

Saga Falabella S.A.

Informe Anual

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
1ra Emisión del 2do Prog. de Bonos Corporativos	AA+(pe)	AA(pe)	25/05/2016
2da Emisión del 2do Prog. de Bonos Corporativos	AA+(pe)	AA(pe)	25/05/2016
1ra y 2da Emisión del 3er Prog. de Bonos Corporativos	AA+(pe)	AA(pe)	25/05/2016

Información financiera auditada a diciembre 2015.

Perspectiva

Estable

(S/. MM.)	Dic-15	Dic-14	Dic-13
Ingresos	2,911.0	2,833.9	2,664.7
EBITDA	270.8	239.0	267.7
Flujo de Caja Operativo (CFO)	123.5	331.2	42.5
Mg. EBITDA (%)	9.3%	8.4%	10.0%
Deuda Financiera Total	556,935	499,504	476,354
Caja y valores líquidos	83,594	56,054	37,984
Deuda Financiera / EBITDA (x)	2.1	2.1	1.8
Deuda Financiera Neta / EBITDA (x)	1.7	1.9	1.6
EBITDA / Gastos Financieros (x)	10.4	9.3	10.7

Fuente: Saga Falabella S.A.

Fundamentos

En sesión de comité se decidió modificar el rating de los instrumentos de largo plazo a AA+(pe) de AA(pe), ello fundamentado en la resiliencia mostrada en un entorno económico menos favorable y de mayor competencia. A ello se suma un soporte más sólido, el cual se ha manifestado en el *upgrade* realizado al rating internacional del IDR de su matriz, S.A.C.I. Falabella, de BBB a BBB+ por Fitch, y la importancia relativa de las inversiones realizadas por ésta en el Perú, las cuales ya representan el 25.0% de sus ingresos.

Asimismo, el rating se fundamenta en:

La fortaleza de la operación en Perú. Así, pese al menor dinamismo del sector consumo, así como factores climatológicos que llevaron a un retraso en la llegada del invierno en el 2015, el desempeño de Saga Falabella fue satisfactorio e inclusive trajo consigo una mejora en el margen bruto y EBITDA respecto del 2014. De esta manera, en el 2015 la Empresa generó un EBITDA de S/. 270.8 millones y un margen EBITDA del 9.3% (S/. 239.0 millones y 8.4% a diciembre 2014, respectivamente), ello pese al ingreso de competidores internacionales dirigidos al *fast fashion*.

Por su parte, el ratio Deuda Financiera / EBITDA se ubicó en 2.1x y Deuda Financiera Ajustada / EBITDAR en 3.1x (2.1 y 3.2x en diciembre 2014, respectivamente), ratios que se encuentran dentro del rango de su categoría y que le permiten financiar su plan de crecimiento orgánico (de dos a tres tiendas máximo por año) de manera holgada.

La Clasificadora resalta la política permanente de la Empresa de buscar generar ahorros y eficiencias, lo cual está alineado con la estrategia del Grupo, y que permite menguar las fluctuaciones negativas que se pudieran presentar en el margen bruto. Del mismo modo, se destaca la capacidad de la Empresa para levantar fondos de largo plazo y a tasas competitivas, lo que le otorga flexibilidad respecto a sus obligaciones.

Por otro lado, se destaca la capacidad de la Empresa para generar caja. De esta manera, junto al Banco, son las proveedoras de fondos de la Holding local, lo que le ha permitido financiar la expansión de los otros negocios que viene desarrollando en el Perú. Así, durante el 2015 Saga Falabella repartió dividendos por S/. 89.9 millones.

A ello se suma 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%.

Analistas

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

Mariana de Orbegoso
(511) 444 5588
mariana.deorbegoso@aai.com.pe

La combinación con el negocio financiero a través de su vinculada, Banco Falabella Perú, la misma que le otorga ventajas al impulsar el consumo a través del crédito. Asimismo, se destaca el contrato de asociación en participación que mantiene con éste y que le ha permitido percibir ingresos importantes (S/. 62.3 millones en el 2015) y de manera recurrente y que no han sido considerados por la Clasificadora como parte del EBITDA.

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 de Saga Falabella y de los demás formatos con los que el Grupo está presente en el Perú, lo cual permite en conjunto, ser la oferta retail más potente y en el caso de Saga Falabella incurrir en un menor costo de expansión al tener sólo que implementar las tiendas, en vez de adquirirlas.

