiplos que calcularemos para la industria se encuentran contenidos en la tabla 23.

Tabla 23: Múltiplos a calcular

Tabla 23 - Múltiplos a calcular	
Tipo de Múltiplo	Múltiplos
De ganancia	Price - Earnings Ratio (PER)
	Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA)
	Enterprise Value to EBITDA (EV / EBIT)
De valor libro	Price to book Equity (PBV)
	Value to Book Ratio (VBR)
De ingresos	Prices to Sales Ratio (PS)
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)

Fuente: Elaboración propia

Para proceder a calcular los múltiplos, utilizaremos la información contenida en la tabla 24.

Tabla 24: Información para calcular múltiplos

Tabla 24 - Información para calcular múltiplos							
	Cifras en	Falabella		Cencosud		Ripley	
		31-03-21	31-03-20	31-03-21	31-03-20	31-03-21	31-03-20
Utilidad anualizado	M\$	152.883.180	300.082.373	204.864.415	-60.925.542	-76.450.839	81.683.974
Valor de Mercado del Patrimonio	M\$	8.208.939.626	4.731.680.970	4.409.505.661	2.548.500.152	503.567.203	376.658.975
Valor Contable							
Deuda Financiera	M\$	3.638.211.529	4.438.803.063	2.625.978.640	3.335.375.607	1.477.203.213	1.137.283.988
Deuda Financiera	M\$	4.658.005.607	5.348.641.135	3.275.772.189	3.669.029.417	2.027.790.558	1.733.703.012
EBITDA Anualizado	M\$	969.200.000	1.073.595.000	1.030.747.000	804.908.000	61.879.208	123.583.809
EBIT Anualizado	M\$	937.712.823	1.031.084.499	667.276.202	486.181.620	-4.104.114	55.753.805
Valor Libro Patrimonio	M\$	6.063.286.444	6.390.981.375	4.494.666.345	5.009.658.410	878.686.430	1.068.304.109
Ingresos Anualizado	M\$	8.849.270.991	9.420.759.148	9.830.163.970	9.776.103.211	1.467.419.571	1.694.685.288
Market Price per-share	\$	3.272	1.886	1.540	890	260	195
Cantidad de Acciones Efectivo	Nº	2.508.844.629	2.508.844.629	2.863.129.447	2.863.129.447	1.936.052.298	1.936.052.298
Ingresos por Acción	M\$	3,53	3,76	3,43	3,41	0,76	0,88
Valor Libro Empresa	M\$	10.721.292.051	11.739.622.510	7.770.438.534	8.678.687.827	2.906.476.988	2.802.007.121
Utilidad por acción	M\$	0,06	0,12	0,07	-0,02	-0,04	0,04

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Eikon, Yahoo Finance y Memorias Corporativas de Cencosud, Ripley y Falabella

5.2.1. Múltiplos de ganancia, valor libro y de ingresos

Los resultados para los múltiplos de ganancia, de valor libro y de ingresos, se encuentran contenidos en las tablas 25, 26. Además, la tabla 27 contiene los múltiplos para la industria.

Tabla 25: Múltiplos de Cencosud

Tabla 25 - Múltiplos de Cencosud				
Tipo de Múltiplo	Múltiplos	mar-21	mar-20	Promedio
De ganancia	Price - Earnings Ratio (PER)	21,52	-	21,52
	Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA)	6,8	7,3	7,07
	Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT)	10,5	12,1	11,32
De valor libro	Price to book Equity (PBV)	1,0	0,5	0,74
	Value to Book Ratio (VBR)	1,0	0,7	0,85
De ingresos	Prices to Sales Ratio (PS)	0,4	0,3	0,35
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,7	0,6	0,66

Fuente: Elaboración propia

Tabla 26: Múltiplos de Ripley

Tabla 26 - Múltiplos de Ripley				
Tipo de Múltiplo	Múltiplos	mar-21	mar-20	Promedio
De ganancia	Price - Earnings Ratio (PER)	-	4,61	4,61
	Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA)	32,0	12,3	22,13
	Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT)	-	27,2	27,15
De valor libro	Price to book Equity (PBV)	0,6	0,4	0,46
	Value to Book Ratio (VBR)	0,9	0,8	0,81
De ingresos	Prices to Sales Ratio (PS)	0,3	0,2	0,28
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,3	0,9	1,12

