



## **VALORACIÓN DE EMPRESA TRICOT S.A.**

Mediante Método de Valoración por Múltiplos

**AUTOR:**

MANUEL CATUCUAGO ZURITA

**PROFESOR GUÍA:**

FRANCISCO SÁNCHEZ MORALES

SANTIAGO DE CHILE

ENERO 2023

# Índice

<b>ÍNDICE</b>	<b>1</b>
<b>ÍNDICE DE TABLAS</b>	<b>3</b>
<b>ÍNDICE DE FIGURAS</b>	<b>4</b>
<b>RESUMEN</b>	<b>5</b>
<b>1. METODOLOGÍA</b>	<b>6</b>
1.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN	6
1.1.1 <i>Método de Múltiplos</i>	6
<b>2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA E INDUSTRIA</b>	<b>9</b>
2.1 DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA	9
2.1.1 <i>Historia de Tricot</i>	9
2.1.2 <i>Segmentos de Negocio</i>	9
2.1.3 <i>Cobertura Geográfica</i>	11
2.1.4 <i>Principales Accionistas</i>	13
2.1.5 <i>Filiales</i>	13
2.2 DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA 2021	16
2.2.1 <i>Sector Retail</i>	16
2.2.2 <i>Sector Financiero</i>	18
2.2.3 <i>Regulaciones y Fiscalizaciones</i>	20
2.2.4 <i>Empresas Comparables</i>	21
<b>3. ANÁLISIS DE RIESGOS</b>	<b>24</b>
3.1 RIESGOS FINANCIEROS	24
3.1.1 <i>Riesgos de Mercado</i>	24
3.1.2 <i>Riesgo de Liquidez</i>	25
3.1.3 <i>Riesgo de Crédito (Asociado a la Cuenta por Cobrar de Clientes)</i>	25
3.2 RIESGOS REGULATORIOS	26
3.2.1 <i>Riesgo Legal</i>	26
3.2.2 <i>Riesgos de Ciberseguridad</i>	27
3.2.3 <i>Riesgos de Continuidad Operacional</i>	28
3.3 PANDEMIA COVID-19, NUEVA CONSTITUCIÓN Y GUERRA EN UCRAANIA.	28
3.3.1 <i>“Estallido Social” y Pandemia Covid-19</i>	28
3.3.2 <i>Nueva Constitución Chilena</i>	29
<b>4. ESTRUCTURA DE CAPITAL</b>	<b>30</b>
4.1 DEUDA FINANCIERA	30
4.1.1 <i>Préstamos Bancarios</i>	30

4.1.2	<i>Arrendamiento Financiero</i>	31
4.2	PATRIMONIO ECONÓMICO	31
4.3	VALOR ECONÓMICO	33
4.4	ESTRUCTURA DE CAPITAL HISTÓRICA Y OBJETIVO	33
<b>5.</b>	<b>ESTIMACIONES DE COSTO DE CAPITAL</b>	<b>35</b>
5.1	COSTO DE LA DEUDA	35
5.2	BETA DE LA DEUDA	35
5.3	ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL	36
5.4	BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA	37
5.5	BETA PATRIMONIAL CON ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	38
5.6	COSTO PATRIMONIAL	39
5.7	COSTO DE CAPITAL	39
5.7.1	<i>Consideraciones Sobre la Tasa de Descuento</i>	40
<b>6.</b>	<b>VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS</b>	<b>41</b>
6.1	ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS COMPARABLES	41
6.2	MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA	46
6.3	ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS	48
<b>7.</b>	<b>CONCLUSIÓN</b>	<b>50</b>
<b>1.</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>51</b>

## Índice de tablas

TABLA 1: ANTECEDENTES DE TRICOT	12
TABLA 2: PRINCIPALES ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA AL 1T22	13
TABLA 3: OBJETO DE LAS FILIALES DEL GRUPO EMPRESARIAL	14
TABLA 4. ANTECEDENTES DE HITES	21
TABLA 5. ANTECEDENTES DE LA POLAR	21
TABLA 6. ANTECEDENTES DE FORUS S.A.	21
TABLA 7. INGRESOS DE LAS EMPRESAS COMPARABLES	22
TABLA 8. EBITDA DE LAS EMPRESAS COMPARABLES	23
TABLA 9: DEUDA FINANCIERA TRICOT	30
TABLA 10: PRÉSTAMOS BANCARIOS TRICOT, AL 1T22	31
TABLA 11: PATRIMONIO ECONÓMICO TRICOT EN UF Y MUF	32
TABLA 12: VALOR ECONÓMICO DE TRICOT	33
TABLA 13: ESTRUCTURA DE CAPITAL HISTÓRICA Y OBJETIVO DE TRICOT 2017-1T22	34
TABLA 14: DATOS DE ESTIMACIÓN DEL BETA	37
TABLA 66: CALIFICACIÓN DE RIESGO DE SOLVENCIA (2021-2022)	41
TABLA 67: COMPARACIÓN DE CRECIMIENTO DE VENTAS, UTILIDAD SOBRE INGRESOS Y MARGEN EBITDA	42
TABLA 68: COMPARACIÓN DE ESTRUCTURA DE CAPITAL	43
TABLA 69: PARTICIPACIÓN DE MERCADO INDUSTRIA RETAIL CHILENA 2022	45
TABLA 70: MÚLTIPLOS DE HITES	46
TABLA 71: MÚLTIPLOS DE LA POLAR	47
TABLA 72: MÚLTIPLOS DE FORUS	47
TABLA 73: MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA	47
TABLA 74: INDICADORES DE TRICOT	48
TABLA 75: VALORACIÓN POR MÚLTIPLO DE TRICOT	48

## Índice de Figuras

FIGURA 1: ESTRUCTURA CORPORATIVA DE TRICOT	11
FIGURA 2: ESTRUCTURA CORPORATIVA DE TRICOT	14
FIGURA 3: PRECIO HISTÓRICO DE LA ACCIÓN DE TRICOT E IGPA	32

## **Resumen**

En este informe se presenta la valorización económica de Empresas Tricot S.A al 31 de marzo del 2022, utilizando el método de Múltiplos. La información financiera empleada se obtuvo de fuentes públicas disponibles desde el 31 de diciembre del 2016 al 31 de marzo del 2022.

A través del método de Valorización por Múltiplos, se obtuvo un precio de 293 CLP, el que difiere en un 3,3% con el precio real transado al 31 de marzo del 2022, debido a su menor nivel de EBITDA respecto a las empresas comparables, que se ha visto afectado por la Pandemia del 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 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).

#### **1.1.1.1 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.

#### **1.1.1.2 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.

#### **1.1.1.3 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 COMPAÑÍA E INDUSTRIA**

### **2.1 Descripción de la Compañía**

#### **2.1.1 Historia de Tricot**

En la década de los 50 la familia Pollak de origen rumano, emprendió un negocio familiar textil enfocado en la confección de prendas de vestir para mujeres, hombres y niños, con la apertura de su primera tienda Tricot en la calle Monjitas en la ciudad de Santiago. El desarrollo del negocio Tricot resultó en tiendas especializadas en el comercio minorista de ropa y accesorios femeninos, siendo este su foco más importante en la actualidad (Latercera.com, 2017).

En 1964, las tiendas se expandieron a otras regiones de Chile, abriendo una sucursal en la ciudad de Arica, y a fines de los 90 se crea la filial financiera Tricot S.A (en adelante “la Compañía” o “Tricot”), con el objetivo de concentrar la administración y finanzas del negocio en esta empresa. En el año 2004, la empresa se reestructuró, separando su propiedad completamente de Textiles Pollak Hnos, dando continuidad a su expansión nacional durante la primera década del siglo XXI, con la apertura de nuevas tiendas en diferentes regiones de Chile (Tricot b, 2022 a).

En el año 2012, la Compañía se divide y se crea Tricot Financiero S.A., con el objetivo de separar completamente los segmentos Retail y Financiero; además en el año 2017 se implementó el canal de comercialización *Online* (o “*E-commerce*”) a través de la incorporación de diferentes medios de pago, como Visa. Así mismo, en agosto de ese año la Compañía empieza a transar en el mercado de capitales, mediante la oferta de acciones en la Bolsa de Santiago (Tricot b, 2022 a).

Durante los últimos dos años, los desafíos han sido importantes, ya que la llegada de la Pandemia del Covid-19 significó acelerar el crecimiento del canal *E-Commerce*, mientras se daba continuidad a la apertura de siete nuevas tiendas y un nuevo centro de distribución en el Parque Industrial Portezuelo (Tricot b, 2022 a).

#### **2.1.2 Segmentos de Negocio**

La Compañía participa en dos negocios, (i) la comercialización de artículos al detalle (en adelante “segmento Retail”), y (ii) en el ámbito financiero con el objetivo de complementar el negocio comercial minorista (en adelante “segmento Financiero”) (Tricot b, 2022 a, p. 47).

### 2.1.2.1 Segmento Retail

La Compañía gestiona la comercialización de artículos a través de dos marcas o tiendas: Tricot y Tricot *Connect* (en adelante Tiendas *Connect*).

- (i) Tricot: tiendas especializadas en la venta al por menor de prendas de vestir, calzado y accesorios, mediante dos canales principales, (i) la cadena tiendas físicas y (ii) la página web *tricot.cl*.
- (ii) Tiendas *Connect*: locales enfocados en la venta minorista de artículos electrónicos menores.

En el año 2021 la Compañía abrió siete tiendas nuevas en Chile, por lo que a diciembre de ese año se disponía de un total de 106 tiendas y 24 locales de venta de electrónica menor, con una amplia cobertura geográfica desde Arica a Punta Arenas (Tricot b, 2022 a, p. 50).

Cabe destacar que, a través del canal de venta *Online* (Tricot.cl) la Compañía ofrece los mismos productos que en las tiendas Tricot, pudiendo ser retirados de forma presencial o enviados mediante servicios regulares o exprés (24 horas solo para la Región Metropolitana) (Tricot b, 2022 a).

Asimismo, un operador logístico externo provee los servicios de distribución y transporte de la mercancía a los puntos de venta nacionales, mientras que el proceso de compra de mercancía importada es ejecutado por una oficina de la Compañía ubicada en Shanghái (China) desde el año 2005, la cual gestiona la búsqueda de nuevos proveedores, el control de calidad y la logística de transporte (Tricot b, 2022 a).

En este sentido se destaca que, la mercancía proviene en mayor medida de importación directa (principalmente desde China), con marcas propias de la Compañía. De esta manera, en el año 2021 el 79,2% de la mercancía comercializada era importada, mientras que el remanente 20,8% era de origen nacional. Los proveedores nacionales más importantes de dicho año eran: *Samsung*, *Skechers* y *Puma*. Por otro lado, ninguno de los proveedores de China representa más del 10% de las compras, por lo que se cuenta con una lista de proveedores balanceada sin posiciones dominante (Tricot b, 2022 a, p. 57).

Cabe destacar que, en el 1T22 el segmento Retail representaba el 74% de las ventas de la Compañía y el 48% de su EBITDA.

### 2.1.2.2 Segmento Financiero

El segmento Financiero de la Compañía, corresponde a una actividad complementaria al segmento Retail, gestionado a través de su subsidiaria Tricard S.A. El objetivo de esta división es (i) facilitar las compras en las tiendas, (ii) otorgar avances en efectivo y (iii) permitir a los clientes comprar en comercios asociados con la tarjeta Tricot Visa (Tricot b, 2022 a, p. 59).

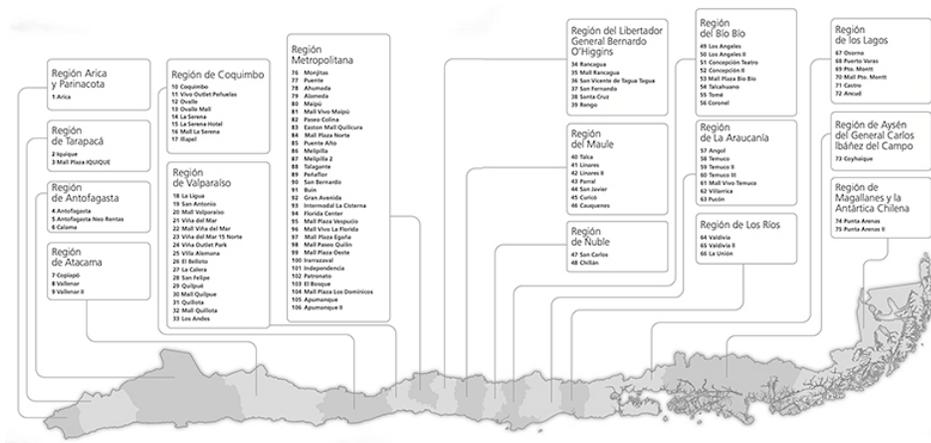
A través de las gestiones regulares de este segmento, la Compañía ofrece avances de efectivo a sus clientes en todos los puntos de venta relacionados, además tanto en Tricard.cl como en la aplicación móvil *Mi Tricot Visa*, los clientes pueden obtener avances, revisar sus transacciones y saldos, y cancelar en línea sus obligaciones (Tricot b, 2022 a, p. 59).

