



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN

VALORIZACIÓN DE EMPRESAS TRICOT S.A MEDIANTE MÚLTIPLOS

PARA OPTAR AL GRADO ACADÉMICO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

AUTOR:
FELIPE GUERRA TORO

PROFESOR GUÍA:
FRANCISCO SÁNCHEZ MORALES

SANTIAGO DE CHILE
OCTUBRE 2021

Dedicatoria

Felipe Guerra

A mis padres que me han apoyado en todos estos años.

A mis familiares presentes y a los que ya han partido.

A Gabriela por su comprensión y cariño.

Agradecimientos

Al profesor Francisco Sánchez por su ayuda y apoyo en la elaboración de este informe.

TABLA DE CONTENIDO

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	10
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	13
2.1 Descripción de la empresa	13
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia	13
2.1.2. Principales accionistas	17
2.1.3 Filiales	18
2.1.4. Estallido Social y Pandemia Covid-19	20
2.2 DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA	21
2.2.1 Estado Actual	21
2.2.2. Regulación y fiscalización	25
2.2.3. Empresas comparables	26
3. POTENCIALES RIESGOS	29
3.1 Riesgos Financieros.	29
3.1.1. Riesgos de Mercado	29
3.1.2 Riesgos de Liquidez	30
3.1.3 Riesgo de Crédito asociado a la cuenta por cobrar de clientes	30
3.2 Riesgos Regulatorios	31
3.2.1. Riesgo Legal	31
3.2.2. Riesgo de Seguridad de la Información	31

3.3 Riesgo de Continuidad Operacional.....	31
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL	32
4.1 Deuda financiera.....	32
4.2 Patrimonio Económico.....	34
4.3 Valor Económico.....	36
5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL	38
5.1. Costo de la Deuda	38
5.2. Beta de la deuda.....	39
5.3. Estimación del beta patrimonial.....	40
5.4. Beta patrimonial sin deuda	41
5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo.....	42
5.6. Costo patrimonial	43
5.7 Costo de capital	44
6. ANÁLISIS DEL NEGOCIO.....	46
6.1. Análisis de crecimiento de la empresa.....	46
6.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.....	50
6.2.1 Costo de ventas.....	50
6.2.2 Costo de distribución	52
6.2.3 Gastos de Administración.....	53
6.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa.....	55
6.4. Análisis de márgenes de la empresa	57
6.5. Análisis de los activos de la empresa.....	60
6.5.1. Activos operacionales y no operacionales.....	61
6.5.2. Capital de trabajo operativo neto.....	62
6.5.3. Inversiones.....	63

6.6. Análisis de crecimiento de la industria	64
7. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	66
7.1. Análisis de las empresas comparables	66
7.2. Múltiplos de la industria	68
7.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria.....	69
7.4. Análisis de los resultados	70
8. CONCLUSIÓN	71
9. BIBLIOGRAFÍA	72

Resumen

El presente informe tiene como objetivo exponer la valorización económica de Empresas Tricot S.A al 31.03.2021 mediante el método de Valoración por múltiplos, según la información disponible y pública de la Compañía desde el 31 de diciembre del 2017 al primer trimestre del 2021.

Para lo anterior, además se realizó un análisis de la industria y de las empresas comparables que presentara una estructura de negocios similar a Tricot, para de esta forma determinar de una forma más precisa el valor de la empresa mediante los ratios.

Finalmente, a través del método de valorización por múltiplos, se ha obtenido un precio de \$477, el que difiere en un 20% con el precio real transado al 31.03.2021, debido a su menor nivel de EBITDA respecto a las empresas comparables, el que también se ha visto afectado por la pandemia COVID-19.

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) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor 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* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu et al., 2019; Pinto et al., 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 y 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 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; Maqueira y Espinosa, 2019; Papelu 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 (Maqueira y 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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu 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 y 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 y 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, además 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

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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y 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, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y 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 y 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 divididas 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* y 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 Y LA INDUSTRIA

2.1 Descripción de la empresa

2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

Los orígenes de las tiendas Tricot se remontan en el año 1952 al área de ventas de la fábrica Textiles Pollak Hermanos, la cual se especializaba en la elaboración de lanas y textiles que comercializaba fundamentalmente a nivel mayorista. Tras el cambio de propiedad y reestructuración societaria, materializado en 2004, se profesionalizó la administración y se efectuó una reorganización comercial destinada a aumentar la comercialización de productos importados, reforzar el programa de marketing, racionalizar el nivel de inventarios y fortalecer la administración del negocio financiero. (Tricot, 2021c)

En el año 2012, se crea la nueva matriz llamada “Tricot”, se divide Tricot S.A., para crear Tricot Financiero S.A., con la finalidad de separar el negocio de retail, con el financiero, los cuales son los dos principales negocios que actualmente opera:

Retail

Corresponde a la comercialización de artículos al detalle a través de 2 marcas: Tricot y Tricot Connect. Tricot a través de su cadena de tiendas y de Tricot.cl se especializa en la venta de vestuario, calzado y accesorios. Tricot Connect se especializa en la venta de electrónica menor. Sus principales competidores son: Falabella, Ripley, Paris, Hites, La Polar, Corona, Fashion’s Park, Family shop y H&M, como también otros actores como las cadenas de supermercados como Líder, Jumbo, Unimarc y Cadenas Regionales, por incorporar en su oferta de productos, vestuario y calzado a precios bajos.

Financiero

Actividad complementaria al negocio comercial, en donde la marca Tarjeta Tricot, gestionada a través de su subsidiaria Tricard S.A., facilita las compras en las tiendas,

otorga avances en efectivo y permite compras en comercios asociados con la tarjeta Tricot Visa.(Tricot, 2021a)

En agosto del año 2017, la Compañía inició la transacción de sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, como también, inició sus operaciones a través del canal online. La apertura en la bolsa (11 de agosto de 2017) fue por un total de 120.415.865 acciones que correspondían al 28% de la empresa. El precio de colocación fue de \$760 alcanzando un monto total de transacción de USD 141 millones. El objetivo de esta colocación era obtener financiamiento para un plan de crecimiento del negocio retail mediante la apertura de 29 tiendas para el 2021 (30% de lo recaudado), además de aumentar a 508.000 las tarjetas invirtiendo el 70% restante para el negocio financiero. (Emol, 2017)

Durante al año 2020, las ventas por canal *e-commerce* aumentaron en un 180%, pasando a representar un 4,9% de las ventas de la empresa, en relación al 1,3% que representaba en el año 2019. Lo anterior, representa un gran desafío para la empresa. Cabe destacar que la empresa en 2019 dio inicio al proyecto de automatización del Centro de Distribución y del WMS (software de gestión de inventarios), el cual se esperaba estar operativo en 2020, además del crecimiento en ventas *e-commerce* en un 42,4% respecto al 2018, por lo que la empresa ya poseía infraestructura para el aumento en ventas por el canal digital en 2020. Por último, inició el aumento de capacidad del centro de distribución exclusivo para el canal digital durante ese año.(Tricot, 2021)

En la Tabla N°1 se muestra un resumen de los principales antecedentes de Tricot S.A.

Tabla N°1: Antecedentes de Tricot

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	TRICOT
Clase de acción	El capital de la Sociedad al 31 de marzo de 2021, está dividido en 435.238.068 acciones nominativas de igual valor y sin valor nominal, de las cuales 428.709.497 acciones se encuentran íntegramente suscritas y pagadas.
Derechos de cada clase	Nominativas de igual valor
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	<p>Empresas Tricot participa principalmente en dos negocios. El primero es la comercialización de artículos al detalle a través de 2 marcas: Tricot y Tricot Connect. Tricot a través de su cadena de tiendas y de Tricot.cl se especializa en la venta de vestuario, calzado y accesorios. En cambio, Tricot Connect se especializa en la venta de electrónica menor.</p> <p>El segundo corresponde al ámbito financiero, actividad complementaria al negocio comercial, en donde la marca Tarjeta Tricot, gestionada a través de su subsidiaria Tricard S.A., facilita las compras en las tiendas, otorga avances en efectivo y permite compras en comercios asociados con la tarjeta Tricot Visa.</p>
Rubros y países donde opera	Empresa de retail con segmento objetivo de mujeres que buscan prendas a precios promocionales. Actualmente, al 31 de marzo de 2021, opera solo en Chile con 100 tiendas en el territorio.

Fuente: Memoria Anual 2020

A marzo 2021, la distribución de los ingresos y del EBITDA de Empresas Tricot se puede ver en la Tabla N°2.

Tabla N°2: Ingresos y EBITDA de marzo 2021

Países y rubros donde opera para marzo 2021	Ingresos (en M UF)	%	EBITDA (en M UF)	%
Chile:				
Retail	813	75%	39	27%
Negocio Financiero	277	25%	102	73%
Total	1.090	100%	141	100%

Fuente: Estados Financieros primer trimestre 2021 Empresas Tricot

Se observa en la Tabla N°2, que la Compañía opera sólo en Chile, a través de los negocios de Retail y Financiero, los que representan un 75% y 25% de los ingresos, respectivamente, mientras que el EBITDA representa un 27% y 73%, respectivamente. Por su parte, si observamos la participación de los negocios de retail y financiero en los ingresos y EBITDA de la Compañía a diciembre 2020, en la Tabla N°3 observamos lo siguiente:

Tabla N°3: Ingresos y EBITDA de diciembre 2020

Países y rubros donde opera para diciembre 2020	Ingresos (MUF)	%	EBITDA (MUF)	%
Chile				
Retail	3.431	70,24%	124	18,62%
Negocio Financiero	1.454	29,76%	401	60,25%
<i>Ajustes por consolidación</i>	-	0,00%	141	21,12%
Total	4.885	100,00%	665	100,00%

Fuente: Estados Financieros 2020 Empresas Tricot

En este periodo, existe un ajuste por consolidación de MUF 141, el que es parte de la composición del EBITDA, alcanzando un total de MUF 665 a diciembre de 2020.

Para ambos periodos, si bien el negocio de retail es quien aporta en mayor significancia en sus ingresos, es el negocio financiero el que participa en mayor cuantía en su EBITDA, por lo que dicho negocio es el que da mayor margen a Tricot.

2.1.2. Principales accionistas

En la Tabla N°4 se presentan los 12 mayores accionistas al 31 de marzo de 2021:

Tabla N°4. Principales 12 Accionistas al 31 de marzo de 2021

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
INVERSIONES RETAIL CHILE S.A.	308.293.488	308.293.488	71,91%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSIÓN	25.614.000	25.614.000	5,97%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	20.977.340	20.977.340	4,89%
TOESCA SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	18.372.500	18.372.500	4,29%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSIÓN	13.453.598	13.453.598	3,14%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIE	9.856.001	9.856.001	2,30%
BCI SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	9.026.850	9.026.850	2,11%
BANCHILE ADM GENERAL DE FONDOS S A	5.629.687	5.629.687	1,31%
FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	4.044.887	4.044.887	0,94%
BTG PACTUAL CHILE S A C DE B	3.501.203	3.501.203	0,82%
MONEDA SMALL CAP LATINOAMERICANO F.I.	1.922.258	1.922.258	0,45%
FM TOESCA CHILE EQUITIES	1.177.354	1.177.354	0,27%