Los principales factores de riesgo que limitan los ratings otorgados 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.

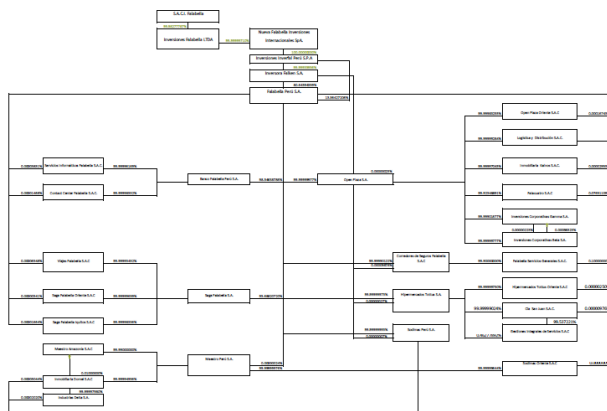
¿Qué podría modificar la clasificación?

Un nivel de apalancamiento, medido Deuda Financiera /EBITDA, de manera sostenida por encima de 2.5x, un deterioro persistente en los márgenes que no fueran acompañados con mayores eficiencias, y/o un plan de crecimiento que no vaya acompañado con la capitalización adecuada.

■ 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 es el accionista mayoritario de la Empresa:



Acorde con el modelo de negocios de su principal accionista, Saga Falabella complementa su negocio comercial con los otros formatos que maneja el Grupo, donde destaca el negocio inmobiliario a través de sus vinculadas Open Plaza Perú y Aventura Plaza, y 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, Uruguay y próximamente en México para lo cual ha firmado (en abril del presente año) un acuerdo de entendimiento con la mexicana Soriana, empresa dueña de la segunda cadena de supermercados más grande en dicho país, para desarrollar de manera conjunta en ese país una cadena de tiendas de mejoramiento del hogar y un negocio de servicios financieros.

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 2015 la Matriz facturó US\$12,815 millones (2.0% inferior al 2014) y se obtuvo un EBITDA de US\$1,752 millones (2.8% inferior al obtenido en el 2014). Cabe mencionar que dichas caídas incorporan un efecto cambiario ante la devaluación del peso chileno; sin embargo, las cifras a tipo de cambio constante hubieran mostrado un crecimiento de 12.4 y 11.5% en facturación y EBITDA, respectivamente. En términos generales, la Matriz sigue mostrando un desempeño favorable en los países en los que opera.

S.A.C.I Falabella y Subsidiarias

(US\$ millones)	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	9,930	11,282	12,694	13,081	12,815
EBITDA Op	1,498	1,568	1,720	1,752	1,703
EBITDAR Op	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Mg. EBITDAR	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
U. Neta	814	762	846	801	795
Activos*	15,515	24,076	23,675	20,560	19,275
Patrimonio*	6,574	8,860	8,712	7,566	6,793

*Calculados con el tipo de cambio promedio del ejercicio.

Fuente: Fitch Ratings, S.A.C.I Falabella, Banco Central de Chile

En línea con lo mencionado, en agosto 2015 *Fitch Ratings* elevó la clasificación internacional de S.A.C.I. Falabella de "BBB" a "BBB+", lo cual se sustentó en la fortaleza operativa de las diferentes unidades de negocio, así como en la estabilidad de sus márgenes y flujos provenientes de sus operaciones aún en coyunturas adversas.

A diciembre 2015 contaba con 459 tiendas (438 a fines del 2014) para los diferentes formatos y líneas de negocio, así como 40 locales del negocio inmobiliario (38 a diciembre 2014), entre *power centers* y *shopping centers*, en conjunto.

Principales Tiendas (Dic-15)

	Chile	Perú	Argentina	Colombia	Brasil	Uruguay
Mejoramiento del Hogar	86	57	8	36	58	2
Tiendas por Dpto.	45	27	11	20	-	-
Supermercados	57	52	-	-	-	-
Malls	15	4	-	1	-	-
Power / Shopping	10	10	-	-	-	-

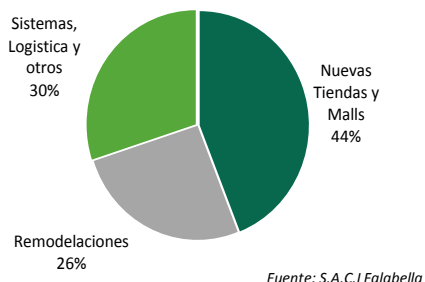
* Fuente: SACI Falabella

Además, dado el buen desempeño, el Grupo anunció un plan de crecimiento que implicaría una inversión de US\$4,038 millones¹ hasta el 2018 (el año anterior anunció un plan de US\$4,100 millones hasta el 2017).