Cabe mencionar que, en el 1T22 el segmento Financiero representaba el 26% de las ventas de la Compañía y el 27% de su EBITDA.

### 2.1.3 Cobertura Geográfica

Como ya se mencionó, a diciembre de 2021 la Compañía contaba con 106 puntos de venta de vestuario, calzado y accesorios, a través de los cuales gestiona su negocio de retail. Por otro lado, la Compañía dispone de 24 puntos de venta electrónica en las regiones de Atacama, Coquimbo, Valparaíso y Libertador General Bernardo O'Higgins, Bío Bío, Maule y Metropolitana (Tricot b, 2022 a). En la **Figura 1** se muestra la estructura corporativa de la Compañía por ubicación geográfica.

**Figura 1: Estructura Corporativa de Tricot**



Fuente: Memoria anual Tricot, 2021

En la **Tabla 1**, se muestra un resumen de los antecedentes más relevantes de la Compañía.

**Tabla 1: Antecedentes de Tricot**

<b>Ticker o Nemotécnico</b>	TRICOT.
<b>Clase de acción</b>	Al 31 de marzo de 2022, el capital social de la Compañía asciende a 95.169 MMCLP, dividiéndose en 435.238 MMCLP acciones nominativas de igual valor y sin valor nominal, de las cuales 428.709 MMCLP acciones se encuentran suscritas y pagadas.
<b>Derechos de cada clase</b>	Nominativas de igual valor.
<b>Mercado donde transa sus acciones</b>	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile.
<b>Descripción de la empresa (<i>profile</i>)</b>	Tricot es una empresa que se especializa en la confección y comercialización de prendas de vestir, calzado y accesorios. Opera en dos líneas de negocios: i) Comercialización de artículos al detalle y ii) Operaciones en el ámbito financiero, la cual tiene el fin de complementar el negocio comercial, facilitando la compra en sus tiendas para sus clientes.
<b>Rubros y países donde opera</b>	En la actualidad Tricot tiene como foco el segmento de mujeres, que buscan prendas y accesorios a precios promocionales. Al 31 de marzo del 2022, la Compañía opera únicamente en territorio nacional, con 106 tiendas y 24 locales de venta de electrónica.

Fuente: Memoria Anual Tricot, 1T22

## 2.1.4 Principales Accionistas

En la **Tabla 2** a continuación, se presenta los doce principales accionistas de Tricot S.A. al 1T22.

**Tabla 2: Principales Accionistas de la Compañía al 1T22**

Nombre	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
INVERSIONES RETAIL CHILE S.A	308.293.488	308.293.488	71,9%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	28.312.400	28.312.400	6,6%
PIONERO FONDO DE INVERSION	21.980.000	21.980.000	5,1%
TOESCA SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	16.180.416	16.180.416	3,8%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	10.497.312	10.497.312	2,4%
BCI SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	10.145.194	10.145.194	2,4%
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION(CTA.NUEVA)	5.514.934	5.514.934	1,3%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIE	3.979.462	3.979.462	0,9%
BANCHILE ADM GENERAL DE FONDOS S A	3.733.267	3.733.267	0,9%
BTG PACTUAL CHILE S A C DE B	3.492.376	3.492.376	0,8%
FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	2.559.149	2.559.149	0,6%
FONDO MUTUO BCI ACCIONES CHILENAS	1.968.958	1.968.958	0,5%

*Fuente: CMF Chile, 2022*

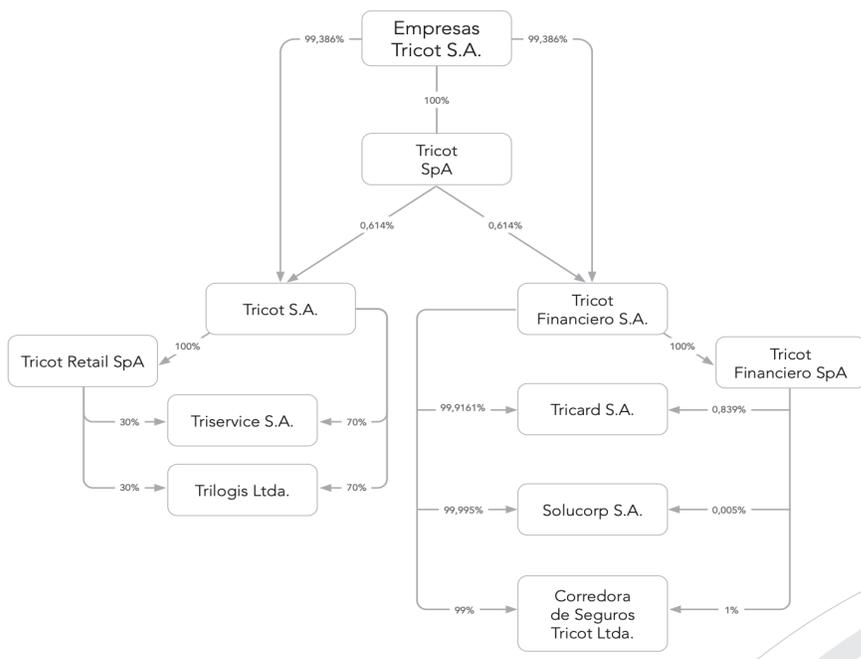
De un total de 428.709.497 acciones de Tricot en circulación al 1T22, Inversiones Retail Chile S.A. posee 308.293.488, lo cual representa el 71,9% del paquete accionario. Es importante destacar que tras la muerte del Expresidente de la Compañía el Señor Eduardo Pollak el 28 de abril del 2021, por información emitida por la mesa del directorio a la CMF, se presenta el nombramiento del nuevo presidente y vicepresidente del directorio a Don Andrés Pollak Ben-David<sup>1</sup> y Don Minzer Muchnick respectivamente, y como presidente de la Compañía a Doña Carolina Lanis Pollak (La Tercera, 2021).

## 2.1.5 Filiales

En la **Figura 2**, se presenta el organigrama de la estructura corporativa de Tricot a diciembre del 2021.

<sup>1</sup> Hermano de Eduardo Pollak, quien fallece en Nueva York en abril del 2021 producto de Covid19.

**Figura 2: Estructura Corporativa de Tricot**



Fuente: Memoria anual Tricot, 2021

Tal como se muestra en la **Figura 2**, la malla societaria del grupo está constituida por la denominación principal de Empresas Tricot S.A., la cual posee una participación del 99,4% en dos empresas filiales Tricot S.A. y Tricot Financiero S.A. A su vez, Tricot S.A. coparticipa con Tricot Retail SpA en la propiedad de las empresas Triservice S.A. y Trilogis Ltda, con el 70% y 30% respectivamente en ambos casos. Por otro lado, Tricot Financiero S.A. junto con Tricot Financiero S.p.A. comparten la propiedad de: Tricard con 99,9% y 0,8%; de Solucorp S.A con 99,9% y 0,005%; y de Corredora de Seguros Tricot Ltda con un 99% y 1%, respectivamente en cada caso (Tricot, 2021).

En la **Tabla 3**, se presenta el objetivo de las filiales que conforman la malla societaria y participan activamente con Empresas Tricot S.A. (o “el Grupo Empresarial”).

**Tabla 3: Objeto de las Filiales del Grupo Empresarial**

<b>Tricot SpA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Efectuar toda clase de inversiones en bienes corporales, incorporales, muebles o inmuebles, ya sea en Chile o en el extranjero;</li> <li>• La participación en toda clase de proyectos de inversión, sociedades, comunidades o asociaciones.</li> </ul>
<b>Tricot S.A.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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, así como la confección de prendas de vestir de cualquier tipo.</li> <li>• El comercio de gran tienda, en el tramo menaje, artefactos para el hogar, línea blanca, electrodomésticos y aparatos electrónicos de todo tipo y la participación en sociedades.</li> </ul>

<b>Tricot Financiera S.A.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La realización de todo tipo de inversiones en toda clase de bienes corporales o incorporales, muebles o inmuebles y valores, incluso derechos y participaciones en otras sociedades de personas o de capital, así como administrar dichas inversiones, a fin de percibir los dividendos.</li> </ul>
<b>Tricot Retail SpA.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Efectuar toda clase de inversiones en bienes corporales, incorporales, muebles o inmuebles, ya sea en Chile o en el extranjero;</li> <li>• La participación en toda clase de proyectos de inversión, sociedades, comunidades o asociaciones.</li> </ul>
<b>Triservice S.A.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prestación de servicios y la realización de asesorías, asistencia profesional, evaluación y consultorías de todo tipo y en cualquiera de sus formas, en todas las áreas, especialmente de seguridad, computación, mantención, transporte, publicidad y marketing, financiera, tributaria, laboral y de recursos humanos.</li> </ul>
<b>Tricot Financiero SpA.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La participación en toda clase de proyectos de inversión, sociedades, comunidades o asociaciones.</li> </ul>
<b>Tricard S.A.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emisión de tarjetas de crédito conforme al capítulo III.J.1 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile y las demás operaciones complementarias que autorice la Comisión del Mercado Financiero, mediante normas de carácter general.</li> </ul>
<b>Solucorp S.A.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La realización de inversiones en toda clase de bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporales, tales como acciones, bonos, debentures, cuotas o derechos en sociedades, títulos de deuda y créditos, en cualquier otra clase de valores mobiliarios</li> <li>• La venta, arrendamiento, administración y leasing de bienes muebles, inmuebles y vehículos, por cuenta propia o de terceros;</li> <li>• La construcción, subdivisión, urbanización, loteo y venta de inmuebles por cuenta propia o de terceros;</li> <li>• Efectuar operaciones de <i>factoring</i>, esto es, compra o financiamiento con o sin responsabilidad de cuentas por cobrar, de cualquier tipo de sociedad o persona natural, o bien otorgar financiamiento con garantía de cuentas por cobrar, o administración de las cuentas por cobrar;</li> <li>• Explotar y comercializar, por cuenta propia o de terceros, toda clase de bienes que la sociedad adquiera, detente o posea a cualquier título; y</li> <li>• El desarrollo de toda clase de actividades o negocios en giro inmobiliario, financiero, industrial y comercial. Para un mejor y adecuado cumplimiento de su objetivo social, la sociedad podrá constituir, adquirir o integrar como asociada, con terceros o sociedades filiales, sociedades de cualquier clase o naturaleza tanto en Chile como en el extranjero.</li> </ul>
<b>Corredora de Seguros Tricot Ltda.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La intermediación y corretaje de seguros desgravamen y seguros de vida.</li> </ul>
<b>Trilogis Servicios Logísticos Ltda.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Realizar todo servicio vinculado al transporte terrestre, manipulación de carga y transporte de carga por carretera, además de efectuar servicios de almacenamiento y depósito.</li> </ul>

*Nota: Además de lo anteriormente mencionado, todas las filiales tienen el objeto de la celebración de cualquier acto o contrato y el desarrollo de cualquier actividad relacionada y realizar todas las actividades conexas o conducentes a los rubros señalados.*

*Fuente: Estados Financieros consolidados intermedios, al 1T22, Empresas Tricot S.A. y Subsidiarias (Tricot b, 2022 a).*

## **2.2 Descripción de la Industria 2021**

### **2.2.1 Sector Retail**

#### **2.2.1.1 Contexto General (“Estallido Social” y la Pandemia)**

En el año 2018 el sector retail chileno decreció en un 6%, a consecuencia de la caída del 11,3% de los turistas recibidos en Chile en ese año (en particular el turismo argentino), así como las mayores inversiones realizadas por los competidores, con el objetivo de mejorar las logísticas de estrategias de *omnicanales*, sistemas de Tecnologías de la Información (TI) y sistemas de distribución; esto en orden de mantenerse alineados con los cambios en los patrones de consumo, así como para hacer frente a la entrada de grandes competidores extranjeros como Amazon, el cual entró al mercado chileno en el primer semestre del 2021, dejando a los minoristas tradicionales con una menor cuota de participación (Diario Financiero, 2019 a).

En el año 2019 la situación no mejoró, pues el sector continuó la tendencia decreciente con una caída del 7% en las ventas, como resultado del “Estallido Social”, el cual comenzó el 18 de octubre de ese año. Según las estimaciones de la Cámara de Comercio, los actos delictivos ocurridos en las protestas sociales causaron pérdidas aproximadas de 1.400 MUSD, de los cuales 900 MUSD de las pérdidas monetarias fueron producto de saqueos y destrucción colectiva, mientras que 500 MUSD de las pérdidas fueron consecuencia a los cierres masivos de locales, saqueos y mermas de inventarios (Diario Financiero, 2019 a; Maqueira, 2019 a).

En el 2020 el sector presentó su mayor caída en los últimos 10 años, debido a la Pandemia del Covid-19, la cual afectó particularmente a la industria del Retail, resultando en una disminución del 43%, equivalente a 854.500 MCLP. En este contexto, las empresas del sector tuvieron que superar incrementos en los costos de envío y mercancías, la salida del mercado de muchos de sus proveedores, además de problemas de administración de los inventarios dado el cierre de canales de distribución, como los puertos, aeropuertos, carreteras, etc. (Feller Rate, 2020).