Fuente: Elaboración propia

Tabla 27: Múltiplos de la Industria

Tabla 27 - Múltiplos de la Industria				
Múltiplos	Cencosud	Ripley	Promedio	Mediana
Price - Earnings Ratio (PER)	21,5	4,6	13,1	13,1
Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA)	7,1	22,1	14,6	14,6
Enterprise Value to EBITDA (EV / EBIT)	11,3	27,2	19,2	19,2
Price to book Equity (PBV)	0,7	0,5	0,6	0,6
Value to Book Ratio (VBR)	0,9	0,8	0,8	0,8
Prices to Sales Ratio (PS)	0,4	0,3	0,3	0,3
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,7	1,1	0,9	0,9

Fuente: Elaboración propia

Observamos que Ripley, impulsado por sus malos resultados en los últimos 2 periodos, empuja los múltiplos hacia abajo. Cencosud también se vio afectado por sus débiles resultados durante 2020. A raíz de lo anterior, observamos que afectará negativamente el valor de la acción a través de múltiplos para Falabella. Debido a lo señalado anteriormente, hemos decidido eliminar los múltiplos negativos de las empresas comparables y así no afectar de sobremanera los resultados a obtener de Falabella S.A.

5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

La tabla 28 muestra los múltiplos de Falabella S.A. calculados a partir de los múltiplos de la industria.

Tabla 28: Valor de Falabella S.A. por múltiplos

Tabla 28 - Valor de Falabella S.A. por múltiplos					
Tipo de Múltiplo	Múltiplos	Valor de la Empresa (M\$)	Valor del patrimonio (M\$)	Precio (en \$)	Variación Precio Múltiplo VS Precio Real
De ganancia	Price - Earnings Ratio (PER)	-	-	1.179,6	-64%
	Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA)	8.746.297.048	4.088.291.441	3.783,1	16%
	Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT)	12.545.828.619	7.887.823.012	5.334,0	63%
De valor libro	Price to book Equity (PBV)	-	4.294.323.093	1.459,3	-55%
	Value to Book Ratio (VBR)	9.085.688.034	5.138.291.992	2.011,6	-39%
De ingresos	Prices to Sales Ratio (PS)	-	3.154.200.176	1.160,3	-65%
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	7.707.497.817	4.069.286.288	1.616,0	-51%
Total				2.363,4	-28%

Fuente: Elaboración propia

Se observa que el promedio de precio por múltiplo de la acción de Falabella es \$2.363,47 pesos y tiene una variación negativa de 28% respecto al precio de cierre del 31/03/2021. El valor mínimo que nos dio fue de \$1.179,66 pesos mientras que el valor máximo fue de \$5.344,00. El valor de la acción al 31 de marzo de 2021 es de **\$3.272**. Al analizar sólo los múltiplos recomendados por Pablo Fernández (Fernández, 2012) para el retail, observamos que en los ratios PER y EV/EBITDA, los precios por múltiplos son de \$1.179,66 y \$3.783,18 respectivamente. Consideramos que al ser múltiplos calculados en base a cifras afectadas fuertemente por la crisis provocada por el COVID-19, ya que en específico el Q1 2020, fue un

periodo bastante malo para todas las compañías en término principalmente de utilidad.

5.4. Análisis de los resultados

El objetivo de realizar una valorización a través del método de múltiplos es estimar el valor de la compañía al 31 de marzo de 2021 y, con ello, el precio de la acción mediante la comparación con otros competidores similares dentro de la industria, segmentos y países en los cuales participa Falabella S.A. Para ello, se consideró una de las empresas comparables de tal manera de minimizar las diferencias de segmentos, mercados y tamaños tomados para la muestra, utilizando diferentes múltiplos para obtener indicadores objetivos que permitieran medir bajo mismos parámetros a las diferentes compañías. Por los distintos métodos se obtuvo distintos valores, sin embargo, los múltiplos se vieron afectados por el tamaño de la muestra y porque tuvimos que eliminar primero a Almacenes Éxito, por no considerarla competidor directo de Falabella S.A. Al analizar los múltiplos a Ripley Corp S.A. observamos que por sus malos resultados afectan negativamente los resultados obtenidos. Creemos que afecta haber tomado negativamente tomar Ripley Corp, pero sin embargo de acuerdo con lo señalado anteriormente en el trabajo, este competidor participa en el mercado y segmento principal de la compañía y, de hecho, Falabella S.A. si considera como competidor tanto a Ripley Corp S.A. como Cencosud S.A. Esta última consideramos que es la empresa más similar a Falabella S.A. debido a que participa tanto en los segmentos principales como en los mercados principales de Falabella S.A.

