

Saga Falabella S.A.

Informe Anual

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
3er Prog. de Instrumentos de Corto Plazo	CP-1+(pe)	NM	
1ra Emisión del 2do Prog. de Bonos Corporativos	AA(pe)	AA-(pe)	18/05/2011
2da Emisión del 2do Prog. de Bonos Corporativos	AA(pe)	NM	
1ra y 2da Emisión del 3er Prog. de Bonos Corporativos	AA(pe)	NM	

NM – No modificado anteriormente

Información financiera auditada a diciembre 2014.

Perspectiva

Estable

(S/. MM.)	Dic-14	Dic-13	Dic-12
Ingresos	2,796.8	2,664.7	2,420.4
EBITDA	239.8	267.7	236.4
Flujo de Caja Operativo (CFO)	329.8	42.5	21.8
Mg. EBITDA (%)	8.6%	10.0%	9.8%
Deuda Financiera Total	499,362	476,354	359,438
Caja y valores líquidos	50,109	37,984	41,100
Deuda Financiera / EBITDA (x)	2.1	1.8	1.5
Deuda Financiera Neta / EBITDA (x)	1.9	1.6	1.3
EBITDA / Gastos Financieros (x)	9.4	10.7	9.8

Fuente: Saga Falabella S.A.

Analistas

Elke Braun
(511) 444 5588
elke.braun@aai.com.pe

Nicole Balarezo
(511) 444 5588
nicole.balarezo@aai.com.pe

Fundamentos

Los ratings otorgados a los instrumentos de Saga Falabella se fundamentan en:

El respaldo y *expertise* del Grupo Falabella, principal *retailer* de Chile, que tiene presencia en Argentina, Perú, Colombia, Brasil y recientemente en Uruguay. La matriz, S.A.C.I. Falabella, cuenta con una clasificación de AA (cl), sus inversiones en Perú le reportaron el 22.1% de sus ingresos, país que constituye la plaza más importante, luego de Chile.

En lo que se refiere al segmento de tiendas por departamento en el Perú, la expansión de los últimos años ha hecho posible alcanzar un tamaño de negocio que hoy en día le permite, además de hacer economías de escala, financiar su propio crecimiento y cooperar con la expansión de sus vinculadas a través de los dividendos que reparte a la holding local.

El menor dinamismo del sector consumo, así como factores climáticos como el atraso del invierno, trajeron consigo un ajuste en los márgenes. De esta manera, en el 2014 la Empresa generó un EBITDA de S/. 239.8 millones y un margen EBITDA del 8.6% (S/. 267.7 millones y 10.0% a diciembre 2013, respectivamente).

Por su parte, el ratio Deuda Financiera / EBITDA se ubicó en 2.1x y Deuda Financiera Ajustada / EBITDAR en 2.9x (1.8 y 2.8x en diciembre 2013, respectivamente), ratios que si bien fueron mayores a los del año anterior, se encuentran dentro del rango de su categoría.

La Clasificadora resalta la política de buscar generar ahorros y eficiencias de manera permanente, lo cual va con la estrategia del Grupo, y que permite menguar los impactos de la caída en el margen bruto. Del mismo modo, se destaca la capacidad de la Empresa para levantar fondos de largo plazo y tasas competitivas, lo que le da una holgura respecto a sus obligaciones.

Por otro lado, la Empresa, junto al Banco, son las proveedoras de fondos más importantes para financiar la expansión de los otros negocios que viene desarrollando el Grupo en el Perú; es así que a diciembre 2014 se habían repartido dividendos por S/. 183.0 millones.

A ello se suma como fortaleza, el sólido posicionamiento de la marca Saga Falabella, la misma que se encuentra muy bien ubicada en la mente del consumidor peruano y que ha venido siendo trabajada para ser la primera opción de compra. De ahí que las tiendas Saga Falabella sean las líderes del mercado con una participación mayor al 50%, donde coexisten junto con otros tres jugadores.

La combinación con el negocio financiero a través de su vinculada, Banco Falabella Perú, le otorga ventajas al impulsar el consumo a través del crédito.

Asimismo, el contrato de asociación en participación que mantiene con éste le ha permitido percibir ingresos importantes y de manera recurrente. En este sentido, sí se debe destacar la coyuntura económica favorable que ha permitido mejorar el poder adquisitivo de la población y el impulso del crédito de consumo, lo cual no se daría en un entorno adverso.

Adicionalmente, se destaca el desarrollo inmobiliario a través de Open Plaza Perú y Aventura Plaza, ambas vinculadas han contribuido de manera exitosa a la expansión y diversificación geográfica de las operaciones y a incurrir en un costo menor en expansión al tener sólo que implementar las tiendas, en vez de adquirirlas.

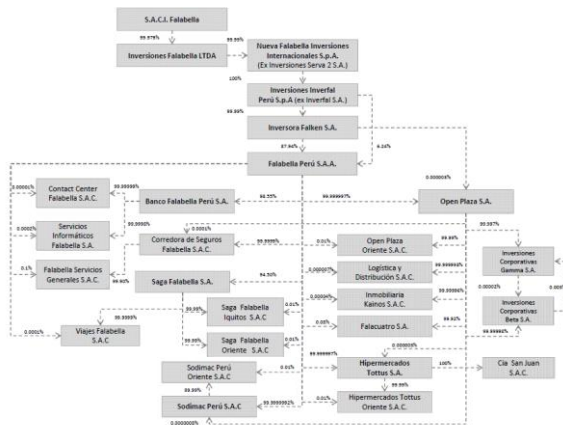
¿Qué podría modificar la clasificación?

Un deterioro en el nivel de apalancamiento medido Deuda Financiera /EBITDA, una disminución en los márgenes de manera sostenida y/o un plan de crecimiento que no vaya acompañado con la capitalización adecuada. Los principales factores de riesgo que afectan el rating de los instrumentos son: (i) la sensibilidad del comercio y los créditos de consumo a movimientos en la actividad económica y el empleo; (ii) el incremento en la competencia proveniente de otros formatos similares y de venta minorista; y, (iii) la competencia informal y el contrabando.

■ **Perfil**

Saga Falabella tiene sus orígenes en la que fuera Sears Roebuck del Perú que comenzó a operar en 1953, la misma que luego cambió su nombre por Sociedad Andina de los Grandes Almacenes (SAGA), cuando Sears decidió retirarse de la región. Posteriormente, en 1995 el Grupo Falabella de Chile adquirió un paquete mayoritario de las acciones de la Empresa, en línea con su estrategia de expansión regional, y en 1999 la Empresa cambió de razón social para convertirse en Saga Falabella.