#### **2.2.1.2 Recuperación del Sector Retail**

Según la información suministrada por la Superintendencia de Pensiones, al 7 de enero del 2022 se sostenían 27.718.072 operaciones de pago aprobadas por los retiros

del 10% de los fondos de pensiones, lo cual significó una inyección de liquidez para la economía de 47.942 MUSD, desde el 30 de julio de 2020 (fecha del primer retiro del 10%) (Superintendencia de pensiones, 2022).

Por otro lado, las administradoras de fondos de pensiones (AFP) reportaron que hasta el 7 de enero del 2022 se autorizaron 616.535 liquidaciones para las deudas de pensiones alimenticias, habiéndose pagado en promedio 729 MUSD a esa fecha. En este sentido se estima que, a diciembre del 2021, el Gobierno entregó a las familias más vulnerables un monto cercano a los 25 MMUSD, a través del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE). Dicho monto es equivalente a más del 8% del PIB chileno del 2021. Adicionalmente, si a ese monto se le suman los bonos clase media, bonos de navidad, bonos a los transportistas y las ayudas a trabajadores a través del empleador y apoyo a las Pymes, la cifra se acerca a los 34 MMUSD, equivalentes a más del 11% del PIB de dicho año (DIPRES, 2022).

Al sumar los pagos realizados por los tres retiros del 10%, hasta el 7 de enero del 2022, más las ayudas otorgadas a las familias y empresas chilenas como consecuencia de la Pandemia, para fines del 2021 se abrían inyectado a la economía una liquidez de 48.705 MUSD, la cual fue directamente a los hogares y pequeñas empresas (DIPRES, 2022).

En consecuencia, las ventas del Sector se vieron impulsadas al alza en el año 2021, mostrando una recuperación del 25% respecto del año anterior, equivalente a 1,066 MMCLP. Sin embargo, el aumento de la masa monetaria sin respaldo en el “motor productivo” de la economía provocó una inflación anual del 7,2%, alcanzando niveles similares a los del 2008. En este sentido, el costo de la vida de los chilenos se vio encarecido, con un aumento en el IPC General Anual del 18,9% y 5,5% en los sectores Transporte, y Alimentos y Bebidas No Alcohólicas, respectivamente (DIPRES, 2022).

Con el inicio de las jornadas de vacunación, se dio paso a la reapertura de la economía y muchos chilenos destinaron mayores recursos en ropa y calzado, en especial en indumentaria deportiva, ya que las primeras actividades que se permitieron realizar al aire libre fueron actividades de recreación y ejercicio físico. Otra categoría en la que también se notó un incremento en las ventas fue ropa de hogar, dado al cambio en los hábitos de consumo de los chilenos, impulsados por el aislamiento social y al hecho de

que muchas compañías que volvieron al modo presencial adoptaron códigos de vestimenta mucho más casuales (DIPRES, 2022).

Adicionalmente, con la reapertura de los aeropuertos, el incremento en el turismo nacional también impulsó la demanda del sector. Cabe destacar que, a pesar de la mejora en las ventas en el año 2021, estas siguieron estando muy por debajo de los niveles previos a la Pandemia (DIPRES, 2022).

### **2.2.1.3 Cambios en el Canal *E-commerce***

El *E-commerce* se ha convertido progresivamente en un canal importante en la industria, beneficiando tanto a consumidores como a los minoristas chilenos, tendencia que fue fuertemente impulsada en la Pandemia, por lo que los competidores tuvieron que gestionar rápidamente el cambio en las logísticas de envío, así como los nuevos costos de entrega de la mercancía, en orden de aumentar su presencia *online* y no perder margen de mercado ante la competencia internacional. Esto aunado a las restricciones sanitarias que prohíben a los consumidores actividades como, probarse la ropa en las tiendas, aforos de cantidad máxima de personas, así como la sostenida falta de inventarios en las tiendas dada las demoras en los canales de distribución internacionales (en comparación a la exhibición de mercancías en las *online stores*), dieron un mayor impulso a los consumidores para continuar comprando *online* (El Mostrador, 2022 a).

El incremento en la compra de los clientes de Regiones, tras la masificación del canal *E-commerce*, fue una de las principales causas de los problemas en la administración de inventarios que experimentaron los minoristas en el año 2021. Tal fue el caso de la minorista de ropa H&M, con 19 tiendas en Chile (la mayoría en Santiago), la cual dio apertura a su canal de ventas *online* en octubre del 2021, superando sus proyecciones gracias a los clientes de Regiones, que a su vez dio origen a dificultades logísticas como, atrasos en las entregas y rápido agotamiento de existencias (El Mostrador, 2022 a).

### **2.2.2 Sector Financiero**

Gracias a las políticas estatales de apoyo a las familias y pequeñas empresas, los efectos negativos del sector financiero chileno fueron contenidos tras la Pandemia, acelerándose la recuperación de la actividad económica general, y manteniendo los

niveles de impago de los hogares. Dichos elementos evitaron el deterioro de las carteras de los bancos, permitiendo así sostener la oferta local de créditos e instrumentos financieros (Banco Central de Chile, 2021 b).

Estas medidas económicas, contribuyeron a la normalización del nivel de endeudamiento y la disminución del nivel de impago de las empresas, dada la menor necesidad por crédito gracias a la inyección de liquidez en la economía. De esta manera a fines del 2021 el apalancamiento agregado de las empresas retornó a un nivel similar al del cierre del 2019 (Banco Central de Chile, 2021 b).

Sin embargo, dichas políticas de estímulo dirigidas a los hogares, (retiros de ahorros previsionales y anticipos de rentas vitalicias), si bien han aportado liquidez adicional, también han golpeado fuertemente al mercado de capitales como resultado de liquidaciones forzosas de activos, producto de la incertidumbre y de liquidaciones masivas de activos de inversionistas institucionales que están reduciendo la profundidad y la capacidad de ajuste del mercado de capitales, provocando la subida en las tasas de interés de largo plazo en más de 250 puntos base, así como una devaluación del 17% del peso chileno, en el segundo semestre de dicho año (Banco Central de Chile, 2021 b).

#### **2.2.2.1 Impacto de los Retiros del 10%.**

La aprobación de los tres retiros de los fondos de pensiones, redujeron los fondos previsionales de los chilenos en aproximadamente un 18% del PIB, lo cual limita la facultad del mercado de capitales de proveer financiamiento de largo plazo, deteriorando la capacidad de ahorro de las familias y el Estado. En consecuencia, se incrementó la demanda por dólares y activos en dólares en dicho período, lo cual se tradujo en salida de capitales, aumentando la dependencia del mercado interno por mercados financieros externos. Adicionalmente, la menor demanda por títulos soberanos nacionales acentúa aún más el déficit del ahorro público, el cual depende fuertemente del mercado de renta fija, provocando que el Estado presente una mayor necesidad de financiamiento (Banco Central de Chile, 2021 b).

#### **2.2.2.2 Aumento de la Tasa de Política Monetaria (TPM)**

El Banco Central de Chile (en adelante “BCCH”) aumentó la TPM en 225pb entre los meses de julio y octubre del 2021 en orden de controlar la inflación. Producto de los

mayores riesgos para la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de política, el Consejo adelantó el retiro del estímulo monetario y anticipó que la convergencia de la TPM a su nivel neutral se produciría antes de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre. No obstante, la TPM se mantiene aún en terreno expansivo y las perspectivas de control de la inflación redujeron las tasas de largo plazo en cerca de 70pb desde la última alza (Banco Central de Chile, 2022 a).

### **2.2.3 Regulaciones y Fiscalizaciones**

Las disposiciones y regulaciones legales que afectan los negocios de Tricot S.A. y cada una de sus filiales son las siguientes (Tricot, 2022c):

- 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 BCCH, 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.

#### 2.2.4 Empresas Comparables

En la determinación de las empresas comparables a Tricot, se consideraron aspectos como: segmentos de negocio, ingresos, país en el que operan y margen de mercado; en consecuencia, se determinaron las siguientes comparables: Empresas Hites S.A. (en adelante “Hites”), Empresas La Polar S.A. (en adelante “La Polar”) y Forus. En este sentido, se muestra en la **Tabla 4**, **Tabla 5** y **Tabla 6** un breve resumen de las comparables antes mencionadas.

**Tabla 4. Antecedentes de Hites**

Antecedentes	
<b>Ticker o Nemotécnico</b>	HITES
<b>Mercado donde transa sus acciones</b>	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile.
<b>Descripción de la empresa (profile)</b>	Empresas Hites S.A. se desempeña en el sector Retail, a través de sus tiendas por departamentos, además participa en el rubro Financiero, mediante su tarjeta de crédito “Hites”.

*Fuente: Memoria Anual de Empresas Hites S.A.2021.*

**Tabla 5. Antecedentes de La Polar**

Antecedentes	
<b>Ticker o Nemotécnico</b>	Nuevapolar
<b>Mercado donde transa sus acciones</b>	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile.
<b>Descripción de la empresa (profile)</b>	Empresas La Polar S.A. está orientada al Retail, mediante el formato de tiendas por departamentos, además participa en forma complementaria en el segmento Financiero a través del otorgamiento de créditos a los usuarios de su tarjeta comercial “tarjeta La Polar” y “tarjeta VISA la Polar”.

*Fuente: Memoria Anual de La Polar S.A., 2021.*

**Tabla 6. Antecedentes de Forus S.A.**

Antecedentes	
<b>Ticker o Nemotécnico</b>	Forus
<b>Mercado donde transa sus acciones</b>	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile.
<b>Descripción de la empresa (profile)</b>	Forus participa en la industria de Retail de especialidad mediante la fabricación, importación y comercialización de calzado, artículos de vestuario y accesorios. Es un reconocido actor en los países que opera: Chile, Perú, Uruguay y Colombia.

*Fuente: Memoria Anual de Forus S.A., 2021.*

En la **Tabla 7** se aprecia el nivel de ingresos por segmento y país de las empresas comparables en MMUF. Se denota que en el 2021 los ingresos de la empresa Hites provinieron en mayor medida de su segmento Retail, con un 82,5%, similar a La Polar cuyo segmento Financiero representa un 91,6%. Por otro lado, la empresa comparable Forus únicamente presenta un segmento de negocio, siendo este el Retail. Asimismo, cabe destacar que la empresa Forus es la única comparable que opera fuera de Chile, estando establecida en Perú, Colombia y Uruguay; sin embargo, sus negocios más lucrativos se encuentran en Chile, representando el 84,8% del total de sus ingresos consolidados.

**Tabla 7. Ingresos de las Empresas Comparables**

Países y rubros donde operan 2021 (en MUF)						
	Hites	%	La Polar	%	Forus	%
<b>Chile</b>						
Reatil	11.340	82,5%	13.740	91,6%	8.497	84,8%
Financiero	2.398	17,5%	1.260	8,4%	-	-
<b>Total Chile</b>	<b>13.738</b>	<b>100,0%</b>	<b>15.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>8.497</b>	<b>84,8%</b>
<b>Perú</b>						
Reatil	-	-	-	-	616	6,1%
Financiero	-	-	-	-	-	-
<b>Total Perú</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>616</b>	<b>6,1%</b>
<b>Colombia</b>						
Reatil	-	-	-	-	351	3,5%
Financiero	-	-	-	-	-	-
<b>Total Colombia</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>351</b>	<b>3,5%</b>
<b>Uruguay</b>						
Reatil	-	-	-	-	562	5,6%
Financiero	-	-	-	-	-	-
<b>Total Uruguay</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>562</b>	<b>5,6%</b>
<b>Total por Empresa</b>	<b>13.738</b>	<b>100,0%</b>	<b>15.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>10.025</b>	<b>100,0%</b>

*Fuente: Memorias Anuales de las Empresas Comparables, 2021.*

De forma análoga a la **Tabla 7**, en la **Tabla 8** se presenta el EBITDA de las empresas comparables por segmento de negocio para el año 2021 en MUF. Se denota que es el segmento del Retail el cual genera mayores beneficios para dichas empresas, siendo este superior al 60% para Hites y La Polar. Por otro lado, también se aprecia que los EBITDA obtenidos por las comparables en el año 2021 son bastante similares, oscilando entre 2.436MUF y 2.654 MUF.

**Tabla 8. EBITDA de las Empresas Comparables**

Países y rubros donde opera. Para el año 2021 (en MUF)						
	Hites	%	La Polar	%	Forus	%
<b>Chile</b>						
Reatil	1.598	60,2%	1.771	71,6%	2.436	100,0%
Financiero	1.057	39,8%	704	28,4%	0,00	0,0%
<b>Total</b>	<b>2.654</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.475</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.436</b>	<b>100,0%</b>

*Fuente: Memorias Anuales de las Empresas Comparables, 2021.*

### **3. ANÁLISIS DE RIESGOS**

#### **3.1 Riesgos Financieros**

Los riesgos financieros en los que incurre la Compañía son: riesgo de mercado, riesgo de liquidez y el riesgo de crédito (Tricot, 2022c).