Fuente: CMF Chile

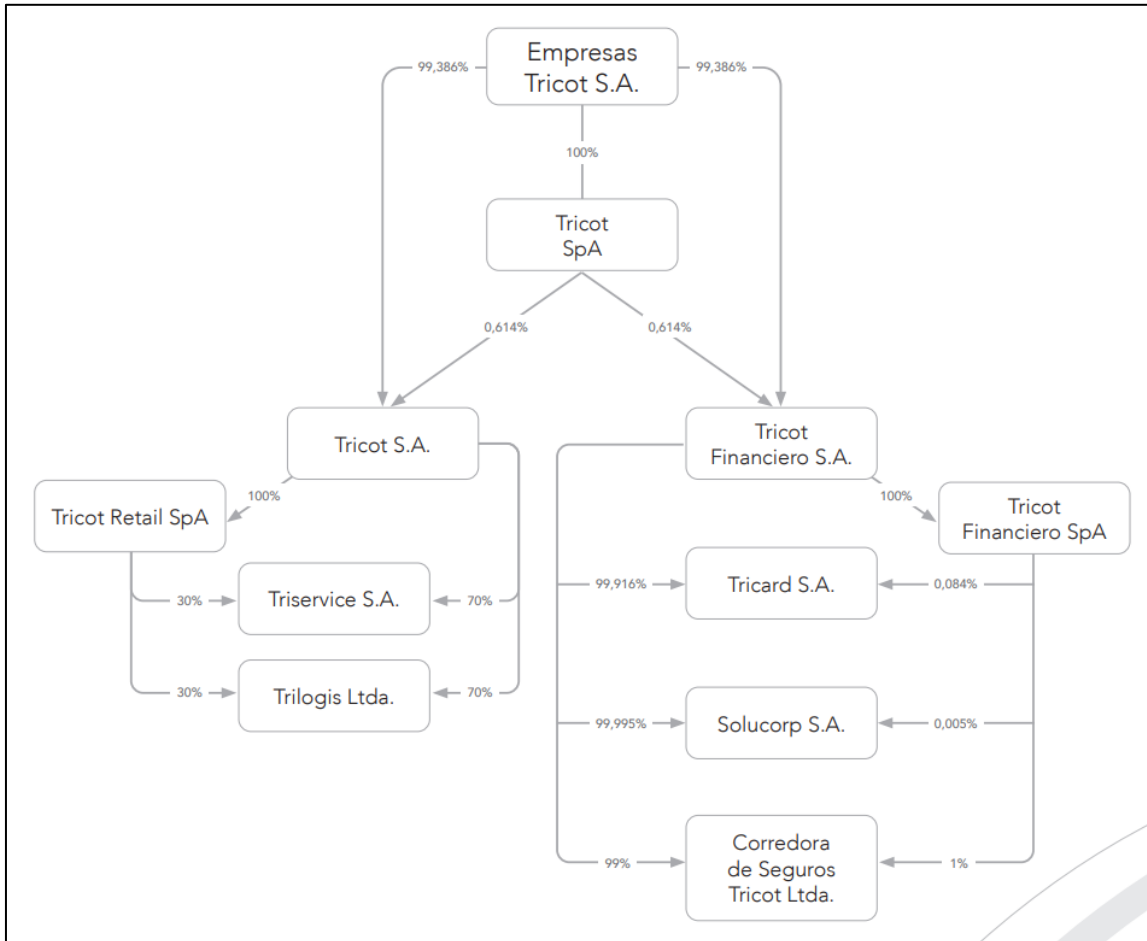
El 71,91% de la propiedad pertenece a Inversiones Retail Chile S.A., empresa que, según la información disponible al 31 de diciembre de 2020, las principales personas naturales que directa o indirectamente son socios de los accionistas Inversiones Retail S.A., son: Andrés Pollak Ben-David (17,3%), Eduardo Pollak Ben-David (16,5%), Henry Pollak Ben-David (15,9%) y Dalia Pollak Ben-David (12,6%).(Tricot, 2021c).

Cabe señalar que, en el mes de abril de 2014, falleció Eduardo Pollak (La Tercera, 2021), presidente del Directorio y líder de la Compañía, y por sesión extraordinaria de fecha 14 de mayo de 2021 se determina nombrar en su reemplazo a Carolina Lanis Pollak, como también, nombrar presidente del Directorio a Andrés Pollak Ben-David Muchnick y a Salomón Minzer Muchnick como vicepresidente.

2.1.3 Filiales

La estructura corporativa de Tricot se puede observar en la Figura N°1.

Figura N°1: Estructura Corporativa de Tricot



Fuente: Memoria anual 2020

El objeto social de las sociedades que tienen participación directa es la siguiente (Tricot, 2021c):

- Tricot SpA (100%): a) Efectuar toda clase de inversiones en bienes corporales, incorporales, muebles o inmuebles, ya sea en Chile o en el extranjero; b) La participación en toda clase de proyectos de inversión, sociedades, comunidades o asociaciones; c) En general, la celebración de cualquier acto o contrato y el desarrollo de cualquier actividad relacionada directa o indirectamente con los objetivos anteriores y realizar todas las actividades conexas o conducentes a los rubros señalados

- Tricot S.A. (99,39%): Elaboración, compra, venta, distribución, por cuenta propia o ajena, importación y exportación, incluyendo la manufactura y fabricación de toda clase de mercaderías del ramo textil, incluyendo la confección de prendas de vestir de cualquier tipo. Queda también comprendido dentro del objeto, el comercio de gran tienda, en el ramo menaje, artefactos para el hogar, línea blanca, electrodomésticos y aparatos electrónicos de todo tipo y la participación en sociedades, y/o su constitución, cuyo objeto comprenda dichos rubros.

- Tricot Financiero S.A. (99,39%): Realizar por cuenta propia y de terceros las siguientes actividades: a) La realización de todo tipo de inversiones en toda clase de bienes corporales o incorporales, muebles o inmuebles o valores, inclusive derechos y participaciones en otras sociedades de personas o de capital, administrar dichas inversiones, con el objeto de percibir sus rentas, y, b) En general, la celebración de cualquier acto o contrato, y el desarrollo de cualquier actividad relacionada directa o indirectamente con los objetivos anteriores.

Mientras que, las empresas que mantienen una participación indirecta son: Tricot Retail SpA, Trisevice S.A., Tricot Financiero SpA, Tricard S.A., Solucorp S.A., Corredora de Seguros Tricot Ltda, Trilogis Servicios Logísticos Ltda.

2.1.4. Estallido Social y Pandemia Covid-19

Según lo indicado en sesión ordinaria de accionistas (Tricot, 2021f), el nuevo presidente del directorio de Tricot, expresó que, sumado a las dificultades y daño como consecuencia del estallido social y la pandemia, ha provocado graves problemas económicos adicionales. Sin embargo, a pesar de esto, la empresa ha hecho un esfuerzo privilegiando mantener a todo el personal con sus remuneraciones y no acogerse a la Ley de Protección del Empleo.

Asimismo, el Gerente General expresó que, debido a lo anterior, se re direccionaron las directrices de la administración, siendo el principal foco la salud de sus colaboradores y clientes; maximizar la continuidad operacional; mejorar aceleradamente la plataforma de servicios no presenciales, mantener la calidad de activos y nivel de liquidez; obtener una estructura de gastos acorde con la nueva realidad operacional.

Durante el estallido social fueron saqueadas dos tiendas. Además, las tiendas permanecieron abiertas un 69% del año 2020, las ventas *e-commerce* crecieron un 180% (a marzo 2021 un 602,5% respecto a marzo 2020), representando un 4,9% de las ventas totales (a marzo 2021 un 6,7% respecto a marzo 2020 que representaba un 0,9%). En relación al negocio financiero, en específico a la tarjeta Tricard Visa, tuvo un crecimiento de 161% de los pagos online, representando el 31% de la recaudación y, la caja en la cartera de un 44,4% afectada principalmente por la restricción de las políticas de liquidez.

Finalmente, el plan de inversión del ejercicio 2021, tiene considerada la apertura de nuevas sucursales y remodelaciones, sin indicar monto. Lo anterior, considerando que durante el año 2020 abrieron 3 nuevas tiendas (en 2019 abrieron 9 tiendas).

2.2 DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

2.2.1 Estado Actual

Como se mencionó anteriormente, la empresa presenta negocios en dos segmentos que se han visto afectados por la pandemia de COVID-19. En efecto, los mercados financieros no han quedado al margen de esta pandemia, y se ha visto como las restricciones han afectado tanto la demanda como la oferta de bienes y servicios debido a que existe un menor flujos de comercio del país con el exterior, dificultad en el acceso al financiamiento externo para los gobiernos y grandes empresas y deterioro en las expectativas de las de crecimiento lo que afecta directamente a la inversión y el consumo.

Según la información entregada por Euromonitor (ver figura 2), el retail cayó a un volumen de ventas de MM\$ 856 mil debido al confinamiento.

Figura N°2: Ventas de Retailers en Chile (en millones de pesos)



Fuente: Euromonitor 2021

En Chile, se produjo una caída del PIB en 2020 de 5,8% según el Banco Central (durante la crisis subprime se produjo una recesión de un 1,5%). En particular, los segmentos de negocios de Tricot se vieron afectados como sigue:

- Retail: Este tipo de industrias es altamente sensible a los ciclos económicos por lo que, durante el 2020, el segmento de retail presentó una caída de un 3,8% por las restricciones sanitarias impuestas por la autoridad (a nivel global fue de 1,5%). Este decrecimiento se logró amortiguar gracias a inyecciones de liquidez como el retiro del 10% de las AFPs, y las flexibilizaciones que se tomaron en torno a las medidas sanitarias, principalmente el desconfinamiento. Según la Cámara de Comercio de Santiago, el retail chileno en el último trimestre de 2020 presentó un alza de un 18% en las ventas, siendo el mayor a nivel global.

Las empresas de este segmento han estado realizando fuertes inversiones en el *e-commerce*, habilitando medios digitales para la compra y estableciendo alianzas estratégicas con empresas de *delivery* para la entrega de estos productos a los clientes. Se estima que un 20% del comercio que no presentaba venta online terminó cerrando.

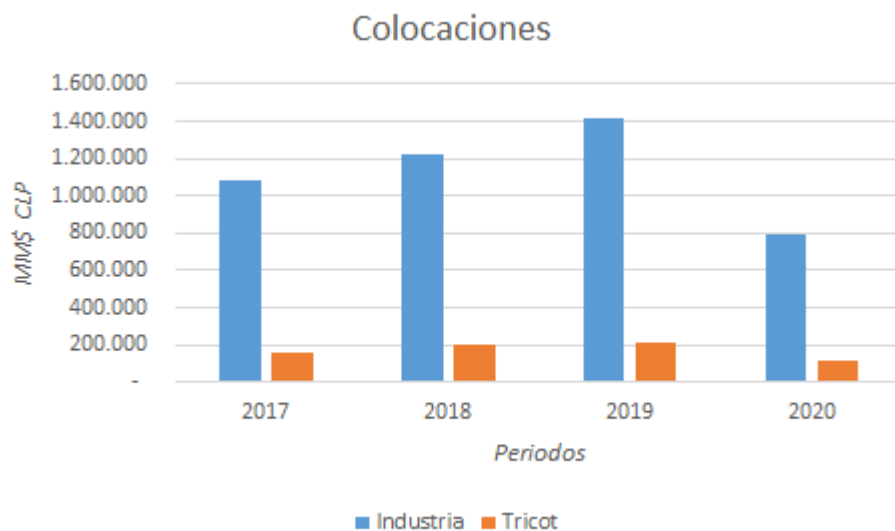
Según estudios de la Cámara Nacional de Comercio (Emol, 2021), en el 2020 el *e-commerce* creció un 200% y se espera un aumento del 24% para 2021, donde además se estima llegará a representar el 30% de todas las ventas al por menor en el 2030. Si bien la venta a través de *e-commerce* aumentará su cuota de mercado en los próximos años, el canal tradicional y la venta física seguirán representando dos tercios de las ventas. Este porcentaje puede variar en función de la categoría, alcanzando hasta el 50% entre la venta online y la offline.

En el primer trimestre del 2021, las ventas online del retail aumentaron en un 196% según la Cámara Nacional de Comercio (CNC). El vestuario presentó un crecimiento de un 170% en el mismo periodo. Cabe destacar de todas formas que las bases de comparación son bajas debido a más restricciones durante el

2020. En 2019 el 3% de las ventas se realizaban de forma online, mientras que para el primer trimestre de 2021 fue de 22%.

- Financiero: El sistema financiero mostró un incremento importante en los índices de riesgo y morosidad principalmente en la cartera comercial y de consumo por la menor actividad y deterioro en calidad crediticia de las personas y empresas. A pesar de esto, las medidas tomadas como los retiros de las pensiones lograron mitigar este riesgo crediticio logrando a fin de 2020 alcanzar un menor nivel de morosidad lo que permitió liberar provisiones. El área financiera de las casas comerciales logró en Chile contener la morosidad gracias a estos retiros. Cabe destacar que de todas formas se sigue revisando el comportamiento crediticio en vistas de los refinanciamientos y cuotas postergadas (Ver Gráfico N° 1).

Gráfico N°1: Colocaciones Industria y Tricot del 2017 al 2020



Fuente: CMF Chile

Como se puede observar en el Gráfico N°1, las colocaciones de Tricot representan en torno al 14% en el año 2020 versus el 15% en el año 2017, sin considerar en el año 2018 y 2017 las colocaciones de las tarjetas Presto S.A. y CMR Falabella. Además, se puede observar que las colocaciones de la industria al año 2020 tuvieron una caída de un 44%, asociado a la pandemia.

Hubo un crecimiento de las colocaciones totales de un 2,2% respecto al año anterior que se relaciona principalmente con los créditos Fogape (en los que Tricot no participa). En el segmento de cartera de consumo presentó una caída de un 13,8% por mayor desempleo, baja en actividad del comercio por restricciones que se tradujo en una contracción del consumo de los hogares. Se espera que para 2021 los créditos de consumo tengan una recuperación más lenta y que vaya de la mano con las aperturas de tiendas y mayor crecimiento económico que reactive el empleo.