En la actualidad, Falabella Perú (antes Inversiones y Servicios Falabella del Perú) es el accionista mayoritario de la Empresa:



Acorde con el modelo de negocios de su principal accionista, Saga Falabella complementa su negocio comercial con el negocio inmobiliario a través de sus vinculadas Open Plaza Perú y Aventura Plaza, y con el negocio financiero a través Banco Falabella Perú.

■ **S.A.C.I. Falabella**

El Grupo chileno Falabella es uno de los retailers más grandes de Latinoamérica. Desde sus inicios el Grupo ha buscado la diversificación de sus negocios por lo que en la actualidad opera en los segmentos de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, negocio inmobiliario y retail financiero. Además, el Grupo está presente en Argentina, Perú, Colombia, Brasil y recientemente Uruguay con la apertura de una tienda Sodimac en marzo del presente año.

La matriz S.A.C.I. Falabella, controlada por las familias Solari y Del Río, cuenta con un alto nivel de solvencia reflejada en la clasificación de riesgo local de su deuda de largo plazo, AA (cl) otorgada por Fitch Ratings. A nivel consolidado, durante el 2014 la Matriz facturó US\$13,081 millones (3.0% superior al 2013) y se obtuvo un EBITDA de

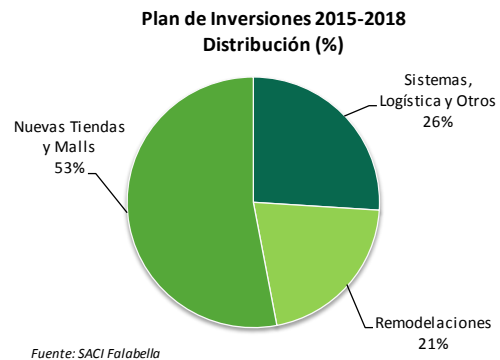
US\$1,752 millones (1.9% superior al obtenido en el 2013). En términos generales, la Matriz venía mostrando un desempeño favorable en todos los países en los que opera producto del dinamismo en los niveles de consumo de la región.

S.A.C.I Falabella y Subsidiarias					
(US\$ millones)	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos	8,689	9,930	11,282	12,694	13,081
EBITDA Op	1,382	1,498	1,568	1,720	1,752
EBITDAR Op	1,493	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Mg. EBITDAR	17%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
U. Neta	917	814	762	846	801
Activos	14,067	15,515	18,107	18,862	19,904
Patrimonio	6,187	6,574	7,282	7,290	7,260

n.d.: No disponible

Fuente: Fitch Ratings, S.A.C.I Falabella

Dado el buen desempeño, el Grupo anunció un plan de crecimiento que implicaría una inversión de US\$4,363 millones hasta el 2018 (el año anterior anunció un plan de US\$4,100 millones hasta el 2017). El nuevo plan contempla 140 tiendas nuevas y 11 nuevos centros comerciales en todas sus plazas.



■ **Estrategia**

La estrategia de crecimiento de Saga Falabella en el Perú se basa en la expansión de sus operaciones en torno al negocio de retail, ya sea a través de la apertura de nuevos locales y/o ampliación de las existentes, ofreciendo una gran diversidad de productos de calidad, moda y tecnología.

Su expansión está respaldada por las actividades de Banco Falabella Perú, el cual administra la tarjeta de crédito CMR y CMR Visa, y ha sido un importante motor de crecimiento y constituye una ventaja frente a otros *retailers* o cadenas especializadas que vienen ingresando al país.

■ **Operaciones**

La Empresa se desempeña en el negocio de tiendas por departamento, cuyas ventas son más sensibles a los ciclos

económicos que en el negocio de supermercados. La mayor sensibilidad se da en los artículos de menor rotación, como son electrodomésticos y electrónica.

No obstante, dados los cambios climáticos, también se viene dando y cada vez de manera más recurrente variaciones en el comportamiento de las compras, lo que termina llevando a realizar mayores descuentos y promociones para liquidar los inventarios. En ese sentido, el otoño 2015 se ha visto postergado y ya se ha anunciado que este año se tendría un invierno cálido, lo cual es imposible anticipar antes de hacer las compras para la campaña respectiva.

La Clasificadora destaca la ventaja de Saga Falabella para realizar compras de manera coordinada con el resto del Grupo, lo cual le otorga un alto poder de negociación con sus proveedores. Su eficiencia en la logística de distribución le permite mantener reducidas mermas, una rotación adecuada de sus inventarios, reducidos deterioros y maximizar el espacio.

A diciembre 2014 la Empresa contaba con 25 tiendas (12 de ellas en provincias) con una superficie de ventas aproximada de 155,226 m² (145,290 m² al cierre del 2013) y ventas por metro cuadrado por S/. 18.0 mil (cifra similar a la del 2013).

Las inversiones que se hicieron en el 2014 y que ya se culminaron fueron: i) una tienda en Iquitos (marzo 2014), la cual se alzó como la segunda en la región selva; ii) una tienda en Lima (mayo 2014), dentro del centro comercial Real Plaza Salaverry, y; iii) una tienda en Huánuco (diciembre 2014).

como Zara, H&M, entre otros; los cuales tienen una estrategia de precios bastante agresiva.

En cuanto a la composición de las ventas, vestuario constituye la principal línea de negocio y representa alrededor del 50% de las ventas, seguida de electrodomésticos con el 30%. Por su parte, las ventas de decoración vienen ganando importancia y se encuentran alrededor del 10%.

Las tarjetas CMR y CMR Visa, emitidas por Banco Falabella Perú (BFP), financian entre el 55 - 60% de las compras de los clientes de Saga Falabella. Asimismo, BFP se ha posicionado como el primer emisor de tarjetas de consumo con 1.5 millones a diciembre 2014, lo cual representa 22.5% (21.5% el año anterior) de todas las tarjetas de crédito de consumo otorgadas por la banca múltiple. Sin embargo, en cuanto a colocaciones de ese tipo, BFP ocupa el quinto lugar, luego del Banco de Crédito, Interbank, Scotiabank Perú y Continental.