##### **3.1.1 Riesgos de Mercado**

La Compañía se encuentra altamente expuesta a fluctuaciones en el mercado, a través de variables que repercuten directa o indirectamente en sus ventas y por lo tanto en los márgenes de ganancia, tales como, la tasa de interés, inflación, desempleo, etc. Esto se debe primordialmente, a que cualquier cambio en el comportamiento esperado de los clientes, tendrá un efecto en las proyecciones del negocio y por lo tanto en sus resultados.

En orden de mitigar este riesgo, la Compañía monitorea constantemente, variables como el comportamiento de pago de los clientes, la evolución de la economía del país, el desempeño de las localizaciones regionales, entre otros.

De esta manera, el riesgo de mercado en el cual incurre la Compañía se puede desagregar en tres tipos de sub-riesgos: riesgo de tipo de cambio, riesgo de tasa de interés y riesgo de inflación.

##### **3.1.1.1 Riesgo de Tipo de Cambio**

La Compañía presenta una exposición al tipo de cambio debido a la tenencia neta de activos y pasivos en monedas extranjeras, las cuales se originan mayormente en las cuentas comerciales pagadas en moneda extranjera.

En este sentido, la mayoría de la mercancía adquirida para la venta es importada, generando así una exposición al valor del peso chileno frente a la moneda extranjera en la que se realizan dichas adquisiciones, siendo esta en mayor medida el dólar americano.

##### **3.1.1.2 Riesgo de Tasa de Interés**

Al mantener contratos de financiamiento a tasas variables, la Compañía se encuentra expuesta al riesgo de tasas de interés, ya que estas podrían aumentar ante

fluctuaciones significativas. En este sentido, al 31 de diciembre del 2020 un aumento de 1 punto porcentual durante todo un año en las tasas de interés a las que se encuentra expuesta la Compañía, generaría una pérdida de 402.000 MCLP antes de impuestos, para la deuda vigente al 31 de marzo del 2022 (en adelante 1T22), siempre y cuando se mantengan todas las otras variables constantes.

#### **3.1.1.3 Riesgo de Inflación**

Al 1T22 el 3,8% de la deuda financiera de la Compañía se encontraba denominada en UF, dada la indexación del mercado de capitales chileno a la inflación. En consecuencia, existe el riesgo de pérdida en el caso de que la inflación sea mayor a la pronosticada. Si se considera una inflación anual del 9,4%, el resultado sería una pérdida de 145.000 MCLP al 1T22, esto manteniendo todas las demás variables constantes.

#### **3.1.2 Riesgo de Liquidez**

En orden de mitigar el riesgo de liquidez, la Compañía implementa las siguientes políticas de riesgo (Tricot, 2022c):

- Mantenimiento de niveles disponibles adecuados, respecto de los compromisos financieros de la Compañía.
- 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 recupero de las ventas.

Adicionalmente, ante situaciones extremas Tricot considera:

- La reputación crediticia de la empresa ante la banca, en orden de garantizar el acceso normal al financiamiento.
- Mantener activos de fácil liquidación, ya sea por ventas u operaciones de *leaseback*.

#### **3.1.3 Riesgo de Crédito (Asociado a la Cuenta por Cobrar de Clientes)**

Este riesgo se presenta particularmente para la Subsidiaria Tricard S.A., la cual se encarga del segmento Financiero de la Compañía, y corresponde al riesgo de pérdida ante el posible evento de que sus clientes no cumplan con sus obligaciones financieras o contractuales comprometidas, es decir, el riesgo de crédito principalmente dado por

la composición de cartera de cuentas por cobrar propias de la explotación del negocio de emisión de Tarjetas de Crédito (Tricot, 2022c).

En orden de mitigar dicho riesgo, la Compañía asigna y administra una línea de crédito a cada cliente, como resultado de un análisis crediticio individual, el cual incluye aspectos demográficos, financieros y de mercado, validado y revisado periódicamente por el Comité de Crédito de Tricard S.A (Tricot, 2022c).

Otras de las políticas de riesgo implementadas por la Subsidiaria en orden de controlar y supervisar la variación del riesgo de crédito en el que incurre, son (Tricot, 2022c):

- Un nivel de morosidad mayor de 30 días, en base a la presunción presentada por NIIF 9.
- La clasificación de todos los clientes que han sido renegociados, presentando un incremento en el riesgo respecto de su estado original.

## **3.2 Riesgos Regulatorios**

### **3.2.1 Riesgo Legal**

La Compañía se encuentra expuesta al riesgo legal, mediante la aplicación de los siguientes proyectos de ley (Tricot, 2022c):

#### **3.2.1.1 Proyecto de ley de Protección de datos personales**

Este proyecto establece la prohibición de uso de cualquier clase de dato personal que no cuente con la respectiva autorización de su titular, lo cual expondría a la Compañía a ser sancionada por no disponer de la información requerida por los titulares de los datos a tiempo, con lo que estaría comprometiendo su reputación como entidad fiable para sus clientes (riesgo reputacional).

#### **3.2.1.2 Proyecto de ley que modifica la Ley 19.628 en materia de registro de deudores.**

Dada la factibilidad del evento en el que la Compañía (a través de su subsidiaria Tricard) no pueda verificar la calidad de sus clientes con deudas morosas, es que se encuentra tomando medidas para mitigar los riesgos que sobre el particular puedan estimarse.

#### **3.2.1.3 Proyecto de ley de reducción de jornada laboral**

Ante la posible reducción de la jornada laboral a 40 horas semanales podría afectar especialmente a la industria del Retail, pudiendo implicar una reestructuración de los turnos y jornadas de trabajo de todos los colaboradores de la empresa.

#### **3.2.1.4 Proyecto Ley que modifica régimen de gratificaciones del Código del Trabajo**

Este Proyecto de ley pretende modificar los porcentajes de gratificación anual de los trabajadores, según monto de facturación anual de la empresa, de manera que se pretende pagar el 25% de la remuneración anual por concepto de gratificación, lo cual podría disminuir las proyecciones anuales de la Compañía en el futuro.

#### **3.2.1.5 Proyecto Ley relativo al cierre de los establecimientos de comercio y al descanso de los trabajadores del comercio.**

Este proyecto de ley propone modificar el horario de funcionamiento de los establecimientos de comercio y servicios que atiendan al público, el cual no podrá extenderse más allá de las 19:00 horas, lo cual podría significar una disminución en las ventas de la Compañía.

### **3.2.2 Riesgos de Ciberseguridad**

En orden de garantizar la protección de la información del negocio y los clientes, la Compañía se encuentra actualmente en un proceso de desarrollo tecnológico, mediante el cual se espera aumentar su competitividad en el mercado. Sin embargo, dicha gestión conlleva riesgos tecnológicos que podrían ocasionar consecuencias relevantes, en caso de que no sean tratados. En consecuencia, la Compañía definió un marco de gestión integrado de riesgos en materia tecnológica, seguridad de la información y ciberseguridad (Tricot, 2022c).

Además, en el contexto de la Pandemia, la Compañía aceleró la implementación de la digitalización de las funciones corporativas, las cuales incluyen mejoras tecnológicas, fortaleciendo el acceso remoto para sus colaboradores (VPN: Virtual Private Network), y acceso a los productos de crédito por medios no presenciales (vía Web y telefónica) (Tricot, 2022c).

### **3.2.3 Riesgos de Continuidad Operacional**

Tricot 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 (Tricot, 2022c).

En particular, la Compañía tomó ciertas medidas contingentes, en orden de dar respuesta a las dificultades presentadas por la Pandemia del Covid-19 y la crisis sanitaria (Tricot, 2022c):

- La Compañía mantuvo una política de no desvinculación de sus colaboradores a causa de la crisis sanitaria y el bloqueo de los canales globales de distribución en la Pandemia.
- Se generaron nuevas formas de pago con uso de plataformas tecnológicas, dando alternativas de renegociación de deudas y se adecuaron las sucursales a las condiciones sanitarias, además se potenció el canal de venta *online*.
- La Compañía tomó una serie de medidas para cuidar la cartera de clientes incorporando análisis detallado de los productos a ofrecer a los distintos segmentos de clientes.
- Se implementó un plan de trabajo “retorno”, en orden de resguardar a sus colaboradores y clientes.

## **3.3 Pandemia Covid-19, Nueva Constitución y Guerra en Ucrania.**

### **3.3.1 “Estallido Social” y Pandemia Covid-19**

En la estimación realizada por Fonseca en el año 2020, referente al impacto que provocó en la economía el “Estallido Social” de octubre del 2019 y la Pandemia de marzo del 2020, se concluyó que el empleo fue uno de los indicadores más afectados por estos dos hechos. El estudio señala que alrededor de 292 mil desempleos se produjeron desde agosto del 2019 hasta el 1T22 (Fonseca, 2020).

La variación anual presentada por el BCCH, señala que el impacto del “Estallido Social” en el 4T2019 fue de -2,4%, sin embargo este se agudizó significativamente en el 2T2020 con el Covid-19, donde el PIB cayó en 14,7%. La economía dio paso a una breve recuperación en el 2021, en cuyo segundo trimestre el PIB crece en 18,9%, para posteriormente descender al 7,2% en el 1T22 (Banco Central de Chile, 2022 c).

### **3.3.2 Nueva Constitución Chilena**

De acuerdo con Firch Ratings (2022), de aprobarse la Nueva Constitución, esta crearía incertidumbre sobre las inversiones corporativas, la idea de debilitar los derechos de propiedad y reducir la disponibilidad de financiación local debido a los cambios en los sistemas de pensiones aumentaría el riesgo a largo plazo. Esto afectaría al crecimiento económico y al empleo, presionando a muchas empresas a replantear sus estrategias de crecimiento, donde una alternativa podría ser expandir sus negocios a mercados extranjeros, con la consecuente fuga de capitales (Firch Ratings, 2022).

Cabe destacar que, el sistema de pensiones chileno actual fomenta el ahorro nacional y es la principal fuente de financiamiento local para los proyectos de inversión a largo plazo que utilizan muchas empresas del país, con activos equivalentes al 60% (aprox.) del PIB chileno. Los detalles sobre el futuro sistema contenidos en la nueva Constitución Política son vagos, no obstante, los cambios descartarían la continuación del actual sistema de pensiones, gestionado por empresas privadas (Firch Ratings, 2022).

## 4. ESTRUCTURA DE CAPITAL

### 4.1 Deuda Financiera

En la **Tabla 9**, se presentan los pesos porcentuales de la deuda financiera de corto y largo plazo de la Compañía, para el período 2017-1T22.

**Tabla 9: Deuda Financiera Tricot**

En MUF y %	2017	2018	2019	2020	2021	1T22
<b>Total corriente</b>	<b>199</b>	<b>154</b>	<b>518</b>	<b>544</b>	<b>527</b>	<b>546</b>
<i>Préstamos bancarios</i>	96,93%	95,82%	36,29%	48,76%	41,37%	43,25%
<i>Arrendamiento financiero</i>	3,07%	4,18%	1,31%	1,31%	1,43%	1,39%
<i>Obligaciones por contratos de arrendamientos</i>	-	-	62,40%	49,93%	57,20%	55,35%
<b>Total no corriente</b>	<b>119</b>	<b>362</b>	<b>2.663</b>	<b>2.368</b>	<b>2.125</b>	<b>2.213</b>
<i>Préstamos bancarios</i>	41,64%	82,45%	14,55%	12,12%	2,45%	9,36%
<i>Arrendamiento financiero</i>	58,36%	17,55%	2,15%	2,12%	2,02%	1,86%
<i>Obligaciones por contratos de arrendamientos</i>	-	-	83,30%	85,76%	95,53%	88,78%
<b>Total corriente</b>	<b>62,55%</b>	<b>29,85%</b>	<b>16,27%</b>	<b>18,69%</b>	<b>19,86%</b>	<b>19,78%</b>
<b>Total no corriente</b>	<b>37,45%</b>	<b>70,15%</b>	<b>83,73%</b>	<b>81,31%</b>	<b>80,14%</b>	<b>80,22%</b>

Fuente: Estados Financieros Tricot del 2017 al 1T22

Se observa en la **Tabla 9** que, la deuda financiera de Tricot se compone de, (i) préstamos bancarios y (ii) arrendamientos financieros, destacándose el hecho de que la Compañía ha procurado prescindir de financiamiento mediante bonos. De este modo, nótese que, a partir del 2019, debido a la NIIF 16 la mayor fuente de financiamiento corresponde al arrendamiento financiero tanto para corto como el largo plazo. En el 1T22, representa un 56,8% de la deuda corriente y un 90,6% de la deuda no corriente.

Cabe señalar que, para la determinación de la deuda financiera de Tricot, no se consideraron las cartas de crédito, como tampoco las coberturas, dado su carácter operacional.

#### 4.1.1 Préstamos Bancarios

Respecto a la deuda mediante préstamos bancarios al 1T22, presentada en la **Tabla 10**, esta está comprendida por préstamos a entidades financieras chilenas, donde los principales acreedores son Banco Santander, Banco de Chile y Scotiabank, cada uno con 79 MUF, representando el 53% de la deuda bancaria total. Cabe destacar que, los mayores plazos de vencimiento corresponden a marzo del 2026.