Al analizar los ratios más relevantes para la industria del retail, de acuerdo con lo señalado en la literatura por Pablo Fernández (Fernández, 2012), observamos que el Ratio Enterprise Value to EBITDA, observamos que el valor de la compañía es \$3.783,18 y, por ende, el mercado esta subvalorando la compañía en un 15,62%. Por otro lado, otro ratio relevante que analizar es Price - Earnings Ratio (PER) que, en este caso, observamos que valoriza la compañía en \$1.179,66 acción y, por ende, el mercado está sobre valorando la compañía en un 63,95%. Sin embargo, consideramos que este valor obtenido en el ratio Price to Sales se vio afectado por los malos resultados obtenidos en el primer trimestre del 2020 afectado fuertemente

por la pandemia del COVID-19, que castigó fuertemente el precio de la acción y, además, afectó los ingresos de manera casi inmediata de las empresas del sector retail y la economía de los mercados en los que operan en general. Es importante señalar que para el cálculo por múltiplos se anualizó los ingresos, EBITDA, EBIT y utilidad, cosa que consideramos pudo afectar también la valorización, debido a los muy malos resultados obtenidos en el Q1 2020. Por último, si comparamos nuestra valoración de Falabella S.A. por ambos métodos, observamos que el precio de la acción por múltiplos solo difiere en un 0,63% de diferencia, siendo un 0,63% superior la valorización por múltiplo EV/ EBITDA.

CONCLUSIÓN

Para concluir, luego de haber realizado todo el análisis anterior, podemos observar que tenemos una diferencia en los resultados tanto por los métodos de valoración de flujo de caja descontados como por los múltiplos de empresas comparables. En el primer caso, observamos que el precio obtenido de la acción es de \$3.759, lo cual equivale a un 14,9% por sobre el precio real de la acción al 31 de marzo de 2021. Con esto, podemos ver que el precio de la acción está siendo subvalorado por el mercado. Esto puede deberse principalmente a condiciones políticas y económicas (que se traducen en un alto nivel de incertidumbre y volatilidad en el mercado), en el principal mercado de Falabella, los cuales corresponde a Chile y Perú. Además, este resultado es muy sensible a la tasa de descuento que utilizamos en el flujo, la cual depende de distintos factores como, por ejemplo, costo de la deuda, costo de capital, entre otros. Por último, estimamos que Falabella es uno de los líderes en su mercado, dentro de Sudamérica, y sus inversiones van en línea con su estrategia enfocada en el desarrollo de su ecosistema digital, unificando todos sus negocios en un único sitio web, aplacando fuertemente en su presencia física y en su negocio financiero.

Por otro lado, al valorizar por múltiplos obtuvimos un resultado de 28% en promedio por bajo el precio de la acción al 31 de marzo de 2021. Al analizar solamente los múltiplos relacionados a la industria del Retail, obtenemos un valor de la acción de \$1.179,66 por múltiplo PER (que corresponde a un 63,95% menos que el precio real), Al analizar el valor de la compañía por múltiplo EV/ EBITDA, obtenemos un valor de la acción de **\$3.783,18** (que corresponde a un 15,62% superior que el precio real) Al analizar este valor observamos que este precio es superior al valor real de la acción, sin embargo, al analizar nuestros resultados por ambos métodos de valoración, son bastante similares, obteniendo una diferencia de solo 0,63% entre ambos precios, siendo el del múltiplo EV/ EBITDA el más cercano al resultado obtenido por el método de Flujos de Caja Descontado.