2.2.2. Regulación y fiscalización

Tricot se encuentra sometida al cumplimiento de las siguientes disposiciones legales (Tricot, 2021c):

- Ley N°18.045 sobre Mercado de Valores.
- Ley N°18.046 sobre Sociedades Anónimas.
- Ley N°18.010 que establece normas para las operaciones de crédito de dinero.
- Ley N°19.496 sobre Protección de los Derechos de los Consumidores.
- Ley N°19.628 sobre Protección de la Vida Privada.
- Ley N°19.913 que crea la Unidad de Análisis Financiero y modifica diversas disposiciones en materia de lavado y blanqueo de activos.
- Ley N°20.393 que establece la responsabilidad penal de las personas jurídicas en los delitos de lavado de activos, financiamiento del terrorismo y delitos de cohecho y sus modificaciones posteriores.
- Ley N°20.575 sobre el Principio de Finalidad en el Tratamiento de Datos Personales.
- Ley N° 21234 que limita la responsabilidad de los titulares o usuarios de tarjetas de pago, en caso de extravío, robo, hurto, fraude.
- Ley N° 21236 que regula la portabilidad financiera
- Decreto Ley N°211 sobre Promoción y defensa de la Libre Competencia.
- Capítulo III.J.1 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile, para Emisores y Operadores de Tarjetas de Crédito.
- Circular N° 1 y N° 2 emitida por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), actual Comisión para el Mercado Financiero (CMF) para Emisores y Operadores de Tarjetas de Crédito de la CMF.
- Norma de Carácter General N° 30 de la CMF que establece normas de inscripción de emisores y valores de oferta pública en el registro de valores; su difusión, colocación y obligaciones de información consiguientes.
- Circular N° 49 de la Unidad de Análisis Financiero (UAF) que da instrucciones de carácter general impartidas por la UAF a los sujetos obligados de informar.

2.2.3. Empresas comparables

Hemos identificado las siguientes empresas comparables del segmento retail para Tricot, cuya información se presenta en las Tablas N° 5,6 y 7. Cabe señalar que para el cálculo de las ventas y EBITDA de las empresas a comparar se tomaron en cuenta sólo las relacionadas al retail y el segmento financiero.

Tabla N°5. Antecedentes de Empresas Hites S.A.

Tipo de información	Descripción												
Ticker o Nomenclatura	HITES												
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile												
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Empresas Hites S.A. es una empresa chilena del sector retail, la cual es dueña y administra una red de tiendas y tiendas de departamento en el territorio nacional. Los productos ofrecidos por la compañía incluyen vestimenta de mujeres, hombres y niños, juguetes, computadores y electrónica, muebles, accesorios entre otros. Es dueña de subsidiarias como Comercializadora S.A., Inversiones y Tarjetas S.A., Administradora Plaza S.A., Comisiones y Cobranzas S.A. y Gestión de Créditos Puente S.A.												
Rubros y países donde opera	<p>Empresa de Retail que opera en tiendas localizadas en Santiago como en otras ciudades incluyendo Maipú, Rancagua, Copiapó, La Serena, Osorno, Puente Alto y Temuco entre otros.</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Segmento (En MUF)</th> <th>Ventas</th> <th>Ebitda</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Retail</td> <td>7.206</td> <td>420</td> </tr> <tr> <td>Financiero</td> <td>2.811</td> <td>96</td> </tr> <tr> <td>Total</td> <td>10.017</td> <td>515</td> </tr> </tbody> </table>	Segmento (En MUF)	Ventas	Ebitda	Retail	7.206	420	Financiero	2.811	96	Total	10.017	515
Segmento (En MUF)	Ventas	Ebitda											
Retail	7.206	420											
Financiero	2.811	96											
Total	10.017	515											
Clasificación de Riesgo	BBB (Humphreys), BBB+ (Feller Rate)												

Fuente: Eikon

Tabla N°6. Antecedentes de La Polar S.A.

Tipo de información	Descripción												
Ticker o Nemotécnico	NUEVAPOLAR												
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile												
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	La Polar S.A. es una de las mayores compañías del sector retail en Chile. El principal negocio de La Polar es la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de tiendas por departamento, acompañado por un negocio financiero a través del crédito directo a sus clientes a través de la Tarjeta La Polar. Actualmente administra 38 tiendas por departamento en Chile.												
Rubros y países donde opera	<p>Opera en Chile en el segmento de retail y negocio financiero.</p> <table border="1" data-bbox="846 919 1425 1066"> <thead> <tr> <th data-bbox="846 919 1078 953">Segmento (En MUF)</th> <th data-bbox="1078 919 1273 953">Ventas</th> <th data-bbox="1273 919 1425 953">Ebitda</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td data-bbox="846 953 1078 989">Retail</td> <td data-bbox="1078 953 1273 989">9.091</td> <td data-bbox="1273 953 1425 989">160</td> </tr> <tr> <td data-bbox="846 989 1078 1024">Financiero</td> <td data-bbox="1078 989 1273 1024">2.000</td> <td data-bbox="1273 989 1425 1024">444</td> </tr> <tr> <td data-bbox="846 1024 1078 1066">Total</td> <td data-bbox="1078 1024 1273 1066">11.091</td> <td data-bbox="1273 1024 1425 1066">604</td> </tr> </tbody> </table>	Segmento (En MUF)	Ventas	Ebitda	Retail	9.091	160	Financiero	2.000	444	Total	11.091	604
Segmento (En MUF)	Ventas	Ebitda											
Retail	9.091	160											
Financiero	2.000	444											
Total	11.091	604											
Clasificación de Riesgo	C(ICR), C(Humphreys)												

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

Tabla N°7. Antecedentes de Forus S.A.

Tipo de información	Descripción												
Ticker o Nemotécnico	FORUS S.A.												
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile												
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Es una empresa chilena con 36 años en el mercado que fabrica, diseña, comercializa y distribuye productos de reconocidas marcas nacionales e internacionales, de calzado, ropa y accesorios tales como Hush Puppies, Cat, Merrel, Coumnia, entre otros, a través de sus propios canales de Retail, como también a través de canales mayoristas.												
Rubros y países donde opera	<p>Con 502 tiendas distribuidas en Latinoamérica, tiene presencia en Chile, Colombia, Perú y Uruguay, con un portafolio de 32 marcas y 19 diferentes conceptos de tiendas. Opera en segmento retail</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Segmento (En MUF)</th> <th>Ventas</th> <th>Ebitda</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Retail</td> <td>6.345</td> <td>852</td> </tr> <tr> <td>Financiero</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Total</td> <td>6.345</td> <td>852</td> </tr> </tbody> </table>	Segmento (En MUF)	Ventas	Ebitda	Retail	6.345	852	Financiero	-	-	Total	6.345	852
Segmento (En MUF)	Ventas	Ebitda											
Retail	6.345	852											
Financiero	-	-											
Total	6.345	852											
Clasificación de Riesgo	A+ (Fitch), A+(ICR)												

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

3. POTENCIALES RIESGOS

A continuación, se presentan los potenciales riesgos a los cuales está expuesto Tricot (Tricot, 2021e).

3.1 Riesgos Financieros.

3.1.1. Riesgos de Mercado

Los servicios que presta la compañía, están relacionados con el nivel de consumo agregado de las personas, por lo que las condiciones de la economía afectan las decisiones de los consumidores. Por lo anterior, los siguientes riesgos son relevantes:

3.1.1.1 Riesgo de Tipo de Cambio

La Compañía está expuesta a través de la exposición neta de activos y pasivos en monedas extranjeras, las que se originan principalmente en las cuentas comerciales pagaderas en moneda extranjera.

Un porcentaje importante de los productos adquiridos para la venta son importados, lo que genera una exposición a la variación entre la moneda local y extranjera, la que corresponde principalmente al dólar. Al 31 de marzo de 2021, la Compañía mantiene una deuda de comercio exterior de MM\$17.865.

Con la finalidad de mitigar dicho riesgo, la Compañía cubre una parte de estos pasivos en moneda extranjera con activos en la misma moneda y/o contrata derivados, por lo que es política de la Compañía mantener cubierto el 50% de las partidas de importación de la temporada siguiente.

3.1.1.2 Riesgo de Tasa de Interés

El principal riesgo proviene de las fuentes de financiamiento que se encuentran con tasa de interés variable y que ante fluctuaciones importantes podrían incrementar los gastos financieros.

3.1.1.3 Riesgo de Inflación

Una parte de los activos y pasivos de la Compañía está denominada en UF, por lo tanto, existe un riesgo ante un eventual aumento de la inflación pronosticada. Al 31.03.2021, un 4,9% de la deuda financiera se encuentra expuesta en UF.

3.1.2 Riesgos de Liquidez

Corresponde a un permanente riesgo, por lo que, para minimizarlos, la empresa toma las siguientes medidas:

- Mantener adecuados niveles de disponible en función a sus compromisos.
- Financiamiento de las inversiones con deuda relacionada con la madurez de dichas inversiones, en moneda local y cuotas fijas.
- Plan de pagos a proveedores nacionales y negociación de las importaciones que permiten calzar pagos con recuperos de las ventas.

3.1.3 Riesgo de Crédito asociado a la cuenta por cobrar de clientes

Se encuentra presente a través de la composición de su cartera de cuentas por cobrar propias de la explotación del negocio de emisión de Tarjetas de Crédito.

3.2 Riesgos Regulatorios

3.2.1. Riesgo Legal

Dentro del riesgo legal, se consideran los siguientes proyectos de Ley:

- Proyecto de Ley de Protección de datos personales.
- Proyecto de Ley que modifica la Ley 19.628 en materia de registro de deudores.
- Proyecto de Ley de reducción de jornada laboral.
- Ley 21.227, Ley de Protección al empleo y su modificación Ley 21.320.

3.2.2. Riesgo de Seguridad de la Información

El objetivo principal es entregar una razonable garantía de que los activos de información se encuentren disponibles, íntegros y confidenciales, con la finalidad de que el negocio cumpla con sus objetivos de rentabilidad, imagen, normativos, legales, entre otros.

3.3 Riesgo de Continuidad Operacional

En razón a que la empresa está expuesta a distintos riesgos asociados a eventos de fuerza mayor que escapan a su control y que pueden afectar su continuidad operacional, como estallidos sociales, pandemia o eventos de la naturaleza como terremotos, entre otros.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL

4.1 Deuda financiera

El detalle de la deuda financiera de Empresas Tricot para los años 2017-2020 y el primer trimestre del 2021 se muestra en la Tabla N°8:

Tabla N°8: Deuda Financiera Tricot

En M UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Total corriente	199	154	518	544	529
<i>Préstamos bancarios</i>	193	148	188	265	246
<i>Arrendamiento financiero</i>	6	6	330	279	283
Total no corriente	119	362	2.663	2.368	2.251
<i>Préstamos bancarios</i>	50	299	388	287	221
<i>Arrendamiento financiero</i>	70	64	2.276	2.081	2.030
Total	319	516	3.181	2.912	2.780

Fuente: Estados financieros del 2017 al primer trimestre 2021

En la Tabla N°8 se observa que la deuda financiera de la Compañía se compone de préstamos bancarios y arrendamiento financiero, siendo este último la mayor fuente de financiamiento tanto en el corto plazo, como también en el largo plazo, representando a marzo 2021, un 83% del total de la deuda financiera de la Compañía. La empresa no presenta emisiones de bonos.

Cabe señalar que, para la determinación de la deuda financiera de Empresas Tricot, no se consideraron las cartas de crédito, como tampoco las coberturas, por ser consideradas operacionales.

A continuación, se presenta el detalle de la composición de la deuda financiera:

- Préstamos bancarios:

A marzo 2021, observamos en la Tabla N°9 que los préstamos bancarios corrientes (53%) y no corrientes (47%), corresponden a créditos en pesos chilenos que mantiene

Tricot S.A., con diferentes instituciones financieras como BCI, Banco de Chile, Internacional, Scotiabank Itaú y BTG Pactual, mostrando una diversidad de acreedores y tasas relativamente estables, con vencimientos entre el año 2022 y 2024, y una tasa nominal promedio de 5,4%. Se observa como la deuda bancaria aumenta desde 2017 hasta 2020 debido a mayores préstamos.

Tabla N°9: Préstamos Bancarios al 31.03.2021

Banco	Vencimiento	Moneda	Tasa Efectiva	Total corriente MUF	Total no corriente MUF	Total MUF
BCI	13-02-23	CLP	5,40%	26	25	52
Banco de Chile	03-08-22	CLP	4,76%	45	19	64
Banco Internacional	04-01-23	CLP	5,64%	44	39	83
Itau	13-02-23	CLP	5,52%	18	17	35
Scotiabank	13-09-22	CLP	4,56%	22	12	34
Itau	04-11-22	CLP	5,52%	36	25	61
Itau	20-03-24	CLP	5,88%	21	45	66
BTG Pactual	29-05-23	CLP	5,77%	34	40	74
Total Préstamos				246	221	468

Fuente: Estados financieros primer trimestre 2021

- Arrendamiento financiero:

A marzo 2021, podemos observar que el arrendamiento financiero de Tricot se distribuye en lo siguiente:

Arrendamiento Financiero: el cual es parte de la cuenta “otros pasivos financieros” y que representa dos leaseings con la Compañía Ohio National Seguros de Vida S.A., con fecha de vencimiento 2027 y en UF, el cual representa un 2,4% del total de la deuda financiera a marzo 2021 (ver Tabla N°8).