El nuevo plan contempla 131 tiendas nuevas y 10 nuevos centros comerciales en todas sus plazas, así como proyectos de infraestructura logística y sistemas para potenciar las operaciones y eficiencias. Cabe resaltar que en el 2016 se invertirán US\$885 millones (21.9% del plan).

Plan de Inversiones 2016 - 2019
Distribución (%)



■ 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.

La Empresa busca una expansión diversificada, tanto geográficamente como por nivel socio-económico. Por lo tanto, viene incursionando en la periferia de la ciudad de Lima e interior del país (provincias). Su expansión está respaldada por las actividades inmobiliarias del Grupo, que en el Perú son desarrolladas por Open Plaza Perú y Aventura Plaza. Esta última constituyó una fortaleza dado

que se buscaban locaciones donde pudieran estar presentes un conjunto de empresas vinculadas, lo cual era más atractivo para el público; sin embargo, a finales del 2015 los accionistas hicieron pública su decisión de dar por concluida la operación conjunta, con lo que durante el presente año se tomarían las medidas para concretar dicha decisión, las cuales implicaría, según opinión de la Clasificadora, valorizar y dividirse los centros comerciales que venían operando bajo la bandera Aventura Plaza. En el caso del Grupo Falabella, las unidades que le sean asignadas, la Clasificadora considera que serían absorbidas por Open Plaza.

Adicionalmente, las actividades de Saga Falabella se ven repotenciadas 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 no cuentan con el brazo financiero.

■ 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 en lo que se refiere a vestuario, lo que termina llevando a realizar mayores descuentos y promociones para liquidar los inventarios. En ese sentido, el invierno 2015 se vio postergado, a la vez que fue cálido. Si bien dichas variaciones climáticas suelen ser difíciles de predecir antes de hacer las compras para la campaña respectiva, en el 2015 se tuvo predicciones del clima algo más acertadas, con lo cual la Compañía pudo tomar medidas anticipadas que se reflejaron en sus márgenes.

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 2015 la Empresa contaba con 27 tiendas (12 de ellas en provincias) con una superficie de ventas

¹ Considera el 100% de las inversiones del Grupo Falabella y sus subsidiarias, incluyendo Sodimac Colombia y Aventura Plaza que no se consolidan.

aproximada de 164,150 m² (155,226 m² al cierre del 2014) y ventas por metro cuadrado por S/. 17.7 mil (cifra ligeramente inferior a la del 2014).

De esta manera, durante el 2015 realizaron obras de implementación de dos nuevas tiendas en Lima, adicionalmente se adquirieron activos para la construcción, implantación y remodelación de sus tiendas, lo que demandó una inversión aproximada de S/. 124.5 millones. Así, se inauguró una nueva tienda en el Centro Cívico de Lima (6,900 m²), la cual fue la tienda por departamento número 100 a nivel del Grupo; y se inauguró la primera tienda Crate & Barrel (2,500 m²), la primera en Sudamérica y que se encuentra ubicada en el Jockey Plaza. Cabe resaltar que las inversiones que se hicieron en el 2014 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).

(22.5% a diciembre 2014) de todas las tarjetas de crédito de consumo otorgadas por la banca múltiple. Sin embargo, en cuanto a colocaciones del mismo tipo, BFP ocupó el quinto lugar, con un saldo de S/. 3,847.8 millones al cierre del 2015, luego del Banco de Crédito, Interbank, Scotiabank Perú y Continental.