Por otra parte, al considerar únicamente las tasas de interés efectivas en UF, es decir, las del Banco de Chile y Scotiabank, se aprecia que estas son de 3,8% y 3,1%, respectivamente. Mientras que las tasas de interés en CLP, oscilan entre 4,6% y 9,2%.

**Tabla 10: Préstamos Bancarios Tricot, al 1T22**

Banco	Vencimiento	Moneda	Tasa Efectiva	Total corriente MUF	Total no corriente MUF	Total MUF
Santander	20-03-26	CLP	9,2%	17	62	79
BCI	13-02-23	CLP	5,4%	24	-	24
BTG Pagtual	29-05-23	CLP	5,8%	32	5	37
Chile	03-08-22	CLP	4,8%	18	-	18
Internacional	04-01-23	CLP	5,6%	36	-	36
ITAU	04-11-22	CLP	5,5%	23	-	23
ITAU	13-02-23	CLP	5,5%	16	-	16
ITAU	20-03-24	CLP	5,9%	20	21	42
Scotiabank	13-09-22	CLP	4,6%	11	-	11
Chile	09-03-26	UF	3,8%	20	59	79
Scotiabank	11-03-24	UF	3,1%	20	59	79
<b>Total Préstamos</b>	-	-	-	<b>236</b>	<b>207</b>	<b>443</b>

Fuente: Estados Financieros Tricot 1T22

#### 4.1.2 Arrendamiento Financiero

Los arrendamientos financieros sostenidos por la Compañía al 1T22, se encuentra conformado por dos *leasings* con la Compañía Ohio National Seguros de Vida S.A., con vigencia a octubre y diciembre del 2027 por un valor mensual de UF 157,28 y 675,28 respectivamente (Tricot, 2022c).

Por otra parte, las obligaciones por contratos de arrendamiento, comprende pasivos por obligaciones por contrato de arrendamiento registrados bajo NIIF 16, los que actualizados a los estados financieros desde el 31 de diciembre de 2019 y al 1T22 representa un 82% del total de la deuda financiera (Tricot, 2022c).

#### 4.2 Patrimonio Económico

En la **Tabla 11**, se presenta el número de acciones en circulación, junto a su precio al cierre, del período 2017-1T22.

**Tabla 11: Patrimonio Económico Tricot en UF y MUF**

En MUF	2017	2018	2019	2020	2021	1T22
Número de acciones	392.811.300	428.709.479	428.709.497	428.709.497	428.709.497	428.709.497

Precio de la acción en UF	0,03	0,04	0,02	0,02	0,01	0,01
<b>Total en MUF</b>	<b>12.283</b>	<b>15.008</b>	<b>7.626</b>	<b>6.553</b>	<b>5.582</b>	<b>3.917</b>

Fuente: Estados Financieros Tricot, Bolsa Santiago, SRI

Tal como se muestra en la **Tabla 11**, desde el año 2018 la Compañía ha mantenido constante 428 millones de acciones suscritas y pagadas, pasando de un Patrimonio Económico de 12,3 MMUF en 2017, a 3,9 MMUF en 1T22.

Se observa en la **Figura 3**, que el precio de la acción de Tricot había estado fluctuando de acuerdo con el precio del Índice de Mercado IGPA, hasta el mes de mayo del 2021 aproximadamente, a partir de allí, los precios divergen de forma progresiva. Este hecho tiene relación con el fallecimiento del presidente de Empresas Tricot S.A. Don Eduardo Pollak Ben-David en Abril del 2021, por Covid-19. El 14 de mayo, el Directorio acuerda nombrar en su reemplazo a Doña Carolina Lanis Pollak y como presidente del Directorio a Don Andrés Pollak Ben-David y vicepresidente a Don Salomón Minzer Muchnick (Tricot, 2021).

De esta manera, en la **Figura 3** se presenta el comportamiento histórico de los precios de las acciones de Tricot, junto al índice de mercado IGPA, desde septiembre del 2017 hasta el 1T22.

**Figura 3: Precio histórico de la acción de Tricot e IGPA**



Fuente: Eikon, 2022

Entre los otros hechos relevantes ocurridos que provocaron la caída del precio de la acción de la Compañía, se encuentra el efecto del “Estallido Social” (octubre del 2019), en el cual se produjo una caída del 48% del precio de la acción, mientras que las utilidades se redujeron a 6.059 MMCLP. Posteriormente en marzo del 2020, a raíz de

las medidas sanitarias establecidas por el Gobierno ante la Pandemia, se produjo una nueva caída de un 11% en el precio de la acción de la Compañía.

### 4.3 Valor Económico

En la **Tabla 12**, se presenta el valor de la deuda financiera, patrimonio y el valor económico de Tricot desde 2017 hasta 1T22, en MUF.

**Tabla 12: Valor Económico de Tricot**

En MUF	2017	2018	2019	2020	2021	1T22
Valor deuda financiera (B)	319	510	2.851	2.912	2.652	2.759
Patrimonio económico (P)	12.283	15.008	7.626	6.553	5.582	3.917
<b>Valor económico (V)</b>	<b>12.602</b>	<b>15.518</b>	<b>10.477</b>	<b>9.465</b>	<b>8.234</b>	<b>6.676</b>

Fuente: Estados Financieros Tricot, 1T22

Como se muestra en la **Tabla 12**, el valor económico de la Compañía presenta una disminución sostenida a partir del año 2019, principalmente por la pérdida de valor del patrimonio económico el cual presenta su mayor caída en el período 2018-2019, al pasar de 15.008 MUF a 7.626 MUF, lo que representa una variación negativa del 49%, como consecuencia del “Estallido Social”. Entre los años 2019-2021, la caída del patrimonio resultó de 14%, y de 15% entre el 2020-2021, como consecuencia del Covid-19 y el posterior fallecimiento del Presidente Ejecutivo de Tricot en abril del 2021. Luego, al evaluar la variación del patrimonio en el período 1T21-1T22, se denota una disminución del 55%, debido a la caída en el precio de la acción de la Compañía, de 599,62 en el 1T21 a 289,92 en el 1T22, como una respuesta de los inversionistas al hecho de que en la mayor parte de este período las empresas del sector retail chileno no contaron con retiros adicionales de los fondos de pensiones para hacer crecer sus Ingresos por Ventas, así como las expectativas del mercado financiero sobre el posible apruebo de la nueva constitución nacional en 2022.

### 4.4 Estructura de Capital Histórica y Objetivo

En la **Tabla 13** se presentan las estructuras histórica y objetivo, las cuales serán empleadas en el cálculo del beta financiero de la Compañía, en la **Sección 5** de este informe.

**Tabla 13: Estructura de Capital Histórica y Objetivo de Tricot 2017-1T22**

En %	2017	2018	2019	2020	2021	1T22	E.C. Histórica Promedio 2017-1T22	E.C. Histórica Promedio 20-1T22	E.C. Objetivo 19;21

B/V	2,5%	3,3%	27,2%	30,8%	32,2%	41,3%	<b>22,9%</b>	<b>34,8%</b>	<b>29,7%</b>
P/V	97,5%	96,7%	72,8%	69,2%	67,8%	58,7%	<b>77,1%</b>	<b>65,2%</b>	<b>70,3%</b>
B/P	2,6%	3,4%	37,4%	44,4%	47,5%	70,4%	<b>34,3%</b>	<b>54,1%</b>	<b>42,4%</b>

Fuente: *Elaboración Propia*

La relación B/V, en la **Tabla 13**, presenta un incremento, que al 1T22 alcanza un 41,3%, lo que significa que la razón deuda sobre valor económico creció en 40 puntos porcentuales con relación al 2019, donde se incorporan las obligaciones por contratos de arrendamiento, lo cual, ajusta el monto de la deuda. Por otra parte, la relación P/V, tiende a reducirse pasando de 72,8% a 58,7% en 2019 y 1T22 respectivamente, presentando una caída de 14 puntos porcentuales, como consecuencia de la erosión del patrimonio económico que tuvo la Compañía, producto de los efectos de la disminución del precio de la acción, principalmente en los dos últimos años, cambiando su estructura de capital elevando el endeudamiento financiero con relación al patrimonio del 37,3% al 70,4% entre el 2019 y el 1T22.

Para la estimación de la Estructura de Capital Objetivo, se considera el promedio ponderado de los periodos 2019 y 2021, considerando que el nivel de deuda de la Compañía se ha incrementado en los últimos años motivadas por las políticas de inversión de largo plazo y principalmente por los efectos de eventos exógenos como estallido social y pandemia Covid-19. Se desestima el periodo 2020 por ser un periodo completamente atípico, y el período 1T22, debido a que el aumento en la razón B/P en dicho período se debe a la caída de un 51,6% en el precio de la acción, más no al mayor número de acciones emitidas o variación de la deuda financiera de la Compañía.

En este sentido se destaca que, la Compañía tiene contemplado en su política de inversión el inaugurar entre 5-7 nuevas tiendas Tricot anualmente, implementando así un crecimiento orgánico del segmento Retail. Adicionalmente, el plan de inversiones de la Compañía también cuenta con proyectos para la mejora de las capacidades de venta, servicios y logísticas de sus canales no presenciales (omnicanales).

Cabe mencionar, que la fuente principal de financiamiento de la empresa son los recursos propios soportados por créditos bancarios ampliamente distribuidos en 9 entidades financieras, siendo 11 los créditos vigentes al cierre del 1T22.

## 5. ESTIMACIONES DE COSTO DE CAPITAL

### 5.1 Costo de la Deuda

En la **Tabla 10** presentada en la **sección 4.1.1** de este informe, se aprecia el detalle de los préstamos bancarios tomados por Tricot vigentes al 1T22, tanto en pesos chilenos como UF. Dado que la Compañía no es emisora de bonos de deuda, para la determinación del costo de la deuda de Tricot, se seleccionó el préstamo bancario vigente del Banco de Chile de UF + 3,77%, con fecha de vencimiento al 9 de marzo del 2026. La decisión de tomar dicho préstamo está respaldada en el hecho de que su tasa de interés representa el costo de la deuda más reciente de la Compañía (tomado en el primer trimestre del 2022) y con una mayor fecha de vencimiento, además al estar expresado en UF se descuenta el efecto de la inflación sobre la tasa. En este sentido el Costo de la Deuda es igual a:



Cabe destacar, que otra vía por la que se pudo haber estimado el Costo de la Deuda de la Compañía, habría sido dividir el Costo Financiero anualizado del 1T22 (153 MUF), entre el Stock de Deuda Financiera de corto y largo plazo del 1T22 (3.672 MUF). En el caso de Tricot, dicho ratio es igual a 4,2% para el 1T22. Esta tasa es considerada posteriormente en el análisis de sensibilidad de la presente valoración (**Apartado 9.6**).

### 5.2 Beta de la Deuda

El beta de la deuda de Tricot, se obtiene mediante la aplicación del modelo *Capital Asset Pricing Model* (en adelante “modelo CAPM”).



$$\beta_d = \frac{K_b - R_f}{PRM} \quad (3)$$

Donde:

$K_b$ : costo de la deuda

$R_f$ : tasa libre de riesgo

$PRM$ : prima por riesgo de mercado

Los parámetros definidos para el cálculo del Beta son:  $K_b = 0,0377$ , definido en el apartado 5.1; una  $PRM = 0,0521$  *Total Equity Risk Premium de Moody's rating* calculada por Damodaran al 1 de enero del 2022 para Chile;  $R_f = 0,0160$  que corresponde a la tasa diaria de Bonos del BCCH a 5 años en UF (BCU,BTU) al 31 de marzo del 2022 (Banco Central de Chile, 2022), lo cual es coherente con el plazo del préstamo seleccionado para el Costo de la Deuda ( $K_b$ ). Por tanto, se tiene lo siguiente:

$$\beta_d = \frac{K_b + R_f}{R_m - R_f} \quad (5)$$

$$\beta_d = \frac{0,0377 + 0,0160}{0,0521 - 0,0160} \quad (5)$$

$$\beta_d = 0,42 \quad (6)$$

### 5.3 Estimación del Beta Patrimonial

La estimación del Beta patrimonial de Tricot, se realiza mediante la utilización del modelo de mercado:

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

Donde:

- $R_{t,i}$ : Retorno de la acción de Tricot,
- $\alpha$ : Interpretación de la regresión,
- $\beta$ : Beta de la acción,
- $R_{t,m}$ : Retorno del mercado (IGPA),
- $\varepsilon_{t,i}$ : Término de error.

Metodología utilizada para el cálculo de la estimación del Beta patrimonial:

- i.  $R_{t,i}$ : Mediante la plataforma financiera *Eikon Refinitiv*, se obtiene los precios al cierre semanales del viernes o último día hábil del mes de Tricot, desde el 1 de abril del 2020 al 1T22.
- ii.  $R_{t,m}$ : Desde *Eikon Refinitiv*, se obtiene los precios al cierre semanales del viernes o último día hábil del mes del IGPA, desde el 1 de abril del 2020 al 31 de 1T22.