Obligaciones por contratos de arrendamiento: Corresponde a pasivos por obligaciones por contrato de arrendamiento registrados bajo NIIF 16, los que se ven registrados desde los estados financieros del 31.12.2019 y a marzo 2021 representa un 97,6% del total de la deuda financiera.

4.2 Patrimonio Económico

En la Tabla N°10 se presenta el patrimonio económico de Tricot para los años 2017-2020 y el primer trimestre del 2021.

Tabla N°10: Patrimonio Económico Tricot

En UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Número de acciones	428.709.497	428.709.49	428.709.497	428.709.49	428.709.497
Precio de la acción	0,030	0,034	0,018	0,015	0,020
Total	12.586.441	14.364.475	7.411.859	6.425.408	8.574.767

Fuente: Estados financieros y Memoria de Tricot

En la Tabla N°10 se puede observar que el patrimonio económico tuvo una caída importante en el año 2019 de un 48%, debido al impacto que tuvo en las empresas de retail el estallido social que comenzó en octubre del año 2019, y que significó el cierre de dos tiendas, disminución de ingresos en el cuarto trimestre que afectó al cierre anual (periodo de navidad), aumento en la morosidad de la cartera por aumento en la tasa de desempleo, entre otros. Lo anterior, se ve reflejado en la caída de la utilidad del ejercicio en \$6.059 millones, en relación al año anterior (Tricot, 2021b)

Luego, sobre un escenario difícil señalado anteriormente, en el año 2020 observamos que cayó aún más el precio de la acción, en un 11%, debido al impacto que generó la pandemia por COVID-19, en específico a la incertidumbre que esto ha generado en el mercado, ya que no es posible predecir cuándo terminará la pandemia. Esta incertidumbre se debe a que se han modificado los hábitos de compra de los clientes, los que se han enfocado en el *e-commerce*.

En el Gráfico N°2 observamos el comportamiento del precio de la acción de Tricot en relación al IGPA.

Gráfico N°2 Precio de Acción de Tricot e IGPA



Fuente: Eikon

Como se puede apreciar en el Gráfico N° 2, el precio de la acción de Tricot tiene un comportamiento muy similar al mercado con una clara tendencia de seguimiento. Destacamos que en primer lugar la abrupta caída que se observa desde octubre de 2019 hasta el 27 de marzo de 2020 tiene directa relación con el estallido social del 18 de octubre donde la empresa sufrió el siniestro de dos locales, de los cuales uno fue total correspondiente al de Valparaíso, además de otras tiendas saqueadas (Tricot, 2020b).

Posteriormente, en enero de 2020 surge la pandemia por Covid-19 a nivel global, mientras que a Chile llega en marzo de 2020, lo cual para Empresas Tricot implicó el cierre de más del 40% de las sucursales por disposiciones de la autoridad juntamente con la disminución del flujo de compradores que indudablemente provocaron una caída sustancial en las ventas del segmento retail. Asimismo, la necesidad de disminuir las colocaciones de créditos por consideraciones de riesgo del mercado objetivo afectó la rentabilidad del segmento financiero y de la empresa. Tomando en cuenta que la compañía está diseñada para un nivel superior de actividad, su estructura de gasto generó ineficiencias respecto a los ingresos, lo que afectó negativamente el resultado del período. Esta evolución negativa se vio adicionalmente afectada por la devaluación del peso chileno en aproximadamente un 20% en 1T20 respecto a 1T19 (Tricot, 2020b).

La posterior recuperación que se observa desde marzo 2020 hasta marzo 2021 se debe principalmente a la reactivación que ha tenido la economía, explicado por los retiros del 10% de las AFP, adelanto de rentas vitalicias y el IFE o ayudas del gobierno, que han impulsado el consumo en el retail y pago de deudas. Esto provocó que existiera una recuperación de la acción que se encontraba sobre castigada producto de los eventos mencionados anteriormente (El Mercurio Inversiones, 2021)

4.3 Valor Económico

En la Tabla N°11 se presenta el valor económico de Tricot para los años 2017-2020 y el primer trimestre del 2021:

Tabla N°11: Valor Económico Tricot

En UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Valor deuda financiera (B)	318.878	516.449	3.180.664	2.912.084	2.780.159
Patrimonio económico (P)	12.586.441	14.364.475	7.411.859	6.425.408	8.574.767
Valor económico (V)	12.905.319	14.880.924	10.592.524	9.337.491	11.354.927

Fuente: Estados financieros Tricot

Como se observa en la Tabla N°11, el valor económico de la Compañía tuvo una importante caída desde el año 2019, la que alcanzó un 48,4%, la que al año 2020 vuelve a bajar un 13,3%, hechos relacionados al estallido social y pandemia COVID-19, respectivamente. No obstante, observamos al primer trimestre del año 2021 un repunte de un 33,5% de su valor económico, en razón a un mayor patrimonio económico en dicho periodo, por un aumento en el precio de la acción de la compañía.

4.4 Estructura de Capital Histórica y Objetivo

La estructura de capital desde el año 2017 hasta marzo 2021 junto con su estructura capital objetivo que hemos definido, se presenta en la Tabla N°12.

Tabla N°12: Estructura de Capital histórica y objetivo

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21	E.C. Histórica Promedio 2017- T1 2021	E.C. Histórica Promedio 2019-T1 2021	E.C. Objetivo Promedio 2019-T1 2021
B/V	2,47%	3,47%	30,03%	31,19%	0,32%	13,50%	20,51%	30,03%
P/V	97,53%	96,53%	69,97%	68,81%	99,68%	86,50%	79,49%	69,97%
B/P	2,53%	3,60%	42,91%	45,32%	32,42%	25,36%	40,22%	42,91%

Fuente: Elaboración propia en base a las Tabla N° 11

Como podemos observar en la Tabla N°12, en los años 2017 y 2018, tenemos una estructura más baja, en razón a que en el año 2019 se aplica la NIIF 16 en la información financiera. No obstante, lo anterior, se considera como estructura de capital objetivo el año 2019, ya que consideramos que es un año representativo de lo que la Compañía quería mantener a lo largo del tiempo, lo cual corresponde también al último periodo que no se vería afectado por las contingencias que impactan al año 2020 en adelante, aunque si bien, en el año 2019 se vivió el estallido social, este fue en el último trimestre de dicho año.

Cabe señalar que, Tricot mantiene una estructura de capital con bajos niveles de deuda, debido a que la Compañía no experimenta niveles de inversión importantes en vista que el 93% de sus sucursales son arrendadas (Tricot, 2021c), por lo que no ha sido necesario recurrir a fuentes externas de financiamiento, sino más bien con su propio patrimonio.

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

5.1. Costo de la Deuda

Tricot no posee emisiones de bonos, por lo que se procedió a tomar el promedio de las tasas de interés de los pasivos financieros (préstamos bancarios) con los vencimientos más distantes indicados en el estado de situación financiera de marzo de 2021. Estos corresponden a los préstamos con vencimiento el 29 de mayo de 2023 (5,77%) y 20 de marzo de 2024 (5,88%) que se pueden ver en la Tabla N°13, lo que nos da un promedio de 5,83%. Teniendo en cuenta que la valoración se está realizando con datos en UF, procedemos a transformar esta tasa nominal en una real mediante el ajuste por inflación de un 3% que corresponde al objetivo del Banco Central de Chile (Banco Central, 2021). Como resultado nos da una tasa real de 2,74% equivalente al costo de la deuda para Tricot.

Tabla N°13 Detalle de Préstamos Bancarios que devengan interés

Banco	Vencimiento	Moneda	Tasa Efectiva	Total corriente MUF	Total no corriente MUF	Total MUF
BCI	13-02-23	CLP	5,40%	26	25	52
Banco de Chile	03-08-22	CLP	4,76%	45	19	64
Banco Internacional	04-01-23	CLP	5,64%	44	39	83
Itau	13-02-23	CLP	5,52%	18	17	35
Scotiabank	13-09-22	CLP	4,56%	22	12	34
Itau	04-11-22	CLP	5,52%	36	25	61
Itau	20-03-24	CLP	5,88%	21	45	66
BTG Pactual	29-05-23	CLP	5,77%	34	40	74
Total Préstamos				246	221	468

Fuente: Estados Financieros marzo 2021 Tricot

5.2. Beta de la deuda

Para el cálculo del beta de la deuda utilizamos el modelo de *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) a través de la siguiente fórmula:

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

$$\beta_d = \frac{K_b - R_f}{PRM}$$

Donde:

kb: costo de la deuda

Rf: tasa de libre de riesgo

PRM: prima por riesgo de mercado

Para el cálculo por CAPM, se considera un costo de la deuda de 2,74% calculado en el punto 5.1., una tasa libre de riesgo (Banco Central, 2021b) de 0,85% (Promedio de 18 meses de la tasa de interés del instrumento BCU-30 entre octubre de 2019 a marzo 2021). Se utilizó este bono ya que es el de mayor vencimiento del Banco Central de Chile y se vincula a la hipótesis de una empresa con horizonte infinito, además de considerar la moneda de la valoración que corresponde a la Unidad de Fomento (UF). El premio por riesgo de mercado, según los datos entregados por Damodaran a enero de 2021 es de 5,4% (Damodaran, 2021) para Chile, obteniendo lo siguiente:

$$2,74\% = 0,85\% + \beta_d * 5,4\%$$

$$\beta_d = \frac{2,74\% - 0,85\%}{5,4\%}$$

$$\beta_d = 0,35$$

No obstante, si hubiéramos considerado una maduración de 10 años, con una tasa libre de riesgo de 0,06% nuestro beta de la deuda aumenta a 0,5, y a una maduración de 5 y 2 años, obtenemos una tasa de libre de riesgo de -0,53% y -1,42% respectivamente y un beta de la deuda de 0,61 y 0,77 respectivamente. Cabe destacar que las tasas libres de riesgo negativas se producen por las bajas de la TPM la cual incide en las tasas de

interés de corto plazo incentivando la inversión. Por lo tanto si hubiéramos utilizado los otros betas de deuda, nuestro WACC hubiera sido menor.

5.3. Estimación del beta patrimonial

Para estimar el beta patrimonial de Tricot, se ha utilizado el modelo de mercado:

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

Para su cálculo hemos utilizado la siguiente metodología:

- $R_{t,i}$: Desde Eikon Refinitiv, se obtuvieron los precios semanales del día viernes o último día hábil del mes de Tricot, desde el 1 de abril del 2019 al 31 de marzo del 2021.
- $R_{t,m}$: Desde Eikon Refinitiv, se obtuvieron los precios semanales del día viernes o último día hábil del mes del IGPA, desde el 1 de abril del 2019 al 31 de marzo del 2021.
- Se calcularon los retornos semanales para Empresas Tricot y el IGPA, a través de la siguiente fórmula:

$$r = \ln\left(\frac{p_t}{p_{t-1}}\right)$$

- Se generó una regresión por mínimos cuadrados ordinarios mediante excel para obtener el beta.
- Se analizó si el beta entregado por la regresión es significativo, dando como resultado que si lo es (p-value = 0).
- Se obtuvo la presencia bursátil de Empresas Tricot, con la información disponible en la Bolsa de Santiago. Realizando un promedio de la presencia bursátil desde el 31 de marzo 2019 al 31 de marzo del 2021, cada 6 meses, asciende a un 43,78% (Bolsa de Santiago, 2021).

Luego de realizar los pasos anteriormente mencionados, se obtiene el siguiente resultado descrito en la Tabla N°14:

Tabla N°14: Datos de la estimación del beta

mar-21	
Beta de la acción	0,99
P-value	0,00
N° observaciones	103
R2	0,47
Presencia Bursátil	43,78%

Fuente: Elaboración Propia con datos públicos

5.4. Beta patrimonial sin deuda

En razón a que el costo de la deuda (5,83%) de Empresas Tricot es superior a la tasa de libre de riesgo (0,85%), debemos utilizar la fórmula de Rubinstein (1973):

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

Primero, desapalancamos el beta patrimonial estimado mediante CAPM con deuda (0,99). Segundo, debemos considerar la estructura de capital histórica, que corresponde a la presentada en la Tabla N°12, entre los periodos 2019 a marzo 2021, la cual alcanza 0,42.

Para la determinación de la tasa de impuesto vigente, se considera el impuesto corporativo vigente indicado por el Servicio de Impuestos Internos según circular N°52 que alcanza un 27%. (SII, 2021)

Con lo anterior, despejando la fórmula de Rubinstein y obtenemos lo siguiente:

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

$$\beta_p^{s/d} = \frac{0,99 + 0,35(1 - 0,27) \cdot 0,40}{[1 + (1 - 0,27) \cdot 0,40]}$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,84$$

5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Luego, se calcula el beta patrimonial con deuda incorporando la nueva estructura de capital objetivo definida en la Tabla N°12 del presente informe (42,91%), lo calcularemos apalancando el beta patrimonial sin deuda obtenido en el punto 5.4 del informe.