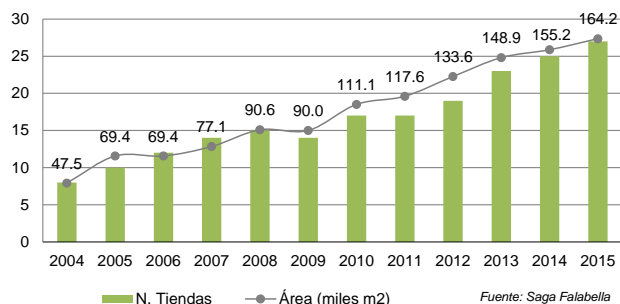
Adicionalmente, la Empresa percibe parte de los ingresos de BFP debido a que las tiendas Saga Falabella representan un importante canal de colocación. Las condiciones de este acuerdo están estipuladas en el Contrato de Asociación en Participación. Se debe destacar que BFP y Saga Falabella son las empresas peruanas proveedoras de fondos para la expansión del Grupo en el Perú, esto dado que se encuentran en una etapa más desarrollada, aunque el resto de formatos ya estarían entrando a 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 2015 en el Perú operaban 82 tiendas por departamento (79 a diciembre 2014). Cabe mencionar que Paris (Grupo Cencosud) hizo su ingreso al mercado peruano en marzo 2013 y que a diciembre 2015 la empresa ya 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)

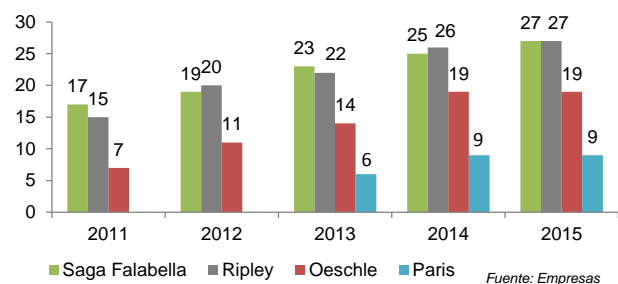


La Clasificadora considera importante la expansión en nuevas plazas a nivel nacional como estrategia de crecimiento, así como la permanente introducción de nuevas marcas, dado que permite menguar los efectos de la mayor competencia por parte de jugadores internacionales como Zara, H&M, entre otros; los cuales tienen una estrategia bastante agresiva en precios y moda.

En cuanto a la composición de las ventas, vestuario constituye la principal línea de negocio y representa alrededor del 51%, seguida de electrodomésticos con el 30%. Por su parte, las ventas de decoración vienen ganando importancia, de manera que representan alrededor del 11%, seguida de belleza con la diferencia.

Las tarjetas CMR y CMR Visa, emitidas por Banco Falabella Perú (BFP), financian más del 50% de las compras de los clientes de Saga Falabella. Asimismo, BFP se ha posicionado como el primer emisor de tarjetas de consumo con 1.4 millones a diciembre 2015, lo cual representa 21.0%

EVOLUCIÓN EN EL NÚMERO DE TIENDAS



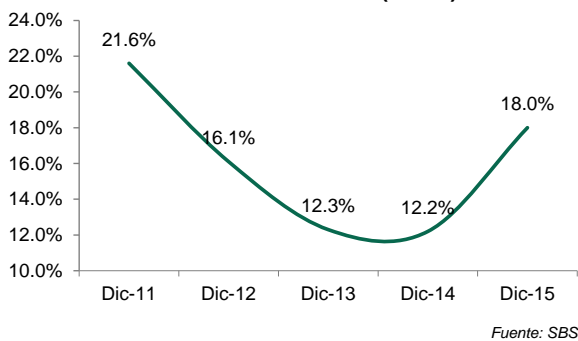
Entre las cadenas Saga Falabella y Ripley se cuenta con 54 tiendas repartidas y con 341,949 m² de área de ventas a diciembre 2015 (328,415 m² a diciembre 2014).

Las ventas de Saga Falabella, Ripley y Paris en su conjunto se estimaron en S/5,307.4 millones y mostraron un crecimiento del 2.7% respecto al 2014, el cual fue menor al 5.7% mostrado el año previo, y a años anteriores en que superaban el 10.0% en promedio.

En cuanto a la participación en las ventas de las tres empresas mencionadas, el líder sigue siendo Saga Falabella con aproximadamente el 54.8%, seguido de Ripley y Paris con alrededor del 39.4 y 5.8%, respectivamente.

En cuanto al desempeño del crédito de consumo, a diciembre 2015 se observó un crecimiento de 18.0%, lo cual constituye una aceleración respecto a las tasas de alrededor de 12% de los dos ejercicios anteriores y se fundamentó principalmente en créditos de libre disponibilidad que se destinaron a cubrir gastos corrientes, según se estima. Al respecto, la Clasificadora monitoreará constantemente el desempeño de dichos créditos ya que, por la naturaleza misma de dichos productos, se podría estar entrando a un sector más riesgoso.