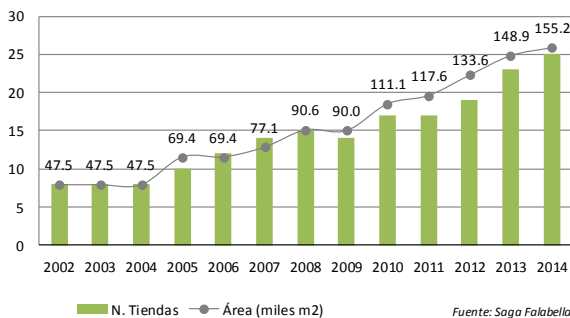
Adicionalmente, la Empresa percibe parte de los ingresos de BFP debido a que las tiendas Saga Falabella representan un importante canal de colocación. Las condiciones de este acuerdo están estipuladas en el Contrato de Asociación en Participación. Se debe destacar que BFP y Saga Falabella son las empresas peruanas proveedoras de fondos para la expansión del Grupo en el Perú, esto dado que se encuentran en una etapa más desarrollada, mientras que el resto de formatos se encuentran aún en un proceso de consolidación.

■ Industria

El negocio de tiendas por departamento en el Perú tuvo sus inicios con la creación de Oeschle en 1888. Pese a la larga trayectoria de este negocio en el país, la penetración de las tiendas por departamento es reducida, porque a finales de la década de los 80's este negocio se vio afectado por la crisis financiera y la hiperinflación, que lo llevó a su quiebra en aquel entonces. Sólo luego de la estabilidad económica lograda en los 90's empezó a desarrollarse nuevamente con el ingreso de los *retailers* chilenos (en 1995).

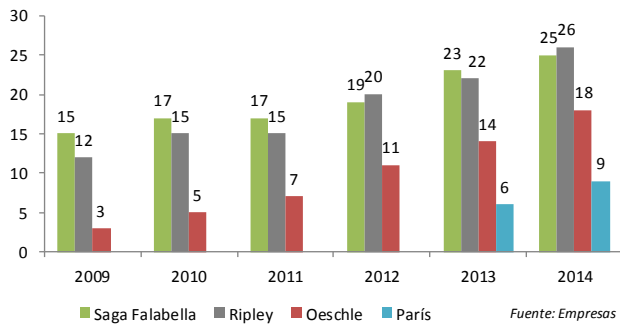
Actualmente, en el mercado local compiten en el formato de tiendas por departamentos Saga Falabella, Ripley, Paris y Oeschle; las tres primeras de capital chileno y la última, de capital nacional (vinculada al Grupo Interbank). De esta manera, a diciembre 2014 en el Perú operaban 78 tiendas por departamento (65 a diciembre 2013). Cabe mencionar que Paris (Grupo Cencosud) hizo su ingreso al mercado peruano en marzo 2013 y que a diciembre 2014 la empresa operaba nueve tiendas (cuatro en Lima, dos en Arequipa, una Cajamarca, una en Ica y otra en Trujillo).

EVOLUCION DEL NUMERO DE TIENDAS Y AREA (miles m2)



La Clasificadora considera importante la expansión en nuevas plazas a nivel nacional como estrategia de crecimiento, dado que permite menguar los efectos de la mayor competencia por parte de jugadores internacionales

EVOLUCIÓN EN EL NÚMERO DE TIENDAS



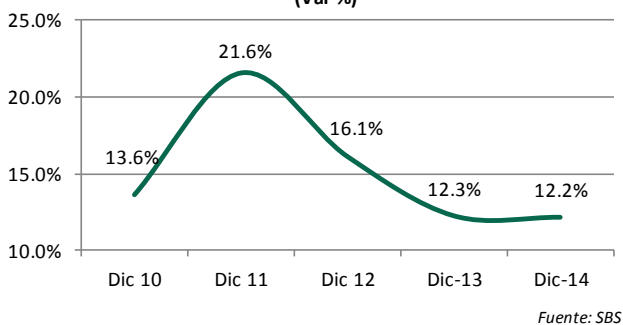
Entre las cadenas Saga Falabella y Ripley se cuenta con 51 tiendas repartidas y con 328,415 m² de ventas a diciembre 2014 (305,723 m² a diciembre 2013).

Las ventas de las cadenas mencionadas se estimaron en S/. 5,588.0 millones y mostraron un crecimiento del 5.7%, lo cual supone una desaceleración respecto a las tasas de crecimiento previas (que superaban el 10.0% en promedio). El menor crecimiento responde a un menor dinamismo del consumo interno nacional, así como factores climáticos como el retraso del invierno que tuvieron un impacto en las ventas del rubro vestuario. De esta manera, el crecimiento del año lo impulsaron principalmente las nuevas aperturas.

En cuanto a la participación en las ventas, el líder sigue siendo Saga Falabella con aproximadamente el 50.0%, seguido de Ripley y Oechsle con el 37.0 y 12.9%. Paris todavía muestra una participación mínima.

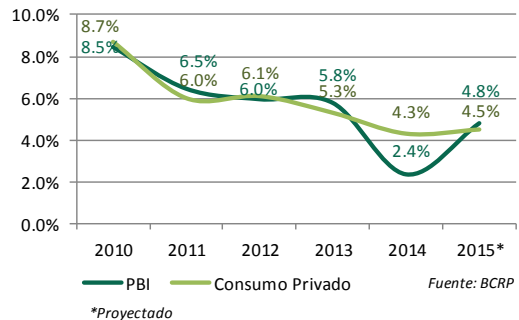
En cuanto al desempeño del crédito de consumo, durante el 2014 se observó un crecimiento de 12.2%, similar al registrado al cierre del año previo, en lo cual habría incidido una serie de medidas cautelosas implementadas por el regulador con el objetivo de preservar un crecimiento sano, a lo cual se sumó el menor crecimiento del PBI.

COLOCACIONES BRUTAS EN CONSUMO SISTEMA BANCARIO (Var %)



De acuerdo a las proyecciones del Banco Central de Reserva (BCRP), para el 2015 se espera un crecimiento del consumo privado de 4.5%, lo cual iría en línea con un aumento en los ingresos asociado a las políticas de reducción de las tasas impositivas sobre los salarios. Asimismo, se esperaba que el PBI muestre un mayor dinamismo y tenga un crecimiento de 4.8% anual sustentado principalmente en una mayor actividad pecuaria, minera y manufacturera. No obstante, el primer trimestre muestra que las medidas para reactivar la economía no han sido suficientes y que más bien los conflictos anti mineros tendrían un impacto en la confianza del inversionista y ya algunas consultoras han ido ajustando su proyección del PBI; tal es el caso de Apoyo Consultoría, que proyecta un crecimiento del 2.7% para el presente año.

EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO Y PBI (VAR %)



No obstante, se debe destacar la recomposición de los niveles socioeconómicos en el Perú. La base de la pirámide (niveles D – E) ha venido experimentando importantes cambios en su estructura, lo cual evidencia una migración hacia los niveles más altos, así como una mejora en el nivel de ingresos y en la calidad de vida de los peruanos.

Los retornos del negocio y el potencial desarrollo del mismo vienen atrayendo la entrada de nuevos competidores. De esta manera, en el 2012 hizo su entrada la española Zara, en octubre 2014 ingresó Forever 21 y, recientemente, en mayo 2015, hizo su ingreso H&M, todas ellas competidores en el rubro de vestuario, principal fuente de ingresos de las tiendas por departamentos; y con una estrategia de precios bajos y alta rotación. A ello se suma que para el 2015, Cenconsud espera introducir la marca Umbrale en el Perú.

Al respecto, la Clasificadora considera que los márgenes se van a ver ajustados, dado que dichas operadoras internacionales cuentan con mayores sinergias y presencia a nivel mundial. De esta manera, los *retailers* tradicionales tendrán que ser más creativos para fidelizar a sus clientes, y mantener una estructura eficiente de gastos que le

permitan generar eficiencias en su operación y ser más competitivos.

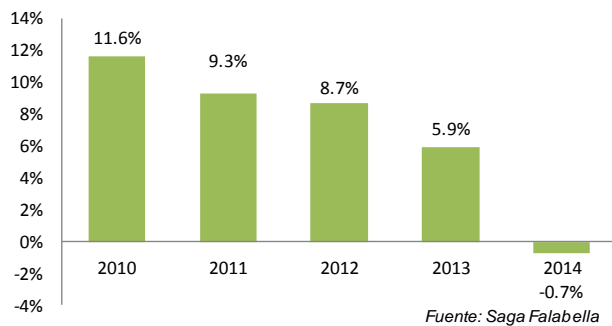
Por último, se debe mencionar el crecimiento y expansión de tiendas menores especializadas en indumentaria (boutiques) que ofrecen productos exclusivos y que van dirigidas a un público más selecto y por ende reducido

■ Desempeño Financiero

Durante el 2014 Saga Falabella facturó S/. 2,796.8 millones y mostró un crecimiento de 5.0% respecto al 2013, tasa inferior a la registrada en el periodo anterior (+10.1%). El crecimiento se explica en parte por la inauguración de tres nuevos locales (Iquitos, Lima y Huánuco), lo cual se tradujo en un crecimiento de la superficie de ventas (155,226 m² en diciembre 2014 vs 145,290 m² en diciembre 2013). Asimismo, el canal de ventas por internet viene desempeñándose bien, aunque todavía su participación en las ventas es mínima.

Sin embargo, cabe señalar que durante el periodo se dio un decrecimiento de las ventas por local equivalente, esto es, las ventas a nivel de SSS, que se redujeron en 0.7% al cierre del 2014. Esto se debe a un menor dinamismo del consumo nacional así como factores climáticos, como el retraso de la llegada del invierno, que impactaron la operación de la primera mitad del año principalmente.

Crecimiento Same Store Sale (SSS)



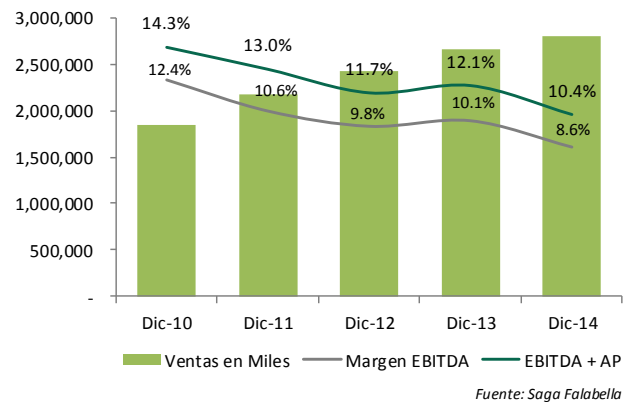
De esta manera, el bajo dinamismo del sector consumo trajo consigo una mayor actividad promocional, lo cual, sumado a mayores costos de ventas producto de las nuevas tiendas y al incremento del costo de los productos importados ante la apreciación del dólar, derivó en una caída del margen bruto. Así, a diciembre 2014 dicho indicador pasó a ser 28.4%, inferior al 30.3% registrado en diciembre 2013. La Clasificadora, tras observar los niveles históricos, considera que el nivel normal del margen bruto está entre 30 – 31%.

Tal y como se viene presentando el 2015, para la Clasificadora es muy probable que el margen bruto se mantenga similar al del 2014.

Por otro lado, los gastos operativos se incrementaron en 3.7% respecto al cierre del 2013, producto de una mayor contratación de servicios de terceros para la apertura de las tres tiendas mencionadas. No obstante, durante el periodo se logró una mayor productividad, de manera que los gastos operativos representaron el 21.9% de los ingresos, ligeramente por debajo de lo registrado en diciembre 2013 (22.2%). Cabe resaltar que la política de la Matriz, y que decanta también en las subsidiarias es la del ahorro, y en ese sentido se viene evaluando de cerca las posibilidades que se pueden dar en los procesos de distribución y logística de manera permanente; por lo que es de esperarse que la participación de los gastos operativos se mantenga estable o reduzca paulatinamente.

No obstante, el menor crecimiento relativo de las ventas, así como los mayores costos de la mercadería, impactaron en el EBITDA, el cual pasó a ser S/. 239.8 millones, inferior en 10.4% a los S/. 267.7 millones del 2013, aunque se mantiene por encima del promedio de los últimos años. De manera similar, el margen EBITDA se redujo de 10.0 a 8.6% durante el periodo de análisis.

VENTAS (Miles S/.) Y MARGEN EBITDA



Con la idea de seguir mejorando el margen, la Empresa sigue abocada en ser la primera alternativa de compra de sus clientes, estrategia que es la misma que se viene aplicando a nivel de todas las empresas del Grupo y a nivel regional. Para ello se sigue trabajando en mejorar el mix de productos, calidad y servicio al cliente.