- iii. Cálculo de retornos: Mediante la fórmula:  $r = \ln\left(\frac{P_{t0}}{P_{t-1}}\right)$ , se obtienen los retornos del precio de las acciones al cierre de Empresas Tricot y el IGPA.
- iv. Se genera una regresión por mínimos cuadrados ordinarios mediante Excel para obtener el Beta.
- v. Se analiza si el Beta resultante de la regresión es significativo ( $p\text{-value} = 0$ ).
- vi. Se obtiene la presencia bursátil de Tricot, con la información disponible en la Bolsa de Santiago, mediante un promedio ponderado del valor relativo de la presencia bursátil desde el 1T20 al 1T22, para un intervalo de 6 meses. El resultado es un **37,1%** (Bolsa de Santiago, 2022).

En la **Tabla 14**, se presenta los resultados obtenidos de la regresión para los retornos de la acción de Tricot, para el período 1T19-1T22.

**Tabla 14: Datos de Estimación del Beta**

Variables de regresión	1T19	1T20	1T21	1T22
Beta de la acción	1,0884	0,9165	0,9900	0,9895
P-value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Número de observaciones	86	104	104	104
R <sup>2</sup>	0,3368	0,4630	0,4699	0,3386
Presencia bursátil	72,8%	62,0%	43,8%	37,1%

*Fuente: Elaboración propia con datos públicos*

Se observa que el coeficiente del Beta de la acción para 1T22 es positivo, con valor de **0,9895**, e indica que los retornos de Tricot dependen de las condiciones del mercado; donde ante un aumento marginal del 1% en los retornos del IGPA, provocará un aumento en los retornos de Tricot de un 1,0%. Por lo tanto, se podría concluir en que las acciones de la Compañía tienen un riesgo sistemático muy cercano al del mercado.

Asimismo, el coeficiente de determinación  $R^2$ , muestra que las variables incluidas en el modelo explican un 33,9%, además el  $p - value = 0,0000$ , refleja la significancia estadística de las variables del modelo empleado.

Por último, la presencia bursátil de Tricot es del **37,1%**, y presenta una tendencia decreciente, lo que nos ha llevado a considerar, la aplicación de una prima de riesgo por iliquidez para el cálculo del costo patrimonial.

## 5.4 Beta Patrimonial Sin Deuda

Para el cálculo del Beta patrimonial sin deuda, se utiliza la ecuación de Rubistein (1973), donde se asume que la deuda de la empresa conlleva un riesgo de incumplimiento, lo cual se puede intuir mediante el hecho de que el costo de deuda de Tricot (3,8%) es superior a la tasa libre de riesgo (1,6%). Dicha ecuación se describe a continuación.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[ 1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \quad (8)$$

Donde:

$\beta_p^{c/d}$  : Beta patrimonial con deuda,

$\beta_p^{s/d}$  : Beta patrimonial sin deuda,

$t_c$  : Tasa corporativa histórica,

$\beta_d$  : Beta de la deuda, y

$\frac{B}{P}$  : Estructura de capital histórica promedio 2020-1T22.

En este sentido, se utilizará el  $\beta_p^{c/D}$  obtenido en el **apartado 5.3** ascendiente a 0,99, la razón deuda patrimonio histórica promedio, determinada en el **apartado 4.4** de un 54,1%, un  $\beta_d$  obtenido en el **apartado 5.2** de 0.42 y la tasa impositiva vigente ( $t_c$ ) en Chile establecida por el Servicio de Impuestos Internos (SII) de 27%, de acuerdo con la circular No. 52 (Servicio de impuestos internos, 2014). De esta manera, al despejar el  $\beta_p^{S/D}$  en la ecuación de Rubistein, se obtiene lo siguiente.

Despejando  $\beta_p^{s/d}$  se obtiene:



$$\beta_p^{s/d} = \frac{0,99 + (1 - 0,27) \cdot 0,54 \cdot 0,42}{[1 + (1 - 0,27) \cdot 0,54]} \quad (10)$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,83 \quad (11)$$

## 5.5 Beta Patrimonial Con Estructura de Capital Objetivo

Una vez calculado el Beta patrimonial sin deuda en el **punto 5.4**, se procede a apalancar dicho Beta. Para ello, Se usó la misma tasa de impuestos  $t_c$  del 27%, debido a que no existe información sobre un cambio de tasa en el largo plazo; la tasa de la estructura de capital objetivo  $\frac{B}{P}$ , determinada es de 42,4%; por último, el Beta de la deuda  $\beta_d$  es de 0,42.

Utilizando la fórmula de Rubinstein (**Ecuación 8**), se procede a calcular el Beta patrimonial incorporando ahora la deuda de largo plazo establecida para Tricot, de la siguiente manera:


$$\beta_p^{c/d} = 0,83 \cdot [1 + (1 - 0,27) \cdot 0,42] - 0,42 \cdot (1 - 0,27) \quad (13)$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,95 \quad (14)$$

## 5.6 Costo Patrimonial

El costo patrimonial, se obtiene mediante el modelo CAPM, que a diferencia de lo anteriormente expuesto, en esta ocasión se incorpora el Beta apalancado, es decir el beta calculado mediante la estructura del capital objetivo de Tricot.

Donde:

$$R_f = 0,0160$$

$$PRM = 0,0521$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,9545$$

$$PPI \text{ (Premio por Iliquidez)} = 0,0221$$

En el caso de Tricot, se considera adicional a la fórmula del CAPM una prima de riesgo por iliquidez de 0,0221 anual, debido a la baja presencia bursátil que tiene Tricot en la bolsa chilena, perdiendo presencia en el mercado de forma progresiva desde el año 2019, al pasar de 71,8% a 37,1% en 1T22. En consecuencia, se consideró la incorporación del factor de iliquidez calculado por Amihud et al. (2015, p. 353), de la siguiente manera.

$$K_p = 0,0160 + 0,9545 \cdot 0,0521 + 0,0221 \quad (16)$$

$$K_p = 0,0878 = 8,8\% \quad (17)$$

## 5.7 Costo de Capital

Por último, se calcula el WACC mediante los factores previamente calculados a través de la siguiente ecuación.



Donde:

$$K_p = 0,0878$$

$$\frac{P}{V} = 0,7029$$

$$K_b = 0,0377$$

$$t_c = 0,27$$

$$\frac{B}{V} = 0,2971$$

Entonces:



$$K_o = 0,0699 = 7,0\% \quad (20)$$

De acuerdo con los parámetros establecidos tanto para la estimación del costo de capital, y consecuentemente la determinación de la tasa de descuento, se tiene que el costo de capital promedio ponderado WACC es de 7,0%. Por lo tanto, dicha tasa de descuento será la que se utilizará para descontar los flujos de caja libres proyectados en el presente ejercicio de valoración.

### 5.7.1 Consideraciones Sobre la Tasa de Descuento

La prima de riesgo de mercado para Chile, estimada por Damodaram podría ser ajustada, considerando la Prima por Riesgo de Mercado (en adelante "PRM") para EEUU de Duff & Phelps de 5,5% (KROLL, 2022); *Default Spread* (Chile Mody's rating) = 0,6% y  $\frac{\sigma_{acciones}}{\sigma_{bonos}} = 1,16$  (Damodaram, 2022). Por otro lado, de acuerdo con Maquieira (2021), es recomendable considerar hacer un ajuste a la PRM proporcionada por Damoram, a fin de considerar el contexto particular del país donde se ubica la empresa valorizada, en el caso de Tricot, se debe considerar el riesgo propio de Chile.

Cabe destacar que la estructura de capital objetivo de Tricot se ha mantenido relativamente controlada, debido a que la Compañía no emite bonos, en consecuencia su apalancamiento está dado principalmente por el arrendamiento financiero y préstamos bancarios. Por otro lado, los planes de expansión al exterior de la Compañía aún no se han concretado, teniendo una visión dirigida a la consolidación en el mercado local. En este sentido, un cambio en la política de inversión podría implicar un cambio en la estructura objetivo de Tricot.

## 6. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

### 6.1 Análisis de las Empresas Comparables

En la valoración por múltiplos se seleccionaron tres empresas comparables que operan en la industria del Retail y que además cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago, descritas en la **Sección 2** de este informe, las cuales son: Forus S.A.; La Polar S.A.; e Hites S.A. Cabe destacar que, tanto La Polar como Hites operan en ambos segmentos, Financiero y Retail, mientras que Forus se desempeña únicamente en el segmento Retail. Por otro lado, se destaca que Forus es la única empresa comparable que cuenta con presencia comercial en los mercados internacionales, Perú, Colombia y Uruguay.

En la **Tabla 66**, se presenta la calificación de solvencia de los años 2021 y 2022 otorgada a las empresas comparables antes mencionadas, por las compañías calificadoras de riesgo: (i) ICR, (ii) Feller y (iii) Humphreys.

**Tabla 66: Calificación de Riesgo de Solvencia (2021-2022)**

Forus S.A.	A+	-	
La Polar S.A.	B-	-	C
Hites S.A.	-	BBB+	-

*Fuente: Elaboración propia*

De acuerdo con la compañía calificadora ICR, en la **Tabla 66**, la empresa Forus S.A., presenta una calificación A+, en solvencia y Nivel 2 en acciones al 4 de enero de 2022, modificando su categoría de estable a positiva, la cual sugiere que la compañía tiene una buena capacidad de pago de sus obligaciones de deuda en los términos de plazos

pactados, sin embargo podría ser susceptible de deterioro leve ante posibles cambios en el emisor, la industria o en la economía (ICR-Chile, 2022).

Asimismo, también Según la calificadora ICR, La Polar tiene una calificación de B- en solvencia, bonos y segunda clase en títulos accionarios al 02 de agosto del 2021 (ICR - Chile, 2021); sin embargo, Humphreys le otorga una calificación de riesgo C en bonos, con tendencia favorable, acciones en segunda clase con tendencia estable. Esta última calificación tiene como base los estados financieros con cierre al 31 de marzo del 2021 (La Polar, 2021).

Por otra parte, según la compañía calificadora Feller, la comparable Hites tiene una calificación BBB+ en solvencia, primera clase en títulos accionarios al 30 de junio de 2021, lo cual sugiere un perfil de negocios Adecuado y una posición financiera satisfactoria, con acciones que reflejan solvencia y liquidez (Feller-rate, 2021).

En la **Tabla 67**, se presenta el crecimiento de los Ingresos, el porcentaje de Utilidad sobre Ingresos (Margen Neto), y el margen EBITDA para el período 2017-1T22 de las empresas comparables a la Compañía.

**Tabla 67: Comparación de Crecimiento de Ventas, Utilidad Sobre Ingresos y Margen EBITDA**

Indicador	Empresa	Variable	2017	2018	2019	2020	2021	1T22	Prom,	
Ingresos	Tricot	Ingreso MUF	6.247	6.587	6.570	4.885	5.834	6.098	6.077	
		Grow	-1,5%	5,4%	-0,3%	-25,6%	19,4%	4,5%	-3,5%	
	Hites	MUF	11.638	11.489	11.471	10.017	13.030	13.176	11.558	
		Grow	1,4%	-1,3%	-0,2%	-12,7%	30,1%	1,1%	-2,3%	
	La Polar	MUF	14.820	13.852	12.357	10.956	14.227	14.129	13.223	
		Grow	-0,7%	-6,5%	-10,8%	-11,3%	29,8%	-0,7%	-6,0%	
	Forus	MUF	9.365	8.986	8.391	6.345	9.509	9.934	8.604	
		Grow	2,1%	-4,0%	-6,6%	-24,4%	49,9%	4,5%	-5,7%	
	Utilidad sobre Ingresos	Tricot	Utilidad MUF	695	605	375	64	765	782	504
			Margen	11,1%	9,2%	5,7%	1,3%	13,1%	12,8%	8,0%
Grow			3,7%	-17,5%	-37,9%	-76,9%	896,9%	-2,2%	-26,2%	
Hites		Utilidad MUF	499	301	223	-453	1.345	1.264	367	
		Margen	4,3%	2,6%	1,9%	-4,5%	10,3%	10%	2,8%	
		Grow	-18,1%	-38,9%	-25,7%	-332,2%	-328,4%	-7%	-84,4%	
La Polar		Utilidad MUF	246	-408	-376	-277	888	863	10	
		Margen	1,7%	-2,9%	-3,0%	-2,5%	6,2%	6,1%	-0,1%	
		Grow	166,6%	-277,0%	3,4%	-16,9%	-347,0%	-341,5%	-93,1%	
Forus		Utilidad MUF	996	927	827	156	1.271	1.246	830	

Indicador	Empresa	Variable	2017	2018	2019	2020	2021	1T22	Prom,
EBITDA		Margen	10,6%	10,3%	9,9%	2,5%	13,4%	12,5%	9,2%
		Grow	-2,6%	-3,0%	-4,5%	-75,0%	443,2%	410%	64,9%
	Tricot	EBITDA MUF	1.099	1.028	1.028	662	1.439	1.492	1.062
		Margen	17,6%	15,6%	15,7%	13,5%	24,7%	24,5%	17,4%
		Grow	11,4%	-11,3%	0,3%	-13,5%	82,1%	-0,8%	-2,8%
	Hites	EBITDA MUF	1.197	1.057	1.399	604	2.518	2.424	1.336
		Margen	10,3%	9,2%	12,2%	6,0%	19,3%	18,4%	11,2%
		Grow	-12,3%	-10,5%	32,5%	-50,6%	220,7%	-4,8%	-9,1%
	La Polar	EBITDA MUF	413	109	205	150	2.355	2.228	621
		Margen	2,8%	0,8%	1,7%	1,4%	16,6%	15,8%	4,5%
		Grow	-35,5%	-71,7%	110,2%	-17,5%	1109,3%	-4,7%	-3,8%
	Forus	EBITDA MUF	1.536	1.395	1.782	831	2.224	2.462	1.601
		Margen	16,4%	15,5%	21,2%	13,1%	23,4%	24,8%	18,2%
		Grow	-5,9%	-5,4%	36,8%	-38,3%	78,5%	5,9%	-1,4%

Fuente: Elaboración propia en base a resultados de Tricot, Hites, La Polar y Forus, del período 2017-1T22

En la **Tabla 68**, se presenta la estructura de capital para las empresas comparables para el período 2017-1T22 anualizado y el promedio para la Compañía.