Para esto, se utilizará la tasa de impuesto a largo plazo de un 27% en razón a que no existen antecedentes de que dicha tasa pueda experimentar una variación en el largo plazo, una estructura objetivo de 0,43 y el beta de la deuda de 0,35 calculado en el punto 5.2 del informe.

Con la información detallada, se reemplaza en la fórmula de Rubinstein, obteniendo lo siguiente:

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

$$\beta_p^{c/d} = 0,84 \cdot [1 + (1 - 0,27) \cdot 0,43] - 0,35 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,43$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,00$$

5.6. Costo patrimonial

Para la estimación del costo patrimonial, utilizaremos el modelo de CAPM, con la diferencia, que esta vez incorporaremos el beta patrimonial con deuda calculado en el punto 5.5 del informe, el que incorpora la estructura de capital objetivo de la Compañía.

Para el cálculo, consideraremos una tasa libre de riesgo de 0,85%, un PRM de 5,4% según lo indicado en el punto 5.2, mientras que el beta patrimonial con deuda corresponde a 1,00.

La fórmula que utilizaremos es la siguiente:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM$$
$$K_p = 0,085 + 1,00 * 0,054$$
$$K_p = 6,24\%$$

En razón a que la presencia bursátil de Empresas Tricot no alcanza un 100%, se le incorpora al costo patrimonial, un premio por riesgo de liquidez de un 2,21% anual (0,184% mensual) (Amihud, 2015).

$$K_p = 6,24\% + 2,21\%$$
$$K_p = 8,44\%$$

5.7 Costo de capital

El costo de capital será calculado a través del costo de capital promedio ponderado (WACC, por sus siglas en inglés), incorporando los datos que hemos obtenido en el proceso realizado anteriormente.

La fórmula que utilizaremos es la siguiente:

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

Donde,

$$K_p = 8,44\%$$

$$\frac{P}{V} = 0,70$$

$$\frac{B}{V} = 0,30$$

$$K_b = 2,74\%$$

$$t_c = 27\%$$

Al incorporar los datos en la fórmula obtenemos lo siguiente:

$$K_0 = 8,44\% \cdot 0,70 + 2,74\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 0,30$$

$$K_0 = 6,51\%$$

Los resultados nos muestran una tasa WACC de 6,51% para descontar los flujos de caja libre proyectados de la empresa. Respecto a futuros cambios que podrían afectar la tasa de descuento observamos:

- Riesgo Político: En relación a este riesgo, lo asociamos en el corto plazo principalmente a la nueva constitución que podrían cambiar algunas reglas establecidas, sin embargo, no vemos un impacto tan directo en el retail como si

lo es por ejemplo las sanitarias, eléctricas y/o aseguradoras de salud y previsionales. De todas formas, no se descarta algún cambio que afecte a empresas de diversos rubros como en temas salariales, tributarios, entre otros.

A nuestro parecer la exposición es mayor en estas empresas que en el segmento retail, y que bien no descartamos que pueda existir algún impacto, creemos sería menor.

- Costo de la deuda: Si se hubiera calculado el costo de deuda ocupando otra fórmula como gastos financieros bancarios sobre deuda financiera bancaria, nos da un costo equivalente a un interés real de 6,8% (interés nominal de 10%) lo cual es mayor al utilizado en el cálculo del WACC. El utilizar este costo, hubiera provocado un aumento de la tasa de descuento a un 7,36%. No se decidió ocupar esta ya que se entiende que la tasa de interés efectiva (utilizada para el cálculo del costo de la deuda) es precisamente la tasa de descuento que iguala los flujos de efectivo por pagar incluyendo comisiones, costos de transacción y primas en lo queda hasta el vencimiento del pasivo financiero.
- Estructura Objetivo: Un cambio en la estructura de la empresa ya sea por una nueva estrategia como por ejemplo abrir más locales o expandirse hacia otros países podría eventualmente afectar la tasa de descuento. En ese sentido, vemos que la empresa constantemente presenta una estructura similar de endeudamiento, con una mayoría de sucursales arrendadas y que proyectos como aperturas en otros países se han dilatado, motivo por el cual su estructura mantiene un fuerte financiamiento con patrimonio y no con financiamiento externo, ya que no tiene mayores inversiones que requieran financiamiento adicional al que mantiene constantemente con su funcionamiento habitual y porque desean preservar un endeudamiento sano ante el crecimiento futuro de la empresa.

6. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

6.1. Análisis de crecimiento de la empresa

Como hemos señalado anteriormente, Tricot tiene los siguientes negocios:

- Retail: Comercializa a través de las marcas Tricot productos de vestuario, calzado y accesorios y Tricot Connect electrónica menor.
- Financiero: Mediante la Tarjeta Tricot, gestionada a través de su subsidiaria Tricard S.A., la cual facilita las compras en las tiendas, otorga avances en efectivo y permite compras en comercios asociados con la tarjeta Tricot Visa. (Tricot, 2021c)

En la Tabla N°15, se exponen los ingresos ordinarios históricos de la compañía, para cada uno de los segmentos que posee en Chile.

Tabla N°15: Ingresos en MUF ordinarios por segmento de negocio

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21
Retail	4.632	4.787	4.569	3.431	838	813
Financiero	1.614	1.799	2.001	1.454	482	277
Total	6.247	6.587	6.570	4.885	1.321	1.090

Fuente: Estados financieros de Tricot

Luego, en la Tabla N°16, observaremos el nivel de importancia que tiene cada uno de los segmentos sobre el total de los ingresos.

Tabla N°16: Ingresos porcentuales ordinarios por segmento de negocio

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21
Retail	74%	73%	70%	70%	63%	75%
Financiero	26%	27%	30%	30%	37%	25%

Fuente: Estados financieros de Tricot

Se observa en las tablas anteriores que desde 2017 a 2020, el segmento de retail fue presentando una disminución en su peso respecto a los ingresos totales en vista de las mayores colocaciones del segmento financiero. A pesar de esta disminución, de igual forma en el periodo analizado predomina el negocio de retail en cuanto a su significancia en los ingresos de Tricot.

Adicionalmente, en la Tabla N°17, observaremos el crecimiento que ha tenido la compañía en el periodo de análisis.

Tabla N°17: Crecimiento por negocio Tricot

En %	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Retail	6,31%	-1,99%	-22,88%	-0,30%
Financiero	14,66%	14,20%	-25,39%	-41,02%
Total	8,47%	2,44%	-23,64%	-15,17%

Fuente: Estados financieros de Tricot

En la Tabla N° 17 se evidencia que la caída en ingresos que impactó a Empresas Tricot comenzó desde diciembre del 2020, en razón a la pandemia COVID-19, tal como lo hemos señalado en el presente informe. Cabe señalar, que la medición del crecimiento de marzo del 2021, se realizó en relación a su periodo anterior, marzo del 2020.

Segmento Retail:

A continuación, se presentan en la Tabla N° 18 detalles del segmento retail:

Tabla N°18: Detalles del Segmento Retail

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Same Store Sales	-3,90%	1,20%	-7,10%	-27,80%	-6,30%
Tiendas Tricot	85	90	99	100	100
Tiendas Connect	35	32	31	24	24
N° de Tiendas	120	122	130	124	124
Mts2 promedio por Tienda Tricot	1.000	1.000	1.000	800	800
Mts2 promedio por Tienda Connect	50	50	50	50	50
Metros Cuadrados Totales Estimados	86.750	91.600	100.550	81.200	81.200
Ventas por m2	72	72	65	60	57

Fuente: Estados financieros y Análisis Razonado de Tricot entre 2017 y marzo 2021.

En la Tabla N° 18 se aprecia como a dic-19 y dic-20 presentan un *Same Store Sales* (SSS) negativo debido al estallido social y posteriormente a la pandemia.

Respecto a las ventas por metros cuadrados (estimados según información de los EEFF) presentan una caída a dic-19 y dic-20 por lo explicado anteriormente. En particular, podemos destacar:

- Diciembre: 2019: La empresa presenta una caída de un 1,99% respecto al año anterior debido a que la demanda en el negocio retail cayó abruptamente dado que no se pudo mantener las tiendas funcionando en sus horarios habituales (Tricot, 2020b).
- Diciembre 2020: Se observa una caída en los ingresos de un 22,68% debido principalmente al cierre de los locales comerciales especialmente en los meses de abril y octubre alcanzando un cierre de tiendas de un 44% (Tricot, 2021).
- Marzo 2021: La caída en ventas (-0,3%) tiene relación con la menor cantidad de días en operación (-33,2%) producto de los planes de confinamiento, compensada con el aumento en la venta a iguales días de operación de 54,9% y el aumento en ventas del canal digital de 602,5%. (Tricot, 2021)

Segmento Financiero:

A continuación, en la Tabla N°19 podemos encontrar información relevante del segmento financiero:

Tabla N°19: Detalles del Segmento Financiero

En MUF	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Deudores Comerciales por tarjetas de crédito	3.539	3.822	2.069	1.877
Estimación Deudores Incobrables (menos)	632	726	403	354
Cartera Neta	2.907	3.096	1.666	1.523
Tasa de Riesgo (Provisión / Cartera Bruta)	17,86%	19,00%	19,48%	18,85%
Castigo Incobrables	736	841	589	55
N° Tarjetas activas con deuda	505.813	490.695	334.343	321.281
N° Tarjetas activas sin deuda	162.845	58.175	153.119	170.412
Total N° Tarjetas	668.658	548.870	487.462	491.693
Deuda Promedio por tarjeta en UF	7	8	6	6
Cientes Activos (Miles)	506	491	334	321

Fuente: Elaboración Propia

Se observa en la Tabla N°19 como en el periodo analizado han caído las colocaciones netas en un 47,62%, lo cual relaciona también con la disminución en las tarjetas activas con deuda, totales y clientes activos. Las explicaciones a continuación:

- Diciembre 2019: Como se muestra en la Tabla N°19, la prevención de un posible aumento del riesgo de la cartera de créditos dado el contexto de estallido social implicó también aumentar los requisitos para entrega de tarjetas lo que conllevó a un aumento menor al proyectado. Se visualiza que cae además el número de tarjetas activas con deuda, pero aumenta la deuda promedio por tarjeta. (Tricot, 2020b).
- Diciembre 2020: La disminución en ventas se da por la mejor posición de liquidez del consumidor en Chile que afectó positivamente la cartera al reducir su nivel de riesgo y consiguientemente el cargo a resultado por incobrables. Los retiros de ahorros de pensiones impulsaron la recaudación, mejorando los índices de riesgo y disminuyendo la cartera permitiendo ambos efectos liberar provisiones. Por contraparte, esta liquidez hizo más difícil la colocación de créditos, principalmente avances de efectivo, profundizando la disminución de cartera que se ve en la Tabla N°19 alcanzando una cartera neta de MUF 1.666, lo cual también se evidencia en la caída en el número total de tarjetas activas y totales con un aumento de las tarjetas sin deuda. Además, respecto a 2019, cae la deuda promedio por tarjeta activa a UF 6 (Tricot, 2021a).
- Marzo 2021: La caída de ingresos en un 41% es dado por el menor nivel de cartera producto originalmente de una más estricta política de riesgo y posteriormente por el aumento de la liquidez del mercado debido al primer y segundo retiro de ahorros de los fondos de pensiones. (Tricot, 2021d)

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

Los costos y gastos operacionales provienen de la operación misma de Tricot, según el giro que ésta posea, entre estos se encuentran los costos de ventas, costos de distribución y gastos de administración, los que revisaremos a continuación en razón a la información entre los períodos terminados al 31 de diciembre 2018 y 31 de marzo 2020.

6.2.1 Costo de ventas

Los costos de venta incluyen el costo de adquisición de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. Estos costos incluyen principalmente los costos de adquisición netos de descuentos obtenidos, los gastos e impuestos de internación no recuperables, los seguros y el transporte de los productos hasta los centros de distribución. Adicionalmente los costos de venta incluyen los costos de operación de los negocios retail y financiero, tales como: remuneraciones directas, honorarios, arriendos y gastos comunes de puntos de venta, etc., y las pérdidas por deterioro de la cartera (ver Tabla N°20).

Tabla N°20: Costo de Ventas de Tricot

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21
Costo por venta de mercadería	2.196	2.370	2.356	1.835	458	375
Remuneraciones y beneficios punto de	773	837	904	796	237	224
Arriendos y gastos comunes	330	372	52	-42	12	4
Costo de incobrables deuda vigente	610	715	907	543	195	50
Costo de incobrables pasivo	0	19	-17	-21	-5	0
Recuperación deuda castigada	-141	-130	-125	-166	-28	-46
Gastos gestión crédito	112	104	111	97	28	22
Otros	20	6	40	26	8	9
Total costo de venta	3.901	4.294	4.229	3.067	906	637

Fuente: Estados financieros de Tricot de 2017 a marzo 2021

En la Tabla N°20 se puede apreciar cómo ha disminuido el costo por venta de mercadería, que en promedio suele representar el 55% del total de costos siendo la cuenta más alta de este ítem. Entre dic-17 y dic-18 se produce un aumento de este costo variable debido al incremento en los ingresos de retail, que finalmente disminuye levemente en dic-19 por estallido social (Tricot, 2020b). Posteriormente, a dic-20 y producto de la pandemia, este costo vuelve a disminuir por menores ventas dadas las restricciones y cierres de tiendas (Tricot, 2021b).