Por otro lado, dado el potencial y buen desempeño que vienen mostrando las ventas por internet, el Grupo planea realizar mejoras en tecnología y logística para enfrentar de manera competitiva la demanda creciente en dicho canal.

Asimismo, la Empresa sigue trabajando en proyectos que buscan elevar la productividad y eficiencia, así como en realizar constantes sinergias con el Grupo, de tal manera que pueda estar mejor preparada ante la nueva competencia y mostrar mayor flexibilidad para adecuarse a las nuevas condiciones del mercado.

Por otro lado, cabe resaltar que la Empresa tiene compromisos por alquileres que ascienden a S/. 72.2 millones al año.

ASOCIACION EN PARTICIPACION E INGRESO GENERADO

	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos por CAP*	34,588	52,253	46,437	53,812	52,321
Aportes por CAP*	78,550	199,950	62,950	75,400	178,700

Fuente: Saga Falabella

Asimismo, se debe señalar que la Empresa percibe parte de los ingresos que genera el Banco Falabella Perú por el contrato de Asociación en Participación. En el 2014 el ingreso por este concepto ascendió a S/. 52.3 millones, similar a lo percibido en el 2013 (S/. 53.8 millones).

Si se consideran estos ingresos como parte del EBITDA, éste ascendería a S/. 292.1 millones y el margen EBITDA ascendería a 10.4% (S/. 322.5 millones y 12.1% el año anterior, respectivamente).

Por otro lado, si bien en el 2013 la Empresa tuvo una pérdida por diferencia de cambio de S/. 9.8 millones, en el 2014 se logró obtener ganancias por S/. 0.3 millones por el mismo concepto. No obstante, producto del menor margen, la utilidad neta del año fue S/. 136.6 millones, 18.2% inferior a la registrada a diciembre 2013 (S/. 167.0 millones).

La Empresa financia sus operaciones comerciales básicamente con proveedores, mientras que sus planes de expansión son financiados a largo plazo con el sistema financiero, el mercado de capitales y caja.

Al cierre del 2014 el ciclo de caja fue de 79 días, nivel similar que había mantenido, con excepción de diciembre 93 (108 días) en que la rotación de los inventarios superó los 100 días por la inauguración en dicho mes de la tienda de Pucallpa. Por otro lado, y como se sabe, la Empresa es muy activa en estar evaluando las ventajas de realizar pronto pago a sus proveedores.

■ Estructura de Capital

En el 2014 la deuda financiera se elevó de S/. 476.4 a 499.4 millones. Así, a diciembre 2014 la participación de la deuda de corto plazo fue de 68.2%, superior al 59.8% que

representaba al cierre del año anterior y muy por encima de lo que se venía mostrando.

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14
Plazo					
CP	65.3%	61.7%	49.6%	59.8%	68.2%
LP	34.7%	38.3%	50.4%	40.2%	31.8%
Fuente					
Sobregiros	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Instrumentos CP	0.0%	9.1%	13.9%	0.0%	0.0%
Préstamos CP	43.3%	43.1%	26.1%	52.0%	60.9%
Bonos	48.4%	45.5%	58.9%	47.8%	38.3%
Préstamos y Leasings LP	8.3%	2.2%	1.1%	0.1%	0.8%
Total (S/. MM)	162.4	314.2	359.4	476.4	499.4

Fuente: Saga Falabella

Cabe mencionar que en el 2010 se realizó un trabajo importante por recomponer parte importante de la deuda a largo plazo, para lo cual se inscribió en el mercado el Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos. Sin embargo, nuevamente se han concentrado en el corto plazo. Ante dicha situación, se tiene planeado reestructurar parte de la deuda vía el mercado de capitales, de tal manera que se extienda el *duration* de la misma.

Es importante resaltar que, en términos generales, el financiamiento total de las operaciones (deuda financiera y proveedores) respecto a las ventas fue de 26.2% a diciembre 2014, similar al promedio de los cuatro años previos (26.4%).

PROVEEDORES Y DEUDA FINANCIERA

Miles S/.	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14
Proveedores	241,793	196,722	230,068	204,451	233,218
Deuda Financiera	162,380	374,170	359,438	476,354	499,362
Total	404,173	570,892	589,506	680,805	732,580
Ventas Anuales	1,848,446	1,688,140	2,422,332	2,664,740	2,796,846
Partc. sobre las Ventas	21.9%	33.8%	24.3%	25.5%	26.2%

Fuente: Saga Falabella

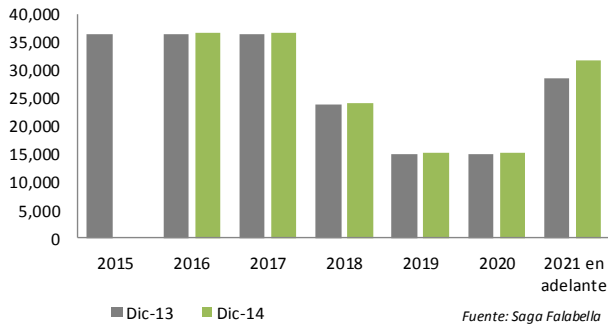
A diciembre 2014 el saldo de los bonos emitidos ascendió a S/. 191.5 millones (S/. 227.9 millones a diciembre 2013), saldo que representaba el 38.3% del total de la deuda mantenida y que le permitió ampliar el *duration* de la deuda a un costo relativamente bajo.

A diciembre 2014 las tasas del fondeo fluctúan entre 4.35 y 7.56%. En cuanto al cronograma de la deuda de largo plazo, éste se mantiene similar al del 2013, dado que la deuda de corto plazo es la que se ha incrementado. De esta manera, la mayor amortización proyectada se daría en el 2017 y sería por un monto de S/. 36.6 millones, monto que es cubierto de manera holgada por el EBITDA anual (S/.239.8 millones en el 2014), aun considerando gastos financieros cercanos a los S/. 25 millones e inversiones en activo fijo en promedio de S/. 71 millones. Sin embargo, se debe considerar que el reparto de dividendos en el 2014

representó el 76.3% del EBITDA y el 195% de lo repartido el año anterior.

De esta manera, el ratio Deuda Financiera / Capitalización se elevó a 62.1%, nivel que sí es considerado elevado dentro de los pares para la misma categoría de riesgo; por lo que la Clasificadora espera que se reduzca a niveles similares a lo mostrado en el 2010.