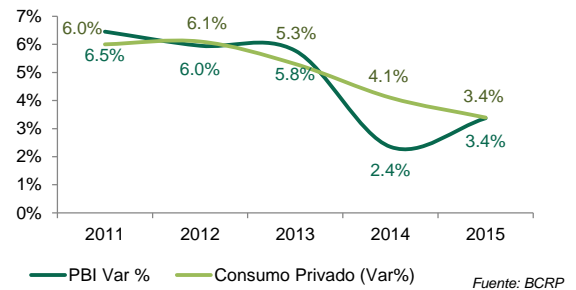
COLOCACIONES BRUTAS EN CONSUMO SISTEMA BANCARIO (Var %)



Si bien a inicios del 2015 el Banco Central de Reserva (BCRP) esperaba un crecimiento del consumo privado de 4.5% sustentado con un aumento de los ingresos asociado a las políticas de reducción de las tasas impositivas sobre los salarios, dicha proyección fue revisada y ajustada a lo largo del año a 3.0%. De manera paralela, se esperaba un mayor dinamismo del PBI, con proyecciones iniciales de crecimiento de 4.8% anual, sustentadas principalmente en una mayor actividad pecuaria, minera y manufacturera. No obstante, los resultados obtenidos mostraron 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 con lo cual se

ajustó la proyección de crecimiento a 3.3%. Dado los resultados del 2015, las proyecciones del Banco Central de Reserva (BCRP) para el 2016 y 2017 en cuanto al crecimiento del consumo privado han sido del 3.5 y 3.8%, respectivamente. Asimismo, las proyecciones del PBI para los periodos antes mencionados alcanzan el 4.0 y 4.6%, respectivamente.

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.

A pesar del menor dinamismo del consumo nacional, 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.

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, incorporar nuevas marcas, ampliar la oferta y mantener una estructura eficiente de gastos que le permitan generar eficiencias en su operación y ser más competitivos.

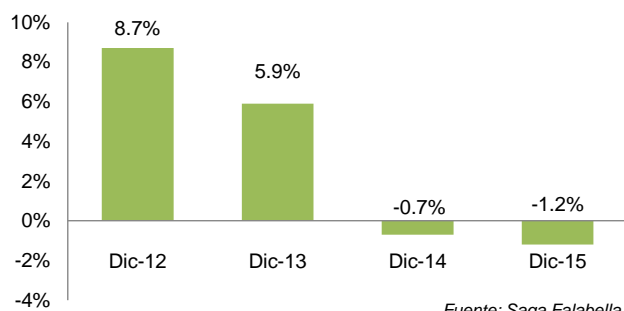
Por último, se debe mencionar el crecimiento y expansión de tiendas menores especializadas en indumentaria (boutiques) que ofrecen productos exclusivos y que van dirigidas a un público más selecto y por ende reducido.

■ **Desempeño Financiero**

Durante el 2015 Saga Falabella facturó S/. 2,911.0 millones y mostró un crecimiento del 2.7% respecto al 2014, tasa inferior a la registrada en el periodo anterior (+6.3%), la misma que ya mostraba una desaceleración respecto de los años previos (tasas superiores al 10.0%) e incorporaba ya el bajo dinamismo del consumo privado. De esta manera, el crecimiento del 2015 se basó en la apertura de dos locales (Saga Falabella en el Centro Cívico, Lima y un Crate & Barrel en el Jockey Plaza), que incrementaron la superficie de ventas a 164,150 m² desde 155,226 m² en el 2014. Cabe señalar que el canal de ventas por internet viene desempeñándose bien, aunque todavía su participación en las ventas es mínima.

Así como en el 2014, se observó un decrecimiento de las ventas por locales equivalentes, esto es, a nivel de *Same Store Sales* (SSS), de -1.2% en el 2015 (-0.7% en el 2014), sustentado en la menor venta de electrodomésticos, así como en factores climáticos: el retraso de la llegada del invierno y la menor intensidad del mismo.