**Tabla 68: Comparación de Estructura de Capital**

Indicador	Empresa	Variable	2017	2018	2019	2020	2021	1T22	Prom,
Estructura de Capital	Tricot	Deuda Finan (B) MUF	697	1.181	1.045	1.018	955	955	979
		Pat, Econ, (P) MUF	9.756	12.152	6.270	5.436	5.164	5.164	7.755
		Valor Econ, (V) MUF	10.453	13.332	7.315	6.453	6.118	6.118	8.734
		B/V	6,7%	8,9%	14,3%	15,8%	15,6%	15,6%	12,2%
		P/V	93,3%	91,1%	85,7%	84,2%	84,4%	84,4%	87,8%
		B/P	7,1%	9,7%	16,7%	18,7%	18,5%	18,5%	14,1%
	Hites	Deuda Finan (B) MUF	4.640	4.762	9.144	8.685	7.632	7.632	6.972
		Pat, Econ, (P) MUF	6.522	4.848	2.275	1.071	1.800	1.800	3.303
		Valor Econ (V) en MUF	11.161	9.610	11.419	9.755	9.432	9.432	10.275
		B/V	41,6%	49,5%	80,1%	89,0%	80,9%	80,9%	68,2%
		P/V	58,4%	50,5%	19,9%	11,0%	19,1%	19,1%	31,8%
		B/P	71,1%	98,2%	402,0%	811,1%	424,0%	424,0%	361,3%
	La Polar	Deuda Finan (B) MUF	2.025	3.169	6.873	4.778	4.430	4.430	4.255
		Pat Econ, (P) en MUF	816	427	162	116	138	138	332
		Valor Econ, (V) en MUF	2.841	3.596	7.035	4.894	4.567	4.567	4.587
		B/V	71,3%	88,1%	97,7%	97,6%	97,0%	97,0%	90,3%
		P/V	28,7%	11,9%	2,3%	2,4%	3,0%	3,0%	9,7%

Indicador	Empresa	Variable	2017	2018	2019	2020	2021	1T22	Prom,
		B/P	248,2%	741,9%	4240,7%	4128,9%	3221,6%	3221,6%	2516,2%
	Forus	Deuda Finan (B) MUF	158	132	1.861	1.319	900	900	874
		Pat, Econ, (P) MUF	18.352	12.481	7.222	7.835	8.269	8.269	10.832
		Valor Econ,(V) MUF	18.509	12.613	9.083	9.155	9.168	9.168	11.706
		B/V	0,9%	1,0%	20,5%	14,4%	9,8%	9,8%	9,3%
		P/V	99,1%	99,0%	79,5%	85,6%	90,2%	90,2%	90,7%
		B/P	0,9%	1,1%	25,8%	16,8%	10,9%	10,9%	11,1%

Fuente: Elaboración propia en base a resultados de Tricot, Hites, La Polar y Forus, del período 2017-1T22

Al contrastar los Ingresos por Venta de las empresas comparables, se aprecia en la **Tabla 68** una tendencia decreciente en el período 2017-2020, la cual se agrava en el último año de dicho período, debido a los efectos de la Pandemia de Covid-19, llegando a registrar caídas por debajo del 20%, en el caso de Tricot y su comparable Focus. Sin embargo, en el año 2021, se evidencia una recuperación que supera el nivel de ventas alcanzado en años estables (sin Pandemia), con excepción de Tricot; la cuál, si bien se recupera respecto del 2020, no lo hace a los niveles del período 2017-2019.

En cuanto a la razón Utilidad sobre Ingresos por Venta, a diferencia de La Polar que presenta pérdidas en varios años del período evaluado, las demás empresas consideradas poseen márgenes positivos, si no se considera el año 2020 y los efectos de la Pandemia. Mientras que, gracias a la caída en los niveles de Ingresos por Venta, las variaciones (grow) presentan tasas de crecimiento negativas para la mayoría de las empresas comparables, en el período considerado.

Por otro lado, el período evaluado de Margen EBITDA presenta razones positivas, lo que significa que los resultados operacionales de las empresas comparables se ubican sobre el 9%, con la excepción de la empresa La Polar, que presenta un margen promedio del 4,5%.

Asimismo, la estructura B/P para las empresas Tricot y Forus es un promedio de 14,1% y 11,1%, respectivamente. Mientras que las empresas Hites y la Polar poseen una estructura B/P mayormente apalancada a recursos ajenos, con promedios de 361,3% y 2516,2%, respectivamente.

En este sentido, es evidente que, si bien las empresas comparables presentan ciertas diferencias en comparación con Tricot, en general tienen características similares en

sus niveles de ganancia y su desempeño respecto a la industria, por lo que se puede asumir que sus operaciones conllevan un riesgo sistemático muy similar entre sí.

Así, se destaca que entre las razones por las cuales se seleccionaron dichas empresas comparables en la presente valoración, están: (i) la disponibilidad de información financiera en el período histórico analizado (2017-1T22); (ii) el margen de mercado que cada una ocupa en la industria del Retail nacional; (iii) la segmentación de sus negocios internos, así como la disponibilidad pública del detalle de la información financiera relacionada a dichos segmentos; y (iv) la internacionalización (o no) de sus negocios.

Bajo dichos argumentos, se descartaron compañías, como: Ripley, cuyos negocios financieros no son comparables a los de Tricot, ya que participa en el sector inmobiliario nacional; Falabella, empresa que cuenta con un negocio financiero robusto (en comparación a Tricot), un margen de mercado de un 12,1%, y unidades de negocio en Perú, Colombia, Argentina y México; AD Retail y Comercial Fashions Park, empresas de las cuales no se posee información financiera de forma pública en el período histórico empleado en esta valoración, o bien dicha información no provee el detalle necesario para estudiar la empresa con la profundidad requerida.

De esta manera y en orden de reforzar las ideas previas, en la **Tabla 69** se presenta la participación de mercado de las empresas que integran la industria del Retail chilena, según el análisis sectorial de Euromonitor para el 1T22 (Euromonitor, 2022).

**Tabla 69: Participación de Mercado Industria Retail chilena 2022**

Nombre de la Empresa	Participación de Mercado (%)
Falabella SACI	12,1%
Cencosud Retail SA	6,8%
Ripley Corp SA	4,8%
Adidas Chile Ltda	4,5%
<b>Forus SA</b>	<b>3,6%</b>
Nike de Chile Ltda	3,3%
Comercial Fashions Park SA	3,1%
<b>Empresas La Polar SA</b>	<b>2,8%</b>
Zara Chile SA	2,6%
Komax SA	2,4%
<b>Tricot SA</b>	<b>2,3%</b>

Nombre de la Empresa	Participación de Mercado (%)
Bata Chile SA	2,1%
H&M Hennes & Mauritz SPA	1,9%
Walmart Chile SA	1,8%
Colgram SA	1,5%
Puma Chile SA	1,4%
The Andes Brand SA	1,2%
Industria Textil Monarch SA	1%
Comercializadora Skechers Chile Ltda	1%
Others	39,8%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

*Fuente: Apparel and footwear in 2022: The big picture, Euromonitor*

Como se detalla en la **Tabla 69** las empresas comparables seleccionadas tienen un margen de mercado similar al de Tricot, incluida Hites, que si bien no figura en el ranking sectorial elaborado por Euromonitor (Euromonitor, 2022), se sabe que a diciembre de 2021 dicha empresa contaba con una participación de mercado del 5,6% en términos de niveles de venta, según un estudio realizado por la clasificadora de riesgo Humphreys (Humphreys, Diciembre 2021). Además se destaca que Hites cuenta con segmentos de negocios similares a los de Tricot, lo cual lo hace una comparable aceptable para los fines de este informe.

En cuanto a la empresa comparable Focus, si bien esta cuenta con un solo segmento de negocio (Retail) el cual se extiende a otros tres países de la región (Perú, Colombia y Uruguay), sus negocios en Chile tienen un tamaño significativamente superior, con Ingresos por Venta que representan un 84,8%. Además, en el período histórico analizado, esta empresa cuenta con un EBITDA similar al de Tricot e información financiera de acceso público, por lo cual se consideró dentro del set de empresas comparables en la Valoración por Múltiplos.

Por último, se puede apreciar en la **Tabla 69** que La Polar dispone de un margen de mercado muy cercano al de Tricot en el 1T22 (2,8%), además de contar con segmentos similares a los de la Compañía, e información financiera disponible en el período analizado. De forma que cumple con los requisitos para ser considerada una empresa comparable en esta valoración.

## 6.2 Múltiplos de la Industria

A continuación, en la **Tabla 70** la **Tabla 71** y la **Tabla 72**, se presenta los múltiplos calculados para cada empresa comparable, donde inicialmente se consideraron los periodos 1T21 y 1T22, cada uno anualizado. También, se incluye el promedio ponderado para los múltiplos presentados, en el cual se obvió aquellos múltiplos negativos, considerándose únicamente los factores positivos.

**Tabla 70: Múltiplos de Hites**

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	1T21	1T22	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	-7.491,30	1.220,98	1.220,98
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	7,99	3,52	5,75
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	44,83	4,85	24,84
De valor en libros	Price to Book Equity (PBV)	0,36	0,33	0,34
	Value to Book Ratio (VBR)	0,79	0,74	0,76
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,15	0,12	0,13
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,64	0,64	0,64

*Fuente: Elaboración propia en base a resultados de Hites*

**Tabla 71: Múltiplos de La Polar**

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	1T21	1T22	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	-115.047,01	1.799,82	-56.623,59
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	6,86	1,89	1,89
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	8,73	2,85	2,85
De valor en libros	Price to Book Equity (PBV)	0,61	0,40	0,50
	Value to Book Ratio (VBR)	0,84	0,65	0,74
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,17	0,11	0,14
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,37	0,29	0,33

*Fuente: Elaboración propia en base a resultados de La Polar*

**Tabla 72: Múltiplos de Forus**

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	1T21	1T22	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	-1.182,25	6.525,49	6.525,49
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	10,89	2,29	6,59
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	27,59	3,14	15,37
De valor en libros	Price to Book Equity (PBV)	1,14	1,33	1,24
	Value to Book Ratio (VBR)	1,13	1,28	1,21
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,45	0,82	1,14
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,51	0,55	1,03

*Fuente: Elaboración propia en base a resultados de Forus*

En la **Tabla 73**, se obtiene el múltiplo de la industria mediante el promedio ponderado y la mediana, de los múltiplos obtenidos anteriormente de cada empresa comparable.

**Tabla 73: Múltiplos de la Industria**

Múltiplos	Hítes	La Polar	Forus	Promedio	Mediana
Price-Earnings Ratio (PER)	1.220,98	1.799,82	6.525,49	3.182,09	1.799,82
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	3,52	1,89	2,29	2,57	2,29
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	4,85	2,85	3,14	3,61	3,14
Price to Book Equity (PBV)	0,33	0,40	1,33	0,69	0,40
Value to Book Ratio (VBR)	0,74	0,65	1,28	0,89	0,74
Price to Sales Ratio (PS)	0,12	0,11	0,82	0,35	0,12
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,64	0,29	0,55	0,49	0,55

*Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Eikon,*

Se destaca que, para este estudio en particular, se seleccionaron los múltiplos derivados de los resultados anualizados únicamente del 1T22, con el fin de aislar el efecto de la Pandemia en los múltiplos de la industria. Los múltiplos de la industria seleccionados corresponden al promedio ponderado, debido a que la desviación respecto del precio estimado con el precio real resultó menor que si se considera el factor de la mediana de la industria.

Estos factores junto con los múltiplos de la industria calculados en la **Tabla 73**, permitirán determinar el valor de la empresa, o en su defecto el precio de la acción. Ello se presenta en la **Tabla 74**, a continuación.