La explicación por la cual difieren los resultados obtenidos en los múltiplos distintos a los del Retail y el PER, es básicamente debido a que, al analizar Ingreso, EBITDA, EBIT y Utilidad, se obtienen valores para 2021 bastante bajos. La explicación de lo anterior se debe a los resultados deficitarios obtenidos por las compañías

comparables en el primer trimestre del 2020, afectados por la crisis sanitaria y cuarentenas en los distintos territorios en los que operan.

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS

- Aswath D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial ñ.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.

PÁGINAS WEB

- America Retail (2018). *Chile: Falabella es el retailer latinoamericano más valioso según ranking BrandZ 2018*. Disponible en <https://www.america-retail.com/chile/chile-falabella-es-el-retailer-latinoamericano-mas-valioso-segun-ranking-brandz-2018/>
- America Retail (2021). *Falabella prevé abrir nueve supermercados Tottus al finalizar el 2021*. Disponible en <https://www.america-retail.com/peru/falabella-preve-abrir-nueve-supermercados-tottus-al-finalizar-el-2021/>
- América Economía (2021). *Falabella cierra su canal de e-commerce en Argentina y sale definitivamente del país*. Disponible en <https://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/multilatinas/falabella-cierra-su-canal-de-e-commerce-en-argentina-y-sale>

BCI (2020). *Información bursátil: Falabella*. Disponible en: <https://www.bci.cl/equityresearch/sector-retail/products/falabella>

BCI (2020). *Recomendaciones bursátiles: Sector Retail*. Disponible en: <https://www.bci.cl/equityresearch/sector-retail>

BICE INVERSIONES (2021). *Informe mensual Carteras Recomendadas*. Disponible en https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:Krr4431P0ioJ:https://www.bice.cl/documentos/ver_pdf.php%3FIdDoc%3D230+&cd=1&hl=es&ct=clnk&gl=cl

CEPAL (2021). *América Latina y el Caribe (33 países): tasa de crecimiento del PIB en 2020 y proyecciones para 2021 y 2022*. Disponible en https://www.cepal.org/sites/default/files/pr/files/tabla_pibs_2020_a_2022-esp.pdf

CEPAL (2021). *La pandemia provoca aumento en los niveles de endeudamiento de los países de la región y pone en peligro la reconstrucción sostenible y con igualdad*. Disponible en <https://www.cepal.org/es/comunicados/la-pandemia-provoca-aumento-niveles-endeudamiento-paises-la-region-pone-peligro-la>

CNN (2021). *Banco Central subió proyección de crecimiento para 2021: Chile crecería entre 8,5% y 9,5%*. Disponible en https://www.cnnchile.com/economia/banco-central-subio-proyeccion-crecimiento_20210609/

Cronista (2021). *Falabella se fue de la Argentina: ni siquiera tendrá venta online*. Disponible en <https://www.cronista.com/apertura-negocio/empresas/falabella-se-fue-de-la-argentina-ni-siquiera-tendra-venta-online/>

Diario Financiero (2020). *Cencosud y Falabella revelan planes de baja de personal y la extinción de puestos en tiendas*. Disponible en: <https://www.df.cl/noticias/economia-y-politica/laboral-personas/cencosud-y-falabella-revelan-planes-de-baja-de-personal-y-la-extincion-de-puestos-en-tiendas/2020-05-11/201227.html>

Diario Financiero (2020). *Cencosud y Falabella revelan planes de baja de personal y la extinción de puestos en tiendas.* Disponible en: <https://www.df.cl/noticias/economia-y-politica/laboral-personas/cencosud-y-falabella-revelan-planes-de-baja-de-personal-y-la-extincion-de-puestos-en-tiendas/2020-05-11/201227.html>

Diario Financiero (2020). *Congreso despacha proyecto para el retiro del 10% de las AFP: diputados aprobaron modificaciones del Senado con quórum de 2/3.* Disponible en <https://www.df.cl/noticias/mercados/pensiones/congreso-despacha-proyecto-para-el-retiro-del-10-de-las-afp-diputados/2020-07-23/100240.html>

Diario Financiero (2020). *¿Qué es y cómo funcionarán los cambios al IFE y el nuevo subsidio laboral anunciado por el Gobierno?* Disponible en <https://www.df.cl/noticias/economia-y-politica/guias-df/que-es-y-como-funcionaran-los-cambios-al-ife-y-el-nuevo-subsidio/2021-08-10/181010.html>