Luego se observa la disminución del costo por arriendos y gastos comunes entre dic-18 y dic-19 debido a la incorporación de la NIIF 16 en 2019. En 2020 presenta un valor negativo ya que considera los descuentos obtenidos con los arrendadores de locales comerciales, producto de la contingencia sanitaria. Los descuentos en los arriendos, han sido contabilizado como un pago de arrendamiento variable negativo de acuerdo con las enmiendas a NIIF 16 (Tricot, 2020a).

Respecto a las remuneraciones y beneficios, se observa un aumento sostenido ya que en dic-18 se realiza negociación colectiva (Tricot, 2020b) elevando los beneficios a los empleados. En dic-20 disminuyen por el cierre de tiendas y puntos de ventas (Tricot, 2021b).

Lo mencionado anteriormente, provoca que el costo total de ventas aumente entre dic-17 y dic-18, disminuya levemente en 1,52% en dic-19 y finalmente caiga un 27,48% en dic-20. A mar-21, la caída en costos totales se debe ya que si bien cayeron los ingresos de retail un 0,3% respecto a mar-20, la eficiencia se produce gracias a niveles de inventario acordes a la venta alcanzada apoyados por el menor peso de la familia de uniformes escolares que presenta menores márgenes (Tricot, 2021b).

6.2.2 Costo de distribución

Los costos de distribución son aquellos costos que permiten que un producto en su fase final llegue al consumidor. En el caso de Empresas Tricot, este costo se divide en remuneraciones y beneficios, fletes y otros según se muestra en la Tabla N°21.

Tabla N°21: Costo de Distribución de Tricot

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21
Remuneraciones y beneficios	52	61	71	75	19	17
Fletes	45	58	57	69	16	19
Otros	19	17	14	21	3	5
Amortizaciones y depreciaciones	12	12	13	12	3	3
Total costos de distribución	128	149	155	178	41	44
Total costos de distribución excluyendo depreciaciones y amortizaciones	116	137	142	165	38	41

Fuente: Estados Financieros de Tricot

Se observa en la Tabla N°21 que los costos de distribución más importantes son las remuneraciones y los fletes. Tanto las remuneraciones como los fletes presentan un aumento sostenido ya que en 2018 se realiza negociación colectiva que aumentó los beneficios a los empleados.

A dic- 20, se produce un aumento por el mayor envío directo al cliente debido al cierre de sucursales.

6.2.3 Gastos de Administración

Respecto a los gastos de administración, en la Tabla N°22 se observan las cuentas que lo componen en el que las remuneraciones y beneficios tienen la mayor participación a dic-20 con un 37%.

Tabla N°22: Gastos de Ventas de Tricot

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21
Remuneraciones y beneficios	461	397	417	383	80	84
Honorarios	126	141	157	127	36	30
Servicios básicos y comunicaciones	88	95	96	83	28	22
Mantenimiento	39	40	53	29	10	8
Materiales y suministros	38	46	27	22	6	4
Viaje y estadía	18	18	0	0	0	0
Publicidad	168	177	168	124	40	38
Impuestos, contribuciones y otros	33	37	40	40	10	10
Comisión venta tarjeta de crédito	43	54	62	58	15	13
Retiro remesas bancos	20	22	0	0	0	0
Muestras	10	10	0	0	0	0
Otros gastos	60	69	137	121	32	26
Depreciación activos por derecho de uso	0	0	243	258	65	64
Amortizaciones y depreciaciones	150	151	156	159	42	37
Total Gastos de Administración	1.253	1.258	1.556	1.405	364	337
Total Gastos de Administración excluyendo amortizaciones y depreciaciones	1.103	1.108	1.400	1.246	322	300

Fuente: Estados Financieros de Tricot

Las remuneraciones y beneficios presentan una caída entre dic-17 y dic-18, y que, si bien no hay una explicación detallada en los análisis razonados de la compañía, intuimos se debe a la negociación colectiva, por lo cual se realizaron despidos de personal administrativo. A dic-20 la caída se da principalmente por el cierre de sucursales y puntos de ventas (Tricot, 2021). Lo mencionado anteriormente explica que los Gastos de Administración aumentaron a dic-19 para luego disminuir dado los efectos de la pandemia.

Luego observamos en la Tabla N°23 el nivel de importancia de los costos de ventas, costos de distribución y gastos de administración respecto al total de costos operacionales (La suma total de estos tres costos):

Tabla N°23: Nivel de importancia de los costos respecto a costos operacionales

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21
Costo de Ventas	76%	78%	73%	68%	72%	65%
Costo de distribución	2%	2%	2%	4%	3%	4%
Gastos de administración	22%	20%	24%	28%	25%	31%

Fuente: Estados Financieros de Tricot

Con lo anterior, se observa en la Tabla N°23 que la cuenta más importante corresponde a los costos de ventas para todos los periodos, aunque va perdiendo importancia debido al aumento en los gastos de administración en dic-19 por apertura de nueve tiendas mientras que para dic-20 se acentúa esta pérdida en importancia debido a la eficiencia alcanzada por el cambio en *mix* de ventas (casi no se vendieron uniformes escolares que presentan bajo margen).

Finalmente, en la Tabla N°24 observaremos el nivel de importancia de los costos operacionales en relación a sus ingresos:

Tabla N°24: Nivel de importancia de costos sobre ingresos de Tricot

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21
Ingresos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de Ventas	62,45%	65,20%	64,38%	62,78%	68,58%	58,46%
Margen Bruto	37,55%	34,80%	35,62%	37,22%	31,42%	41,54%
Costo de distribución	1,85%	2,08%	2,16%	3,39%	2,86%	3,81%
Gastos de administración	17,66%	16,82%	21,30%	25,50%	24,35%	27,50%
Resultado operacional	18,04%	15,90%	12,16%	8,33%	4,21%	10,24%

Fuente: Estados Financieros de Tricot

Como podemos observar en la Tabla N°24, el costo que tiene mayor significancia respecto a los ingresos de la compañía, es el costo de ventas, debido a la industria en la que se desempeña, mantiene los costos más relevantes, como el costo de venta de la mercadería que comercializan.

6.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

El resultado no operacional de la empresa está conformado por otras ganancias (pérdidas), Ingresos financieros, Costos Financieros, Diferencias de cambio y Resultados por unidades de reajuste.

Primero, mediante la Tabla N°25, analizaremos la cuenta “otras ganancias (pérdidas)” para corroborar si dichas cuentas corresponden a variables recurrentes o no recurrentes, y, por lo tanto, no operacional:

Tabla N°25: Análisis de “otras ganancias (pérdidas)” de Tricot

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21	Recurrente
IVA proporcional	39%	58%	123%	341%	192%	117%	Si
Multas laborales	4%	11%	15%	31%	8%	12%	No
Indemnización por seguro	0%	0%	-194%	-153%	0%	0%	No
Siniestro declarado	0%	0%	203%	0%	0%	0%	No
Resultado término contrato NIIF16	0%	0%	-21%	-215%	-15%	0%	No
Gastos apertura bolsa	21%	0%	0%	0%	0%	0%	No
Otros ingresos (egresos)	36%	31%	-25%	95%	-84%	-29%	No
Total otras ganancias (pérdidas) MUF	25	21	16	5	3	4	

Fuente: Estados Financieros de Tricot

Tal como se puede observar en la Tabla N°25, los costos incorporados en esta cuenta son costos ocasionales y que no necesariamente van a perdurar en el tiempo. Con lo anterior, corroboramos que la cuenta “otras ganancias (pérdidas)” es una partida no operacional.

Finalmente, en las Tabla N°26 tenemos que los costos no operacionales de Empresas Tricot tienen la siguiente significancia respecto a sus ingresos:

Tabla N°26: Costos no operacionales Tricot S.A.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21
Ingresos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,40%	-0,32%	-0,24%	-0,11%	-0,22%	-0,36%
Ingresos financieros	0,53%	1,52%	1,00%	0,45%	5,97%	0,62%
Costos financieros	1,63%	0,94%	2,76%	3,22%	3,26%	3,11%
Resultado por unidades de	0,03%	0,01%	0,06%	0,06%	0,03%	0,00%
Diferencia de cambio	0,53%	-1,59%	-0,74%	-1,20%	-7,01%	-0,20%
Resultado no operacional	-0,93%	0,57%	2,84%	2,43%	2,02%	3,17%

Fuente: Estados Financieros de Tricot

Al respecto observamos en la Tabla N°26 que el costo no operacional más relevante corresponde a los gastos financieros que en dic-19 presenta un aumento dado la NIIF 16. Luego, se encuentra la diferencia de cambio que en promedio representa un 0,75% de los ingresos y los ingresos financieros con un 0,88% (como su nombre lo indica, disminuyen los costos no operacionales). Por último, hemos de señalar que el resultado no operacional de Tricot representa en promedio un 1,68% de sus ingresos.

6.4. Análisis de márgenes de la empresa

En la Tabla N°27 podemos observar los principales Márgenes de Tricot:

Tabla N°27: Márgenes de Tricot

En % de Ingresos	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21
Margen Bruto Retail	25,37%	22,24%	22,94%	21,31%	14,92%	23,74%
Margen Bruto Financiero	9,99%	10,36%	10,36%	13,03%	13,45%	14,61%
Ajustes por Consolidación	2,18%	2,21%	2,37%	2,88%	3,05%	3,19%
Margen Bruto Total	37,55%	34,80%	35,66%	37,22%	31,42%	41,54%
EBITDA Retail	9,18%	6,76%	5,98%	2,54%	-3,51%	3,55%
EBITDA Financiero	6,67%	6,93%	7,51%	8,21%	9,57%	9,38%
Ajustes por Consolidación	2,18%	2,21%	2,37%	2,88%	3,05%	3,19%
EBITDA TOTAL	18,04%	15,90%	15,85%	13,62%	9,11%	16,12%
Margen Operacional Retail	6,70%	4,39%	-0,17%	-6,12%	-11,71%	-5,86%
Margen Operacional Financiero	6,56%	6,83%	7,38%	8,07%	9,43%	9,24%
Ajustes por Consolidación	2,18%	2,21%	2,37%	2,88%	3,05%	3,19%
Margen Operacional TOTAL	15,45%	13,43%	9,58%	4,82%	0,78%	6,57%
Margen Neto Retail	7,30%	5,37%	1,50%	-3,74%	-7,35%	-2,63%
Margen Neto Financiero	3,83%	3,81%	4,21%	5,05%	5,85%	6,75%
Margen Neto TOTAL	11,13%	9,18%	5,70%	1,32%	-1,50%	4,12%

Fuente: Análisis Razonado de 2017-2021 de Tricot

Margen Bruto

Como se puede ver en la Tabla N°27, el margen bruto del retail ha presentado una disminución durante el periodo analizado hasta dic-20 explicado principalmente por la caída en los ingresos. A mar-21 se observa un aumento respecto al periodo anterior por un cambio de mix de ventas en el que se vendieron menos uniformes escolares que presentan históricamente bajo margen.

Por otra parte, el margen bruto financiero, presenta un aumento entre 2017 y 2019 dado el aumento en ingresos relacionado con mayores colocaciones. A dic-20 mejora a pesar de tener menores ingresos debido a los menores costos por incobrables que se acentuaron por la pandemia donde los clientes presentaron un mejor comportamiento de

pago dada la mayor liquidez que estos presentaron por retiros de AFP y ayudas de gobierno.

Por lo tanto, para los periodos afectados por la pandemia COVID-19 el negocio financiero mantuvo la tendencia histórica del margen bruto de la compañía, amortiguando la caída del negocio retail, mientras que, en los años 2017 y 2020, presenta variaciones en sus segmentos de negocios que se compensaron entre ellos.

Para los resultados trimestrales, podemos observar que los ingresos disminuyeron un 17% al primer trimestre del año 2021, que se define, por un lado, por la casi nula venta de uniformes escolares (en los dos años anteriores el segmento escolar representó en promedio el 14,5% de las ventas del trimestre), y por otra parte la pandemia, junto a los cierres de locales y las limitaciones de movilidad. Cabe señalar que, las sucursales estuvieron operativas sólo en un 60,2%, por el confinamiento del mes de marzo, el cual termina con la caída operativa en un 19%, en relación al 93,4% del mismo trimestre del año anterior. (Tricot, 2021d)

EBITDA

Si al margen bruto le restamos los gastos de administración y los costos de distribución (excluyendo depreciación y amortización) obtenemos el EBITDA, en donde en el caso del segmento retail ha presentado un menor margen respecto al financiero desde 2018, lo cual se produce por menores ingresos del retail y mayores costos de venta por mercaderías lo cual se ha mantenido hasta marzo de 2021. Además, afecto positivamente a negocio financiero las menores provisiones por incobrables.