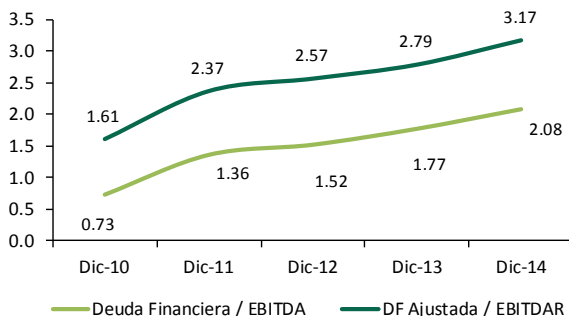
CRONOGRAMA DE AMORTIZACION (Miles S./.)



Dadas las necesidades de inversión y requerimientos de capital de trabajo, así como para atender un mayor pago excepcional de dividendos, en el 2014 se tomó nueva deuda, lo cual sumado a la menor generación del periodo, elevó el ratio Deuda Financiera / EBITDA a 2.1x, luego de que fuera 1.8x al cierre del 2013 y 1.5x al cierre del 2012; sin embargo, el nivel mostrado está acorde con el perfil de riesgo de la Empresa.

Si se considera el ajuste por alquileres, el ratio Deuda Financiera Ajustada / EBITDAR se elevó de 2.8x a 3.2x entre diciembre 2013 y diciembre 2014 (2.6x al cierre del 2012), similar al que el Grupo muestra (2.5x) en su negocio retail pero considerando el financiamiento de la tarjeta de crédito que administra dentro de las tiendas por departamento en Chile.

COBERTURA DE DEUDA (X) **



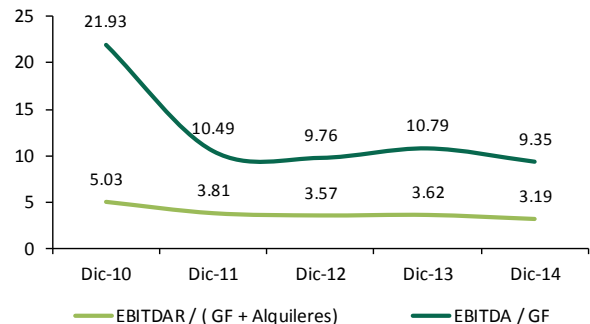
* El EBITDA y EBITDAR consideran la participación de los trabajadores.
**Ajustada por alquileres

Por otro lado, si bien se tiene un plan más dinámico en lo que se refiere a la apertura de nuevas tiendas, el costo promedio de implementar una tienda nueva viene elevándose por la escasez de terrenos y por el alza en los precios de los materiales de construcción. Hoy en día el costo fluctúa alrededor de US\$10 - 15 millones sólo la implementación (es decir, una tienda que abre en un centro comercial) y depende mucho de la ubicación de la misma.

Como ya se mencionó, Saga Falabella inauguró tres nuevas tiendas durante el 2014 y se tuvo una inversión en activos fijos (S/. 73.6 millones) similar a la de los últimos dos años, monto que es fácilmente financiable por la Empresa, ya que cuenta con líneas bancarias aprobadas por S/. 473 millones con bancos del sistema financiero nacional.

La cobertura de los gastos financieros que estuvo cerca de 10.8x a inicios del año, se redujo a 9.4x a diciembre 2014 como resultado del mayor nivel de endeudamiento. Cabe mencionar que ésta tendería a disminuir por el mayor saldo de deuda, pero no pondría en riesgo la capacidad de pago de la Empresa.

COBERTURA GASTOS FINANCIEROS (X)



* El EBITDA considera la participación de los trabajadores.

Por otro lado, el Flujo de Caja Operativo (CFO) de la Empresa a diciembre 2014 fue positivo por S/. 329.8 millones, superior a los S/. 42.5 millones registrados a diciembre 2013 como resultado del mejor manejo de los inventarios. De esta manera, los mayores flujos operativos permitieron realizar inversiones en activo fijo por S/. 73.6 millones (S/. 78.0 millones a diciembre 2013), y repartir dividendos por S/. 183.0 millones (S/. 94.0 millones a diciembre 2013), con lo cual se tuvo un Flujo de Caja Libre (FCF) de S/. 73.2 millones. Esto permitió cubrir otras actividades de inversión y, junto con la nueva deuda, resultaron en una variación de caja de S/. 5.0 millones al cierre del 2014 (-S/. 4.3 millones a diciembre 2013).

Al respecto, la Clasificadora espera que se retorne a una posición más conservadora de dividendos, que esté más acorde a la coyuntura económica y al plan de expansión, que permita mantener un ratio de capitalización sano.

En otros años no tan favorables económicamente, donde ha habido una desaceleración y como consecuencia una menor generación de caja operativa, la estrategia de la Compañía ha sido ajustar inversiones y restringir los dividendos repartidos. Ello ocurrió en el 2009, año de desaceleración económica donde se tuvo un CFO de S/.149.1 millones, y que dado el ajuste de las inversiones y menores dividendos se logró cerrar el año con un FCF parecido al del 2010, lo que le permitió cumplir con las obligaciones financieras sin ningún problema.

Respecto a los dividendos, en Junta General de Accionistas de setiembre 2008 se precisó la política de distribución de dividendos de la Empresa. En línea con ésta, Saga Falabella se encuentra autorizada a distribuir anualmente el 30% de sus resultados acumulados al cierre de cada ejercicio, luego de la detracción del 10% para la Reserva Legal, salvo que la Junta General apruebe un porcentaje mayor o menor, o la reinversión de utilidades por necesidad de nuevas inversiones, debiendo contar con la recomendación previa del Directorio a fin de variar dicho porcentaje.

DIVIDENDOS REPARTIDOS Y CAPITALIZACIÓN DE RESULTADOS

	2010	2011	2012	2013	2014
Dividendos	60,000	90,498	92,800	94,000	183,134
Capitalización	-	150,725	-	-	-

Fuente: Saga Falabella

En el 2014 no hubo capitalización de resultados; sin embargo, es importante mencionar que en el 2011 se capitalizaron S/. 150.7 millones de resultados acumulados y que dentro de la estrategia del Grupo está el mantener un ratio Pasivo / Patrimonio alrededor de 1.5x (1.58x a diciembre 2014).