**Tabla 74: Indicadores de Tricot**

Indicadores de Tricot	1T22
Resultado por acción (UF)	0,000002
EBITDA (MUF)	2.217
EBIT (MUF)	1.627
Valor Libro Patrimonio (MUF)	4.015
Valor Libro Empresa (MUF)	3.824
Ingresos (MUF)	9.687
Ingreso por acción (UF)	44.255

*Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Eikon,*

En la **Tabla 75**, se estima el precio de la acción de Tricot, para cada uno de los múltiplos establecidos previamente, y se establece la desviación porcentual del precio estimado respecto del precio real, el cual al cierre de marzo del 2022 era de 283 CLP.

**Tabla 75: Valoración por Múltiplo de Tricot**

Múltiplos	Valor empresa	Patrimonio	Precio acción UF	Precio acción CLP	Desviación
Price-Earnings Ratio (PER)	-	-	0,01	184	-53,6%
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	5.686	3.955	0,01	293	3,3%

Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	5.876	4.145	0,01	307	7,8%
Price to Book Equity (PBV)	-	2.757	0,01	204	-38,7%
Value to Book Ratio (VBR)	1.332	-	0,00	99	-187,0%
Price to Sales Ratio (PS)	-	3.375	0,01	250	-13,3%
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	21.770	20.039	0,05	1.483	80,9%

*Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Eikon,*

### 6.3 Análisis de los Resultados

De acuerdo con lo presentado anteriormente, y considerando la recomendación hecha por el autor del libro “*Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*” (Fernández P, 2012), en el cual se menciona que para la industria del retail el múltiplo que mejor se ajusta es **EV/EBITDA**, dado que este representa de manera más adecuada la tasa de descuento empleada localmente. Por lo tanto, el precio estimado de la acción es de 293 CLP, derivando en una desviación del 3,3% con respecto al precio real de la acción al 31 de marzo del 2022 (283 CLP). De esta forma, se destaca que el resultado se encuentra dentro del margen aceptable, el cual puede ser inferior al 40% de desviación.

Por otro lado, al considerar la mediana de los múltiplos de la industria con el ratio EV/EBITDA el precio estimado de la acción sería de 247 CLP, derivando en una desviación de -14.4% con respecto del precio real.

Si se considera el enfoque del promedio ponderado de los múltiplos de la industria de los períodos anualizados 1T21 y 1T22 se obtiene un precio estimado de la acción de 650 CLP resultando una desviación de 56,48%, respecto del precio real. En este mismo sentido, al considerar la mediana de los múltiplos, el precio estimado de la acción es de 816 CLP, derivando en una desviación de 65,3%, respecto del precio real.

Tal como se puede observar, estos últimos resultados derivan en una desviación mayor, de la que se obtiene de considerar únicamente el periodo 1T22 anualizado.

## **7. CONCLUSIÓN**

Tras realizar la valoración de Tricot al 31 de marzo del 2022, se llegaron a las siguientes conclusiones:

En la Valorización por Múltiplos se estima el precio de la acción mediante el factor Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA), debido a su ajuste a la industria del Retail. Se obtuvo un precio de la acción estimado de 293 CLP, con una desviación respecto del precio real (283 CLP) del 3,3%.

Esta diferencia podría ser una consecuencia de un EBITDA favorecido por la alta liquidez que experimentó la industria en el año 2021, a raíz de los tres retiros del 10% de los fondos de pensiones e IFEs otorgados por el gobierno. Cabe destacar, que para el cálculo del múltiplo EV/EBITDA, se consideró tan solo el resultado anualizado al 1T22. Por otro lado, también se menciona que la Compañía presenta una baja consolidación en la industria en la que se desempeña, ya que el EBITDA de esta es menor al de sus comparables, hecho que pudo haber afectado la estimación del precio mediante este método de valoración.

## 1. BIBLIOGRAFÍA

- Aswarth, D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Bancel, P., & Mittoo, U. R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. *Gestión 2000*.
- Maquieira, C., & Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Lainu.
- Palepu, K. G., & Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J. E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- Marticorena, J. (7 de mayo de 2017). *Los Pollak ad portas del debut en Bolsa de Tricot*. Recuperado el 19 mayo de 2022, de La tercera.com: <https://www.latercera.com/noticia/los-pollak-ad-portas-del-debut-bolsa-tricot/>
- Fonseca, M. (15 de mayo de 2020). *UCM: Opinion*. Recuperado el mayo de 2022, de Universidad Católica del Maule: <https://n9.cl/guvvg8>
- Feller Rate. (abril de 2020). *Feller: Impacto del Covid-19 en el Retail*. Recuperado el mayo de 2022, de [https://www.cmfchile.cl/documentos/pueag/crcr/recr\\_2020040077637.pdf](https://www.cmfchile.cl/documentos/pueag/crcr/recr_2020040077637.pdf)
- La Tercera. (14 de mayo de 2021). *El hermano de Eduardo Pollak asume como el nuevo presidente del directorio de Tricot*. Recuperado el mayo de 2022, de latercera.com: <https://n9.cl/t1u4x>
- Superintendencia de pensiones. (10 de enero de 2022). *Comunicados de prensa*. Recuperado el mayo de 2022, de [apensiones.cl: https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-15080.html](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-15080.html)
- DIPRES. (febrero de 2022). *Informe cuarto trimestre 2021*. Recuperado el mayo de 2022, de [dipres.cl: https://www.dipres.gob.cl/598/articles-264776\\_Informe\\_PDF.pdf](https://www.dipres.gob.cl/598/articles-264776_Informe_PDF.pdf)

- Firch Ratings. (10 de mayo de 2022). *Corporate finance*. (P. i. Chile, Productor) Recuperado el mayo de 2022, de [fitchratings.com: https://n9.cl/i9ggy](https://n9.cl/i9ggy)
- Bolsa de Santiago. (2022). *Presencia bursatil*. Recuperado el mayo de 2022, de [bolsadesantiago.cl: https://www.bolsadesantiago.com/presencia\\_bursatil](https://www.bolsadesantiago.cl)
- Servicio de impuestos internos. (10 de octubre de 2014). *Circulare 52*. Recuperado el mayo de 2022, de [sii.cl: https://www.sii.cl/documentos/circulares/2014/circu52.pdf](https://www.sii.cl/documentos/circulares/2014/circu52.pdf)
- Amihud, Y., Hameed, A., Kang, W., & Zhang, H. (2015). The illiquidity premium: International evidence. *Journal of Financial Economics*, 350-368.
- Host, B., & Negretto, G. (27 de marzo de 2020). *Los efectos de una Nueva Constitución en el crecimiento económico: ¿Mito o realidad?* Recuperado el mayo de 2020, de [latercera.cl: https://n9.cl/d5mht](https://n9.cl/d5mht)
- KROLL. (2022). *Kroll Recommended U>S. Equity Tisk Premium (ERP)*. Recuperado el junio de 2022, de [kroll.com: https://www.kroll.com/-/media/cost-of-capital/kroll-us-erp-rf-table-2022.pdf](https://www.kroll.com/-/media/cost-of-capital/kroll-us-erp-rf-table-2022.pdf)
- Damodaram, A. (1 de enero de 2022). *Damodaram Online*. Recuperado el junio de 2022, de [oages.stern.nyu.edu: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)
- Banco Central de Chile. (junio de 2022). *Base de datos estadísticos: Tasas de interés bonos UF*. Recuperado el junio de 2022, de [si3.bcentral.cl: https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP\\_TASA\\_INTERES/MN\\_TASA\\_INTERES\\_09/TMS\\_16/T312](https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16/T312)
- Euromonitor. (febrero de 2022). *Retailing in Chile: Country Report*. Recuperado el junio de 2022, de [portal.euromonitor.com: https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/tab](https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/tab)
- Diario financiero. (4 de octubre de 2021). *Empresas: Retail*. Recuperado el junio de 2022, de [df.cl: https://www.df.cl/empresas/retail/comercio-electronico-en-chile-crecera-32-a-2025-pero-no-opacara-el-rol](https://www.df.cl/empresas/retail/comercio-electronico-en-chile-crecera-32-a-2025-pero-no-opacara-el-rol)
- Statista. (25 de noviembre de 2021). *El comercio electrónico no para de crecer en America Latina*. Recuperado el junio de 2022, de [es.statista.com: https://es.statista.com/grafico/22835/boom-del-e-commerce-en-latinoamerica/](https://es.statista.com/grafico/22835/boom-del-e-commerce-en-latinoamerica/)

Maqueira, C. (2019 a). Notas de Clase. *Revista UPC*, 32-46.

Tricot. (2021). *tricot.cl*. Recuperado el mayo de 2022, de <https://serviciostricot.cl/>:  
[https://serviciostricot.cl/assets/pdf/memoria\\_anual\\_2021.pdf](https://serviciostricot.cl/assets/pdf/memoria_anual_2021.pdf)

Tricot b. (21 de mayo de 2022 a). *tricot.cl*. Recuperado el mayo de 2022, de  
<https://www.tricot.cl/conocenos>

Tricot. (22 de marzo de 2022 b). *Junta de accionistas*. Recuperado el junio de 2022, de  
tricot.cl: Fuente:  
[https://serviciostricot.cl/pdf/accionistas/Acta\\_final\\_con\\_carta\\_GG\\_2022.PDF](https://serviciostricot.cl/pdf/accionistas/Acta_final_con_carta_GG_2022.PDF)

El Mostrador. (29 de abril de 2021). *elmostrador.cl*. Recuperado el mayo de 2022, de  
<https://www.elmostrador.cl/dia/2021/04/29/1632812/>

El Mostrador. (25 de abril de 2022 a). *Agenda País*. Recuperado el mayo de 2022, de  
elmostrador.cl: <https://n9.cl/hexl1>

Diario Financiero. (28 de mayo de 2019 a). *Empresas, retail*. Obtenido de df.cl:  
<https://n9.cl/sy515>

Banco Central de Chile. (2022 a). *Informe de política monetaria (IPoM)*. Recuperado el  
mayo de 2022, de bcentral.cl:  
<https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/politica-monetaria/informe-de-politica-monetaria>

Banco Central de Chile. (2021 b). *Informe de estadísticas financieras*. (I. d. 2021, Productor) Recuperado el mayo de 2022, de bcentral.cl:  
<https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-segundo-semester-2021>

Banco Central de Chile. (2022 c). *Cuentas Nacionales Trimestrales*. Recuperado el  
mayo de 2022, de bcentral.cl:  
<https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/estadisticas/cuentas-nacionales-trimestrales>

Latercera.com. (Mayo de 2017). Obtenido de  
<https://www.latercera.com/noticia/los-pollak-ad-portas-del-debut-bolsa-tricot/>

ICR-Chile. (2022 de 01 de 2022). *icrchile.cl*. Recuperado el 09 de 2022, de  
Corporaciones:

<https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/forus-s-a-2/comunicados-257/5157-forus-asignacion-de-tendencia-positiva/file>

ICR - Chile. (02 de 08 de 2021). *icrchile.cl*. Recuperado el 09 de 2022, de Corporaciones: La Polar: <https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/empresas-la-polar-s-a-2/informe-s-23/4901-empresas-la-polar-resena-anual-con-cambio-de-clasificacion/file>

Feller-rate. (30 de 06 de 2021). *feller-rate.com*. Recuperado el 09 de 2022, de Empresas Hites S.A.: <https://www.feller-rate.com/w15/cp.php?FRID=14343&id=14060>

suscripcion, L. f. (s.f.). *Diario Financiero*. Obtenido de <https://www.df.cl/empresas/retail/comercio-electronico-en-chile-crecera-32-a-2025-pero-no-opacara-el-rol>

*Diario Financiero*. (2021 b). Obtenido de <https://www.df.cl/empresas/retail/comercio-electronico-en-chile-crecera-32-a-2025-pero-no-opacara-el-rol>

FMI. *Chile Real GDP growth*. (2022). Obtenido de IMF.org: [https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/CHL?year=2022](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/CHL?year=2022)

FMI. *Chile Inflation rate, average consumer prices*. (2022). Obtenido de IMF.org: <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/CHL?zoom=CHL&highlight=CHL>

La Polar. (05 de 2021). *Clasificación de riesgo*. Recuperado el 10 de 2022, de [nuevapolar.cl](https://www.nuevapolar.cl/wp-content/uploads/2021/11/informe-empresas-la-polar-mayo-2021-anual-humphreys.pdf): <https://www.nuevapolar.cl/wp-content/uploads/2021/11/informe-empresas-la-polar-mayo-2021-anual-humphreys.pdf>

*Diario Estrategia, Negocios y Empresas*. (2021). Obtenido de <https://www.diarioestrategia.cl/texto-diario/mostrar/3107912/tricot-adquiere-nueva-casa-matriz-quilicura-avance-e-commerce>

*Datosmacro.com*. (Octubre de 2022). Obtenido de <https://nanourl.org/j6q>

*Diario Financiero*. (2022). Obtenido de <https://acortar.link/4IBphw>

Humphreys. (Diciembre de Diciembre 2021). *Empresas Hites S.A. Anual y Cambio de Clasificación*.