A nivel general y según lo observado en la Tabla N°27, el Margen EBITDA aumenta en 7% al trimestre del año 2021, en razón al mejor desempeño del margen bruto en el segmento retail, por los niveles de ventas similares en ambos periodos, mientras que el

margen bruto del año 2020 representó un 37%, respecto al 36% del año 2019, lo que refleja que la Compañía pudo adecuar su estructura de costo de ventas en razón al impacto en ingresos que experimentó en dicho año, no así los gastos de administración y ventas, los que representan un 20% a diciembre 2020, respecto al 17% que representaba desde el año 2017 al 2019, a pesar de su disminución en términos absolutos, no fue suficiente respecto a sus menores ingresos del periodo 2020.

Por lo tanto, la caída del EBITDA retail provocó que el EBITDA total disminuyera hasta dic-20, mientras que en mar-21 presenta un repunte por eficiencias mencionadas anteriormente. Lo expuesto, se ve reflejado en que el EBITDA, alcanzó MUF 235 a diciembre 2020, respecto a los MUF 629 obtenidos en el mismo periodo anterior, al igual que su margen EBITDA, el cual disminuyó a 14%, respecto al 16% del periodo de diciembre 2019.

Resultado Operacional

Posteriormente, al incorporar al EBITDA el gasto por depreciación y amortización obtenemos lo que para la empresa es el resultado operacional, en donde al analizar el margen operacional, se observa como el retail presenta un castigo importante debido a las depreciaciones y amortizaciones que son mayor en este segmento ya que los activos fijos que tienen relación con esta operación (tiendas, sucursales) son mayor en comparación a los requeridos por el negocio financiero. En efecto, a mar-21 la propiedad, planta y equipo del retail corresponden al 98% del total (Tricot, 2021d). Cabe destacar que en dic-19, por la NIIF 16 aumentan las amortizaciones por derecho de uso que provocó un aumento en el EBITDA, pero disminución en el resultado operacional neto en vista que antes se contabilizaban como gastos financieros. (Tricot, 2020a).

Respecto al segmento financiero, este presenta un mayor margen operacional dado el mayor EBITDA mencionado con anterioridad y el bajo gasto en depreciación y amortización

Margen Neto

Finalmente, el margen neto, que corresponde a la utilidad sobre los ingresos, fue disminuyendo entre 2017 y 2020 dado el menor margen operacional del retail producto de las menores venta y mayor costo de mercaderías.

El resultado neto, a diciembre 2020 representa 1% de los ingresos, y experimentó una caída de un 82,4% respecto al año 2019, producto del confinamiento provocado por la pandemia COVID-19, donde se efectuó el cierre de tiendas de un 44% para el periodo de abril a octubre del año 2020.

El resultado neto del primer trimestre 2021 fue mejor al trimestre anterior donde obtuvo pérdidas, debido al mejor desempeño del segmento de negocios retail, marcado en el año 2020 por el inicio de la pandemia, las limitaciones de movilidad y la incertidumbre que esto ha generado.

6.5. Análisis de los activos de la empresa

A continuación, se realizará un análisis de los activos de Empresas Tricot distinguiendo entre las operaciones y no operacionales. Cabe destacar que la empresa presentó a marzo de 2021 activos totales por MUF 8.902 de los cuales el 58% corresponde a activos corrientes y el 42% restante a activos no corrientes.

6.5.1. Activos operacionales y no operacionales

En la Tabla N°28 se presenta la clasificación de los activos en operacionales y no operacionales:

Tabla N°28: Activos operacionales y no operacionales

Tipo de Activos (MUF)	mar-21	Operacional	No Operacional
Activos Corrientes	5.175		
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.588	x	
Otros activos financieros corrientes	12	x	
Otros activos no financieros corrientes	73	x	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	1.553	x	
Inventarios corrientes	848	x	
Activos por impuestos corrientes	101	x	
Activos No Corrientes	3.727		
Otros activos no financieros no corrientes	44	x	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	16	x	
Propiedades, planta y equipo	1.385	x	
Activos por derecho de uso	1.837	x	
Activos por impuestos diferidos	444	x	
Total	8.902		

Fuente: Estados Financieros Tricot

De la Tabla N° 28 se puede destacar:

- Respecto a otros activos financieros, corresponden a depósitos a plazos que actúan como garantías para poder operar como emisor de tarjetas, razón por la cual se establece como operacional.
- Otros activos no financieros corresponden a cuentas operacionales tales como el IVA crédito fiscal, insumos entre otros.
- En el caso de otros activos no financieros no corrientes, corresponden a boletas de garantía.

Luego, del análisis de las cuentas de activos, no observamos cuentas del activo que puedan ser consideradas no operacionales.

6.5.2. Capital de trabajo operativo neto

Procedemos a continuación a calcular el capital de trabajo operativo neto (CTON) y el ratio CTON (RCTON) para cada año y visualizar los requerimientos de capital de trabajo que necesita la empresa para el funcionamiento de su negocio. Para el cálculo del CTON se toman los activos corrientes operativos, y se le restan los pasivos corrientes operativos, tal como se muestra en la Tabla N° 29. EL RCTON se calcula como CTON sobre las ventas del periodo.

Tabla N°29: Determinación del capital de trabajo operativo neto

Tipo de Activos (MUF)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Activos Corrientes Operativos	5.730	6.204	6.098	5.481	5.175
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.177	1.912	1.615	2.781	2.588
Otros activos financieros corrientes	68	38	27	13	12
Otros activos no financieros corrientes	34	40	90	64	73
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	2.606	2.976	3.164	1.724	1.553
Inventarios corrientes	836	1.154	1.049	812	848
Activos por impuestos corrientes	10	84	152	86	101
Pasivos Corrientes Operativos	1.307	1.372	1.222	872	578
Ctas. por pagar comerciales y otras ctas. por pagar	848	933	863	564	386
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	140	83	59	19	33
Otras provisiones a corto plazo	7	80	63	39	38
Pasivos por impuestos corrientes	0	0	0	0	0
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	179	174	119	144	106
Otros pasivos no financieros corrientes	133	103	118	106	16
Capital de Trabajo Operativo Neto	4.423	4.832	4.876	4.609	4.597
Ingresos de Actividades Ordinarias ¹	6.247	6.587	6.570	4.885	4.654
RCTON (CTON/INGRESOS)	70,80%	73,37%	74,23%	94,35%	98,76%

Nota: ¹ Ingresos operacionales LTM para marzo 2021

Fuente: Estados Financieros Tricot

En la Tabla N°29 se observa que el RCTON promedio de la compañía ha sido un 82,30% de los ingresos, y que ha aumentado constante desde 2017 que era un 70,80% hasta un 94,35% en dic-20. A mar-21 alcanza un 98,76% (de forma anualizada) lo que muestra que la empresa presenta un mayor capital de trabajo disponible. Esto se explica ya que el capital de trabajo se ha mantenido relativamente constante, pero han disminuido las ventas.

6.5.3. Inversiones

A continuación, se muestran en la Tabla N°30 las compras que ha realizado la empresa en propiedad, plantas y equipos según lo informado en el estado de flujos de efectivo. Cabe destacar que no se hace mención en los estados financieros sobre compra de activos intangibles.

Tabla N°30: Inversiones Históricas de Empresas Tricot

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21¹
Compras de propiedad, planta y equipos	206	190	278	111	64
Total Inversiones	206	190	278	111	64
Ingresos Operacionales	6.247	6.587	6.570	4.885	4.654
<i>% Inversiones sobre los Ingresos</i>	3,30%	2,88%	4,23%	2,26%	1,39%
Depreciación y Amortización	162	163	412	430	110
<i>% dep. y amor. sobre ingresos</i>	2,59%	2,47%	6,27%	8,80%	2,37%

Nota1: Datos a marzo 2021 son LTM

Fuente: Estados Financieros Tricot

Se observa en la Tabla N°30, que en promedio la empresa cada año realiza inversiones en propiedad, planta y equipos por un 3,17% del total de ingresos. En 2017 la empresa realizó la apertura de siete tiendas, disminuyendo a seis en 2018. En el 2019 las inversiones presentan un aumento debido a la apertura de nueve tiendas mientras que en 2020 fueron solo tres, dado la pandemia.

Cabe destacar que en 2019 por la NIIF 16 aumenta la depreciación y amortización, por lo que si consideramos desde dic-19, alcanza un promedio de 5,03% de los ingresos

El Gerente General de Empresas Tricot, Antonio Egidiot, indicó en abril de 2020 que “congelarían las aperturas de tiendas previstas –ya que la empresa había planteado en 2019 que serían de 5 a 7 por año –, también que profundizarían la estrategia de comercio electrónico y que mantendrían su manejo financiero”.

De todas formas, en su memoria anual de 2020, señala que ha definido una política de crecimiento el canal físico que contempla en aumentar las tiendas de venta de vestuario, con 5 a 7 puntos de venta por año, de forma de permitir un adecuado crecimiento orgánico. Asimismo, la empresa ha definido un plan de inversiones para mejorar las capacidades de venta, servicios y logísticos de sus canales no presenciales. Lo anterior se realizaría mediante caja y deuda con la banca.

6.6. Análisis de crecimiento de la industria

La industria de retail ha comenzado un proceso de mayor digitalización de su negocio, en vista que los consumidores que compran a través de canales digitales aumentaron, pasando de un 49% el primer trimestre del año pasado a un 61% en el primer cuarto del año 2021 (Emol, 2021). La pandemia por COVID 19 aceleró esta transformación en donde las empresas colocaron énfasis en la logística y la penetración del *e-commerce*, el cual aumentó sobre un 200% y llegó a representar un 20% de las ventas minoristas.

Según estudios de la Cámara Nacional de Comercio del año pasado, el *e-commerce* creció un 200% y se prevé un aumento del 24%, que se estima llegará a representar el 30% de todas las ventas al por menor, en 2030.

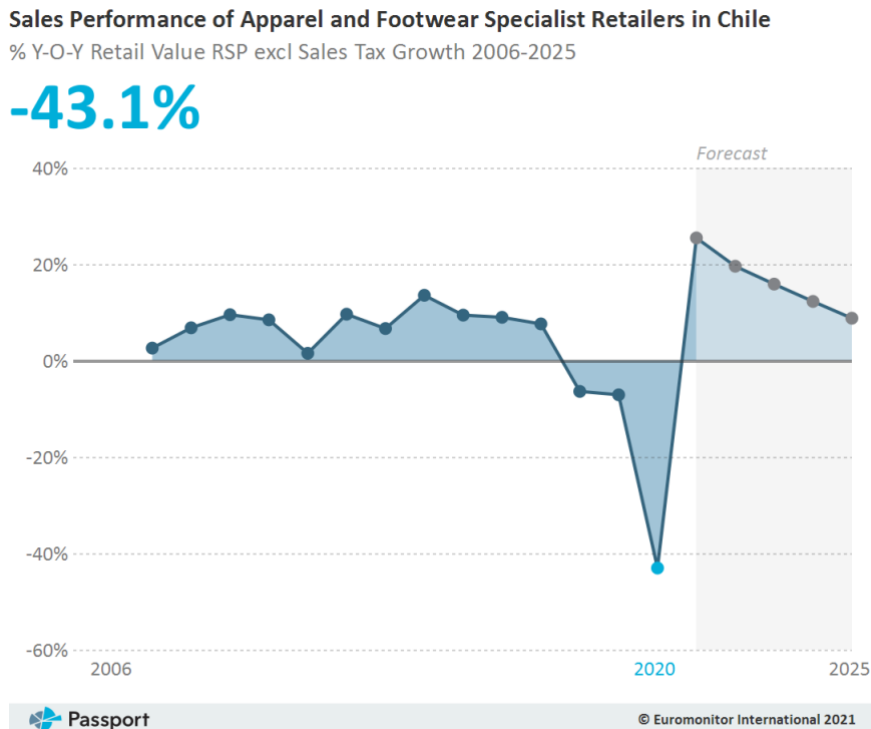
El mismo estudio señala que *“Si bien la venta a través de e-commerce aumentará su cuota de mercado en los próximos años, el canal tradicional y la venta física seguirán*

representando dos tercios de las ventas. Este porcentaje puede variar en función de la categoría, alcanzando hasta el 50% entre la venta online y la offline”.

Una de las tendencias que surgió con mayor fuerza durante la pandemia es la creciente preocupación del consumidor por el medio ambiente, las acciones éticas y sostenibles de los retailers y marcas. Esto se une a la predilección por los comercios de proximidad. Todos factores relevantes en el proceso de compra del cliente.

Según Euromonitor, la industria del retail de vestimenta en Chile podría alcanzar un crecimiento de un 25,4% para el 2021, el cual debiera ir disminuyendo a un 19,6%, 15,8%, 12,3% y 8,5% como lo muestra la figura 2. Por lo que se prevé en los próximos cinco años un aumento de solo un 53%.