Por último, cabe destacar que según funcionarios de la Empresa, ésta no mantiene contingencias significativas ni deuda fuera de balance.

■ Características de los Instrumentos

Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo

El Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Saga Falabella S.A. es hasta por un monto máximo en circulación de S/. 150.0 millones o su equivalente en moneda nacional o extranjera, respectivamente.

A diciembre 2014, si bien el Programa estaba vigente, no había ninguna emisión en el mercado.

Segundo Programa de Emisión de Bonos Corporativos de Saga Falabella

En Junta General de Accionistas de setiembre 2008 se aprobó la emisión de bonos corporativos dentro del Segundo Programa de Emisión de Bonos Corporativos de Saga Falabella Perú S.A. hasta por un monto de S/. 200 millones o su equivalente en dólares. El Programa tiene un plazo de emisión de dos años contados a partir de su fecha de inscripción en SMV, prorrogable por un período similar. Los bonos se emitirán en una o más emisiones y se encontrarán respaldados con la garantía genérica del patrimonio del Emisor.

Entre las principales restricciones aplicables al Emisor durante la vigencia del presente Programa pueden destacarse: i) mantener activos libres (valor contable) por un monto igual o superior a los S/. 180 millones (cifra reajutable anualmente); ii) mantener un índice de endeudamiento no mayor a 3.0x al cierre de los ejercicios trimestrales de cada año; iii) que el total de sus cuentas por cobrar a vinculadas y/o afiliadas no exceda el 8% del total de sus activos; iv) mantener un patrimonio mínimo de S/. 130 millones (cifra reajutable anualmente); v) mantener un índice de cobertura de intereses mayor o igual a 3.0x al cierre de los periodos trimestrales de cada año; y, vi) mantener un índice de cobertura de servicio de deuda no menor a 1.4x al cierre de los periodos trimestrales de cada año.

Las emisiones colocadas a diciembre 2014 son:

SEGUNDO PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS VIGENTES A DICIEMBRE 2014

Emisión	Serie	Monto	Tasa	Fecha de Colocación	Fecha de Vcto.
		Inicial (Miles S/.)			
1ra	A	50,000	6.34375%	dic-10	dic-17
1ra	B	50,000	7.56250%	may-11	may-18
2da	A	50,000	7.09375%	jul-11	jul-18

Fuente: Saga Falabella

Tercer Programa de Emisión de Bonos Corporativos de Saga Falabella

En Junta General de Accionistas de marzo 2011 se aprobó la emisión de bonos corporativos dentro del Tercer Programa de Emisión de Bonos Corporativos de Saga Falabella Perú S.A. hasta por un monto de S/. 300 millones o su equivalente en dólares. Los bonos se emitirán en una o más emisiones y se encontrarán respaldados con la garantía genérica del patrimonio del Emisor. El presente programa tiene exactamente las mismas restricciones que

se aplican en el caso del Segundo Programa de Bonos Corporativos.

Las emisiones colocadas hasta diciembre 2014 son:

**TERCER PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS
 VIGENTES A DICIEMBRE 2014**

Emisión	Serie	Monto Inicial (Miles S/.)	Tasa	Fecha de Colocación	Fecha de Vcto.
1ra	A	60,000	5.81250%	may-12	may-22
1ra	B	40,000	5.40625%	ago-12	ago-22
2da	A	50,000	5.00000%	abr-13	abr-23

Fuente: Saga Falabella

Resumen Financiero - Saga Falabella

Tipo de Cambio S/US\$ a final del Período	2.986	2.800	2.550	2.696	3.891	2.891
	dic-14	dic-13	dic-12	dic-11	dic-10	dic-09
Rentabilidad						
EBITDA	239,770	267,650	236,373	231,971	229,720	179,698
Mg. EBITDA	8.6%	10.0%	9.8%	10.6%	12.4%	11.0%
EBITDAR	311,936	335,145	295,758	284,351	269,717	215,565
Margen EBITDAR	11.2%	12.6%	12.2%	13.0%	14.6%	13.3%
FCF / Ingresos	2.6%	-4.9%	-6.0%	-7.7%	5.5%	6.5%
ROE	21.8%	27.3%	23.3%	28.5%	36.4%	30.6%
Cobertura						
EBITDA / Gastos financieros	9.35	10.75	9.76	10.53	16.83	8.56
EBITDAR / (Gastos financieros + Alquileres)	3.19	3.63	3.54	3.82	5.03	3.79
EBITDA / Servicio de deuda	0.65	0.86	1.17	1.07	1.92	0.91
EBITDAR / Servicio de deuda	0.71	0.89	1.13	1.06	1.69	0.92
FCF / Servicio de deuda	0.27	-0.34	-0.60	-0.67	0.96	0.64
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	0.41	-0.21	-0.40	-0.47	1.65	0.78
CFO / Inversión en Activo Fijo	4.48	0.55	0.29	-0.55	4.48	11.58
Estructura de capital y endeudamiento						
Deuda Financiera ajustada / Capitalización	62.1%	59.0%	57.1%	55.6%	47.5%	59.2%
Deuda financiera total / EBITDA	2.08	1.78	1.52	1.35	0.71	1.22
Deuda financiera neta / EBITDA	1.87	1.64	1.35	1.17	0.35	1.07
Deuda ajustada total / EBITDAR	3.17	2.79	2.58	2.36	1.61	2.15
Deuda ajustada neta / EBITDAR	3.01	2.68	2.44	2.20	1.31	2.02
Costo de financiamiento estimado	5.3%	6.0%	7.2%	9.1%	7.4%	7.6%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	68.2%	59.8%	49.6%	61.9%	65.3%	80.6%
Balance						
Activos totales	1,557,928	1,522,475	1,360,132	1,299,622	1,065,585	809,897
Caja e inversiones corrientes	50,109	37,984	41,100	43,589	81,663	26,897
Deuda financiera Corto Plazo	340,448	284,839	178,316	194,329	106,016	176,676
Deuda financiera Largo Plazo	158,914	191,515	181,122	119,827	56,363	42,434
Deuda financiera total	499,362	476,354	359,438	314,156	162,380	219,110
Deuda financiera total con Equity Credit	499,362	476,354	359,438	314,156	162,380	219,110
Deuda fuera de Balance	490,729	458,966	403,818	356,184	271,980	243,896
Deuda ajustada total	990,091	935,320	763,256	670,340	434,360	463,006
Patrimonio Total	603,888	649,179	573,015	534,946	480,491	319,638
Capitalización ajustada	1,593,979	1,584,499	1,336,271	1,205,286	914,852	782,644
Flujo de caja						
Flujo generado por las operaciones (FFO)	n.d.	n.d.	160,847	147,803	n.d.	129,260
Variación de capital de trabajo	n.d.	n.d.	-152,264	-175,260	n.d.	19,853
Flujo de caja operativo (CFO)	329,827	42,508	21,847	-27,457	208,314	149,113
Inversiones en Activos Fijos	-73,599	-77,988	-75,082	-49,947	-46,479	-12,882
Dividendos comunes	-183,024	-93,968	-92,835	-90,465	-60,098	-30,000
Flujo de caja libre (FCF)	73,204	-129,448	-146,070	-167,869	101,737	106,231
Adquisiciones y Ventas de Activo Fijo, Netas	-63,723	-77,988	-75,079	-49,862	-46,090	-12,832
Otras inversiones, neto	-74,321	32,347	185,043	-73,489	18,595	11,040
Variación neta de deuda	19,368	110,335	-14,044	223,310	-50,963	-108,000
Otros financiamientos, netos	-23,149	-17,545	-24,876	-19,774	-15,786	-25,640
Variación de caja	4,978	-4,311	56	-37,737	53,972	-16,319
Resultados						
Ingresos	2,796,846	2,664,740	2,420,365	2,180,319	1,848,446	1,626,687
Variación de Ventas	5.0%	10.1%	11.0%	18.0%	17.6%	5.8%
Utilidad operativa (EBIT)	181,416	214,716	185,289	188,988	193,152	143,946
Gastos financieros	25,634	24,908	24,208	22,036	13,653	21,001
Alquileres	72,166	67,495	59,385	52,380	39,997	35,867
Dividendos preferentes						
Resultado neto	136,591	167,043	129,081	144,586	145,435	88,629
Información y ratios sectoriales						
Crecimiento SSS (nominal y no incluye IGV)	-0.7%	5.9%	6.7%	9.3%	11.6%	-0.1%
N. Tiendas	25	23	19	17	17	14