Diario Financiero (2020). *Retail: Falabella recorta su plan de inversiones para los próximos años.* Disponible en <https://www.df.cl/noticias/empresas/retail/falabella-recorta-su-plan-de-inversiones-para-los-proximos-anos/2020-01-08/173403.html>

Diario Financiero (2020). *Retail: Falabella reporta alza en ventas, pero costos por distribución se disparan.* Disponible en <https://www.df.cl/noticias/empresas/retail/falabella-reporta-alza-en-ventas-pero-costos-por-distribucion-se-disparan/2020-11-10/182344.html>

Diario Financiero (2020). *Saldo en cuentas corrientes de los chilenos crece más de 30% por retiros de fondos de AFP.* Disponible en <https://www.df.cl/noticias/mercados/banca-fintech/saldo-en-cuentas-corrientes-de-los-chilenos-crece-mas-de-30-por-retiros/2020-12-28/195103.html>

Diario Financiero (2021). *CMR Falabella sale de Argentina: vende la cartera a Banco Columbia.* Disponible en <https://www.df.cl/noticias/mercados/banca-fintech/cmr-falabella-sale-de-argentina-vende-la-cartera-a-banco-columbia/2021-06-09/171132.html>

Diario Financiero (2021). *Retail: Falabella invertirá US\$ 796 millones este año y busca reducir tiempos de entrega a 48 horas.* Disponible en <https://www.df.cl/noticias/empresas/retail/falabella-invertira-us-796-millones-este-ano-y-busca-reducir-tiempos-de/2021-01-06/163217.html>

Diario Financiero MAS (2021). *Falabella: controladores salen bajan participación y buscan nuevos negocios.* Disponible en <https://dfmas.df.cl/falabella-controladores-bajan-participacion-y-buscan-nuevos-negocios>

El Mostrador (2021). *Golpe a los bolsillos: inflación se disparó en julio y Gobierno lo atribuye a "efecto rezago" de precios y "mayor liquidez" por IFE y retiros AFP.* Disponible en <https://www.elmostrador.cl/mercados/2021/08/06/golpe-a-los-bolsillos-inflacion-se-disparo-en-julio-y-gobierno-lo-atribuye-a-efecto-rezago-de-precios-y-mayor-liquidez-por-ife-y-retiros-afp/>

Euromonitor (2021). *Retailing in Argentina.* Disponible en: <https://www.euromonitor.com/retailing-in-argentina/report>

Euromonitor (2021). *Retailing in Brazil.* Disponible en: <https://www.euromonitor.com/retailing-in-brazil/report>

Euromonitor (2021). *Retailing in Chile.* Disponible en: <https://www.euromonitor.com/retailing-in-chile/report>

Euromonitor (2021). *Retailing in Colombia.* Disponible en: <https://www.euromonitor.com/retailing-in-colombia/report>

Euromonitor (2021). *Retailing in Peru.* Disponible en: <https://www.euromonitor.com/retailing-in-peru/report>

Falabella S.A. (2017). *Memoria anual 2020.* Disponible en <https://investors.falabella.com/Spanish/informacion-financiera/default.aspx>

Falabella S.A. (2018). *Memoria anual 2020.* Disponible en <https://investors.falabella.com/Spanish/informacion-financiera/default.aspx>

Falabella S.A. (2019). *Memoria anual 2020*. Disponible en <https://investors.falabella.com/Spanish/informacion-financiera/default.aspx>

Falabella S.A. (2020). *Memoria anual 2020*. Disponible en <https://investors.falabella.com/Spanish/informacion-financiera/default.aspx>

Feller Rate (2020). *Impacto del COVID-19 en el retail: Emisores señalados se incorporan al listado de revisión especial*. Disponible en https://www.feller-rate.com/general2/articulos/cpretailcovid2004_07.pdf

Feller Rate (2021) *Feller Rate ratifica en "AA" la clasificación de la solvencia de Banco Falabella. Las perspectivas son "Estables"*. Disponible en <https://www.feller-rate.com/w15/cp.php?FRID=13656&id=13813>