Figura N°2: Proyecciones de crecimiento de ventas de Retail (vestimenta) en Chile



Fuente: Euromonitor 2021

7. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

7.1. Análisis de las empresas comparables

Para el análisis de valoración por múltiplos se ocuparán las empresas comparables de la sección número 2.2.3 que tienen dentro de sus negocios, el segmento de retail como también el financiero con riesgos similares a los que enfrenta Tricot. Estas empresas son chilenas.

Las compañías son: Empresas Hites S.A., La Polar S.A. y Forus S.A. de los cuales se pueden observar sus ratios en las Tablas Nos 31,32 y 33 (valores negativos no se tomaron en cuenta para el cálculo de los promedios, pero se muestran de todas formas en las tablas).

Tabla N°31: Múltiplos de Empresas Hites S.A.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	mar-21	mar-20	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	-9,20	20,02	20,02
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	9,47	7,46	8,46
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	35,03	16,38	25,71
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0,44	0,22	0,33
	Value to Book Ratio (VBR)	2,04	2,05	2,05
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,18	0,09	0,14
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,83	0,81	0,82

Fuente: Elaboración propia

En el caso de La Polar se puede observar en la Tabla N°32 un EV/EBITDA de 3.464 debido al bajo EBITDA afectado por pandemia que tuvo en mar-20 de forma anualizada. Al igual que los valores negativos, no se toman en cuenta para el promedio.

Tabla N°32: Múltiplos de La Polar

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	mar-21	mar-20	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	-114,94	-1,50	
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	9,12	3.464,00	9,12
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	11,61	-9,97	11,61
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0,61	0,22	0,42
	Value to Book Ratio (VBR)	1,72	2,20	1,96
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,17	0,06	0,12
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,49	0,58	0,54

Fuente: Elaboración propia

Tabla N°33: Múltiplos de Forus

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	mar-21	mar-20	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	50,90	20,68	35,79
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	11,17	4,81	7,99
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	33,39	12,59	22,99
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	1,41	0,80	1,11
	Value to Book Ratio (VBR)	1,22	0,70	0,96
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,78	0,82	1,30
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,55	0,72	1,14

Fuente: Elaboración propia

7.2. Múltiplos de la industria

A continuación, a modo de resumen se presenta en la Tabla N° 34 los promedios de las empresas comparables en relación con cada múltiplo. Cabe destacar que considerando el efecto que ha tenido la pandemia en las operaciones de estas empresas, hemos decidido tomar solo los múltiplos a marzo de 2021 (que incluyen cuentas del estado de resultado de forma anualizada) los cuales representarían de una forma más precisa la comparación.

Además, tomando en cuenta que el ratio PER (*Price-Earnings Ratio*) entregaba valores negativo por EBITDA negativos que tuvieron algunas empresas de forma anualizada, se decidió excluirlo de este análisis.

Tabla N°34: Múltiplos de la Industria

Múltiplos	Hites	Forus	La Polar	Promedio	Mediana
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	9,47	11,17	9,12	9,92	9,47
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	35,03	33,39	11,61	26,68	33,39
Price to Book Equity (PBV)	0,44	1,41	0,61	0,82	0,61
Value to Book Ratio (VBR)	2,04	1,22	1,72	1,66	1,72
Price to Sales Ratio (PS)	0,18	1,78	0,17	0,71	0,18
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,83	1,55	0,49	0,96	0,83

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Eikon.

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

En la Tabla N°35 se presenta los indicadores de Tricot al 31 de marzo de 2021:

Tabla N°35: Indicadores de Tricot

Indicador Financiero	mar-21
Resultado por acción (UF)	0,30
EBITDA (MUF)	721
EBIT	297
Valor Libro Patrimonio (MUF)	4.561
Valor Libro Empresa (MUF)	9.508
Ingresos	4.654
Ingresos por acción (UF)	0,01

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Eikon.

En la Tabla N°36, se encuentran los múltiplos en donde las cuentas de estado de resultado se encuentran anualizadas para su correcta interpretación.

Tabla N°36: Valoración por Múltiplos de Tricot

Múltiplos	Valor Empresa	Patrimonio	Precio Acción UF	Precio Acción CLP	Desviación
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	9.736,64	6.956,48	0,016	477	-18,87%
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	10.506,24	7.726,08	0,018	530	-9,90%
Price to Book Equity (PBV)	-	-	0,009	256	-56,38%
Value to Book Ratio (VBR)	15.804,02	13.023,86	0,030	893	51,88%
Price to Sales Ratio (PS)	-	-	0,008	227	-61,46%
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	4.452,68	1.672,52	0,004	115	-80,50%

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Eikon.

Se observa en la Tabla N°36 que salvo el precio entregado por VBR, todos muestran un precio menor al que tuvo la acción a marzo de 2021.

7.4. Análisis de los resultados

El múltiplo por utilizar será el de EV/ EBITDA el cual corresponde al ratio que relaciona el valor de la empresa o *enterprise value* con el EBITDA de la compañía. El valor empresa es el valor de los fondos propios (*equity value*) más la deuda financiera neta de la sociedad. En cambio, el EBITDA son las *earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*, es decir, los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Cabe destacar que esta ratio es recomendado por la literatura para este tipo de industria. (Fernández P., 2012)

Dentro de las ventajas, es que no se encuentra influenciado por la estructura deuda/capital de la compañía y toma en cuenta la rentabilidad operativa de la empresa, además de no verse influenciado por la situación fiscal de la compañía y medidas contables como la depreciación. Si tiene en cuenta el nivel de apalancamiento de la empresa al ser un ratio de valor empresa y no de *equity* por lo que es más completo que los ratios de *equity* (Ceupe, 2021).

Según los datos obtenidos en la Tabla N°36, observamos que mediante la valoración del múltiple EV/EBITDA, la empresa tendría un valor estimado de MUF 9.736 y un patrimonio de MUF 6.956 lo cual nos da un precio objetivo de UF 0,016 (\$ 477).

La desviación respecto al precio de esa fecha (\$587,94) en un -19% se produce ya que si bien la empresa se ha visto castigada por las constantes caídas de los ingresos del segmento retail desde el año 2017, lo que se le suma el efecto negativo que ha tenido la pandemia en las operaciones dada las restricciones durante el año 2020 y comienzos del 2021, este ratio no considera el plan de crecimiento el cual se ha visto mermado debido al estallido social en 2019 y COVID en 2020, y que la empresa aún manifiesta en retomar para los años que vienen mediante la apertura aproximada de cinco tiendas. Además, es de los rubros que ha logrado beneficiarse de la recuperación económica y desconfinamientos. De todas formas, consideramos que la empresa aún no logra una consolidación de sus negocios lo cual se castiga en el impacto en su EBITDA.

8. CONCLUSIÓN

Luego de realizar una valorización económica de Tricot al 31 de marzo del 2021, podemos concluir que mediante:

Valorización por múltiplos se obtuvo un precio de la acción estimado de \$477, el cual mantiene una diferencia de 19% respecto al precio real de \$587,94. Dicha diferencia se debe a un EBITDA castigado por la pandemia y el hecho de no tomar en cuenta el crecimiento que podría tener la empresa en los próximos años. Respecto a sus comparables, Tricot presenta un menor EBITDA dado también por su baja escala lo que muestra que aun la empresa no logra una consolidación.

Cabe destacar que junto a las brechas que se obtuvo del precio de la acción de Tricot en los meses posteriores a marzo 2021, disminuyó a valores similares a las estimaciones realizadas por Múltiplos.

Por lo anterior, es posible que los inversionistas tuvieron mayores expectativas sobre el comportamiento de la pandemia a marzo 2021, mientras que las estimaciones se basan en el resultado real de la empresa el cual no incorpora estos supuestos.

Cabe destacar que estos resultados se enmarcan dentro de un contexto de un fuerte impacto que ha tenido el estallido social y la pandemia COVID-19, la cual aún persiste en los resultados de la Compañía y no existe certeza de cuándo podría disminuir o si pudiera impactar nuevamente en un futuro.

9. BIBLIOGRAFÍA

Amihud, Y., Hameed, A., Kang, W., & Zhang, H. (2015). The illiquidity premium: International evidence. *Journal of Financial Economics*, 117(2), 350-368.

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.

Banco Central. (2021a). Informe de marzo de Política Monetaria. Recuperado desde https://www.bcentral.cl/documents/33528/2917755/IPoM_Marzo_2021.pdf/998bd805-857c-4266-9b8d-96be12534ec0?t=1617650009520

Banco Central. (2021b). Tasas de interés de los instrumentos del Banco Central de Chile (porcentaje) Recuperado desde https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_BDP/MN_EST_MACRO_IV/PEM_TP_MyTASAS/PEM_TPMY_TASAS

Bolsa de Santiago. (2021). Presencia Bursátil. Recuperado desde https://www.bolsadesantiago.com/presencia_bursatil

Ceupe (2021) ¿Cuáles son los ratios basados en valor empresa? Recuperado desde <https://www.ceupe.com/blog/cuales-son-los-ratios-basados-en-valor-empresa.html>

Damodaran (2021) Country Default Spreads and Risk Premiums. Recuperado desde <http://pages.stern.nyu.edu/%7Eadamodar/>

El Mercurio Inversiones (abril 2021) Los retailers pequeños suben a lo grande en la bolsa en 2021. Recuperado desde

<https://www.elmercurio.com › retail-hites-la-polar-tricot>

Emol (2017) Tricot concreta su salida a la Bolsa de Santiago y logra recaudar más de US\$140 millones. Recuperado desde

<https://www.emol.com/noticias/Economia/2017/08/11/870704/Tricot-se-concreta-su-salida-a-la-Bolsa-y-logra-recaudar-US6897-millones.ht>

Emol (2020) La empresa activó un plan de contingencia para la crisis. Congeló aperturas y puso sus fichas en el e-commerce. Recuperado desde

<https://segreader.emol.cl/2020/05/27/A/OR3QBC0Q/light?gt=130401>

Emol (2021) Boom del e-commerce en Chile: Ventas online del retail se dispararon 196% en el primer trimestre de 2021. Junio de 2021 Recuperado desde

<https://www.emol.com/noticias/Economia/2021/06/17/1024175/ventas-online-primer-trimestre-2021.html>

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 Lainu.

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.

La Tercera (abril 2021) A los 62 años fallece Eduardo Pollak Ben-David, el presidente de Empresas Tricot. Recuperado desde

<https://www.latercera.com/pulso/noticia/a-los-62-anos-fallece-eduardo-pollack-ben-david-el-presidente-de-empresas-tricot/UYIWQDWEVVD5CX4SDKLM67UFI/>

Tricot. (2020). Memoria Anual de 2019 Tricot Recuperado desde

https://serviciostricot.cl/assets/pdf/memoria_2019_final.pdf

Tricot (2021a) EEFF 2020 Tricot. Recuperado desde

[https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=76266594&mm=12&aa=2020&archivo=pdf_76266594_202012_c_20210325161225.pdf&desc_archivo=Estados%20financieros%20\(PDF\)&tipo_archivo=PDF](https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=76266594&mm=12&aa=2020&archivo=pdf_76266594_202012_c_20210325161225.pdf&desc_archivo=Estados%20financieros%20(PDF)&tipo_archivo=PDF)

Tricot (2021b) Análisis Razonado 2020 Tricot. Recuperado desde

https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=76266594&mm=12&aa=2020&archivo=ar_76266594_202012_c_20210325161225.pdf&desc_archivo=Análisis%20Razonado&tipo_archivo=AR

Tricot (2021c) Memoria Anual 2020 Tricot. Recuperado desde

https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=d1043b537bd05d0de6bc39328e5198cbVFdwQmVVMVVRWHBOUkVWNFRXcE5OVTVCUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1632790584

Tricot (2021d) EEFF 1T 2021 Tricot. Recuperado desde

[https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=76266594&mm=03&aa=2021&archivo=pdf_76266594_202103_c_20210525181120.pdf&desc_archivo=Estados%20financieros%20\(PDF\)&tipo_archivo=PDF](https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=76266594&mm=03&aa=2021&archivo=pdf_76266594_202103_c_20210525181120.pdf&desc_archivo=Estados%20financieros%20(PDF)&tipo_archivo=PDF)

Tricot (2021e) Análisis Razonado 1T 2021. Recuperado desde

https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=76266594&mm=03&aa=2021&archivo=ar_76266594_202103_c_20210525181121.pdf&desc_archivo=Análisis%20Razonado&tipo_archivo=AR

Tricot (2021f) Junta Ordinaria de Accionista. Recuperado desde

<https://www.tricot.cl/inversionistas/juntas-accionistas>

SII (2021) Impuesto a la Renta de Primera Categoría. Recuperado desde

https://www.sii.cl/ayudas/aprenda_sobre/3072-1-3080.html

Sitio Web Comisión para el Mercado Financiero:

<https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=76266594&grupo=&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AAAwy2ACTAAABz9AAU&control=svs&pestanía=1>