Vencimientos de Deuda de Largo Plazo (a dic 2014 en Miles S/.)	2016	2017	2018	2019	2020+
	36,559	36,559	24,059	15,131	46,749

* Los EEFF incluyen la participación de trabajadores dentro de los gastos operativos.

EBITDA: Utilidad operativa + gastos de depreciación y amortización.

FFO: Resultado neto + Depreciación y Amortización + Resultado en venta de activos + Castigos y Provisiones + Otros ajustes al resultado neto + variación en otros activos + variación de otros pasivos - Dividendos preferentes.

Variación de capital de trabajo: Cambio en cuentas por pagar comerciales + cambio en existencias - cambio en cuentas por pagar comerciales.

CFO: FFO + Variación de capital de trabajo.

FCF= CFO + Inversión en activo fijo + pago de dividendos comunes.

Cargos fijos= Gastos financieros + Dividendos preferentes + Arriendos.

Deuda fuera de balance: Incluye fianzas, avales y arriendos anuales multiplicados por el factor 6.8.

Servicio de deuda: Gastos financieros + deuda de corto plazo.

ANTECEDENTES

Emisor:	Saga Falabella S.A.
Domicilio legal:	Paseo de la República 3220 San Isidro, Lima – Perú
RUC:	20100128056
Teléfono:	(511) 616 1000

RELACIÓN DE DIRECTORES

Juan Xavier Roca Mendenhall	Presidente del Directorio
Gonzalo Somoza García	Director
Gianfranco Castagnola Zúñiga	Director
Juan Pablo Montero Schepeler	Director
Alonso Rey Bustamante	Director
Francisco Vallauri Flores	Director
Miguel Arrau García Hidobro	Director

RELACIÓN DE EJECUTIVOS

Juan Xavier Roca Mendenhall	Vicepresidente Ejecutivo (Country Manager)
Alex Zimmermann Franco	Gerente General
Felipe Flores Gorriti	Gerente de Recursos Humanos
Julio Alcalde Alcalde	Gerente de Finanzas
César Hashimoto Kuroda	Gerente de Sistemas
Nancy Samalvides Meza	Gerente de Contabilidad
Javier Vidal Olcese	Gerente de Proyectos Inmobiliarios
Miguel Plaza Málaga	Gerente de Negocios
Edmundo Muñoz Deza	Gerente Comercial
Mauricio Franco	Gerente de Logística
Fernando Guerrero	Gerente de Auditoría
Mauricio Castro	Gerente de Score Planning

RELACIÓN DE ACCIONISTAS

Inversiones y Servicios Falabella Perú S.A.	95.7%
Otros	4.3%

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución CONASEV N° 074-98-EF/94.10, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los instrumentos de **Saga Falabella S.A.**

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación</u>
Valores que se emitan en virtud del Tercer Programa de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo de Saga Falabella S.A., hasta por un monto máximo en circulación de S/. 150.0 millones o su equivalente en Dólares.	Categoría CP-1+ (pe)
1ra y 2da Emisión del Segundo Programa de Bonos Corporativos de Saga Falabella S.A.	Categoría AA (pe)
1ra y 2da Emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos de Saga Falabella S.A.	Categoría AA (pe)
Perspectiva	Estable

Definiciones

CATEGORÍA CP-1 (pe): Corresponde a la más alta capacidad de pago oportuno de sus obligaciones reflejando el más bajo riesgo crediticio.

CATEGORÍA AA (pe): Corresponde a una muy alta capacidad de pago oportuno de las obligaciones, reflejando un muy bajo riesgo crediticio. Esta capacidad no es significativamente vulnerable a eventos imprevistos.

(+) Corresponde a instituciones con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.

(-) Corresponde a instituciones con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.

Perspectiva: Indica la dirección en que se podría modificar una clasificación en un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no implica necesariamente un cambio en la clasificación. Del mismo modo, una clasificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin que la perspectiva se haya modificado previamente a positiva o negativa, si existen elementos que lo justifiquen.

(*) Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales (AAI) Clasificadora de Riesgo, constituyen una opinión profesional independiente y en ningún momento implican una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que AAI considera confiables. AAI no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y AAI no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las Clasificadoras.

Limitaciones- En su análisis crediticio, AAI se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como AAI siempre ha dejado en claro, AAI no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de AAI, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de AAI. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.