ICR Chile (2020). *Proyecciones sobre la industria del retail continúan desfavorables, con bajas expectativas de un fortalecimiento operacional durante 2021*. Disponible en <http://www.icrchile.cl/index.php/destacados/4287-proyecciones-sobre-la-industria-del-retail-continuan-desfavorables-con-bajas-expectativas-de-un-fortalecimiento-operacional-durante-2021/file>

Investors Falabella (2021). *Falabella invertirá US\$ 796 millones en 2021 en tecnología, logística y tiendas para consolidar su ecosistema físico y digital*. Disponible en <http://q4live.s22.clientfiles.s3-website-us-east-1.amazonaws.com/351912490/files/3.1.21-ESP-Anuncio-Plan-de-Inversiones.VF.pdf>

La Tercera (2018). *Falabella revela su posición en mercados clave de cara al aumento de capital*. Disponible en <https://www.latercera.com/pulso/noticia/falabella-revela-posicion-mercados-clave-cara-al-aumento-capital/297788/>

La Tercera (2021). *El Banco Mundial vuelve a subir la proyección de crecimiento de Chile en 2021, tal como lo hicieron la Oede y el FMI*. Disponible en: <https://www.latercera.com/pulso/noticia/banco-mundial-vuelve-a-subir-proyeccion-de-crecimiento-de-chile-en-2021/MW54D4Q3VBAJXGHKGLCZ72SJAE/>

La Tercera (2021). *El peso de Perú en los negocios de las empresas chilenas.*

Disponible en

<https://www.latercera.com/pulso-pm/noticia/las-razones-por-las-que-las-empresas-chilenas-miran-de-cerca-la-estrecha-definicion-presidencial-en-peru/2L4A5NWACZGUTMP3L7U25JWVHU/>

La Tercera (2021). *Financiamiento a emprendedores: La nueva alternativa de la banca para ayudar a pequeñas y medianas empresas.* Disponible en

<https://www.latercera.com/laboratoriodecontenidos/noticia/financiamiento-a-emprendedores-la-nueva-alternativa-de-la-banca-para-ayudar-a-pequenas-y-medianas-empresas/GRQ4EBI4SBAB7N7AV546P3UDGQ/>

La Tercera (2021). *Mercado Libre se pone pantalones largos en Chile y alcanza el mismo nivel de ventas que los retailers más grandes del país.* Disponible en

<https://www.latercera.com/pulso/noticia/mercado-libre-se-pone-pantalones-largos-en-chile-y-alcanza-el-mismo-nivel-de-ventas-que-los-retailers-mas-grandes-del-pais/TPH4YRFC6JCKDAU7SD2I3CMM4Y/>

La Tercera (2021). *Terminó el proceso del primer retiro de las AFP: cerca del 93% de los afiliados retiró sus fondos y en total se sacaron US\$20.383 millones.* Disponible en

<https://www.df.cl/noticias/mercados/pensiones/congreso-despacha-proyecto-para-el-retiro-del-10-de-las-afp-diputados/2020-07-23/100240.html>

Libuy y Jaque. (2021). *Sector Retail: Presión en mercado laboral, cambios en consumo y evolución de actividad promocional, las claves para el sector.* (Inversiones Security)

Disponible en: https://www.inversionessecurity.cl/sites/inversiones/files/documentos_descargables/Research-Informe%20Empresas%2020210326.pdf

MBA Universidad de Chile (2021). *Retail chileno y amenazas de la competencia internacional.* Disponible en <https://www.mbauchile.cl/retail-chileno-y-amenazas-de-la-competencia-internacional/>

PwC (2020). *Cómo la pandemia transformó a las empresas de retail y consumo*. Disponible en <https://www.pwc.com/cl/es/prensa/prensa/2020/Como-la-pandemia-transformo-a-las-empresas-de-retail-y-consumo.html>

Banco Central (2021). *Banco Central publicó Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio de 2021*.

Disponible en <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-publico-informe-de-politica-monetaria-ipom-de-junio-de-2021>

LEYES

Ley N° 18.045 de Mercado de Valores. Diario oficial de la República de Chile, 22 de octubre de 1981. Disponible en <https://www.icrchile.cl/index.php/normativas/2384-ley-18-045-mercado-de-valores/file>

Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas. Diario Oficial de la República de Chile, 22 de octubre de 1981. Disponible en <https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-article-808.html>