CRECIMIENTO SAME STORE SALES (SSS)



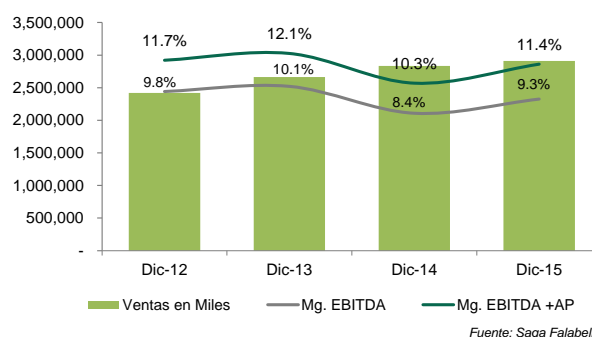
A pesar de la apreciación del dólar, que encareció los productos importados, la Empresa logró incrementar su margen bruto debido a las mayores eficiencias, a la mejor programación de compras ante el fenómeno El Niño anunciado de manera bastante anticipada, entre otros. Así, a diciembre 2015 dicho indicador pasó a ser 30.0%, superior al 28.7% registrado en el 2014, alcanzando los niveles históricos (entre 30 – 31%).

Por otro lado, los gastos operativos se incrementaron en 5.3% respecto al año anterior, como resultado de mayores gastos de personal, así como por gastos de mantenimiento y reparaciones que se realizaron en algunas tiendas. Por otro lado, se dio la apertura de Casa Falabella, una nueva sección de decoración dentro de la tienda del Jockey Plaza que acarreó gastos adicionales. De esta manera, los gastos operativos representaron el 22.9% de los ingresos (22.4% a

diciembre 2014). Cabe resaltar que a pesar del incremento, la política de la Matriz es la del ahorro, con lo cual optimizan constantemente los procesos de distribución y logística, con lo que se espera que los gastos operativos se mantengan estables o se reduzcan paulatinamente.

Así, el adecuado manejo de los costos de ventas, a través de políticas más consistentes con la demanda, dadas las variaciones climáticas del año, permitió contrarrestar el bajo crecimiento de las ventas y así derivar en un crecimiento de la generación del periodo analizado. De esta manera, el EBITDA ascendió a S/. 270.8 millones, superior en 13.3% al registrado a diciembre 2014. Asimismo, el margen EBITDA se elevó de 8.4 a 9.3% en el mismo 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, el cual será un canal relevante en un futuro, tal y como ha venido sucediendo en el segmento retail en países más desarrollados.

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/. 80.3 millones al año.

ASOCIACIÓN EN PARTICIPACION E INGRESO GENERADO

	2012	2013	2014	2015
Ingresos por CAP*	46,437	53,812	52,321	62,339
Aportes por CAP*	62,950	75,400	178,700	183,350

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 2015 el ingreso por este concepto ascendió a S/. 62.3 millones, por encima de lo percibido en el 2014 (S/. 52.3 millones).

Si se consideran estos ingresos como parte del EBITDA, éste ascendería a S/. 333.2 millones y el margen EBITDA ascendería a 11.6% (S/. 292.1 millones y 10.5% el año anterior, respectivamente).

Por otro lado, si bien en el 2014 la Empresa tuvo una ligera ganancia por diferencia de cambio de S/. 0.4 millones, en el 2015 debido a la apreciación del dólar, se incurrió en pérdidas por S/. 2.5 millones. Sin embargo, este efecto se vio contrarrestado por los resultados de las coberturas tomadas, lo cual permitió una ganancia en instrumentos financieros derivados de 4.8 millones (-4.7 millones al cierre del 2014). Asimismo, en el 2015 la Empresa tuvo ingresos por S/. 11.4 millones, provenientes de la devolución de los derechos *antidumping* pagados por la importación de prendas chinas desde el 2014. Así, la utilidad neta ascendió a S/. 173.1 millones, 26.8% por encima de lo registrado en el 2014.

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. De esta manera, la Compañía consigue mejores retornos por pronto pago, que el costo de oportunidad de financiarse a mayores plazos con sus proveedores. Al cierre del 2015 el ciclo de caja fue de 85 días, nivel superior al del 2014 (78 días).

■ Estructura de Capital

En el 2015 la deuda financiera se elevó de S/. 499.5 a 556.9 millones. Como ya es política de la Empresa, la deuda de corto plazo es la de mayor importancia. Así, a diciembre 2015 la participación de la deuda de corto plazo fue de 72.6%, superior al 68.9% que representaba al cierre del año anterior y muy por encima de lo que se venía mostrando (60.9% en promedio de los cinco años precedentes).

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15
Plazo					
CP	61.7%	49.6%	59.8%	68.9%	72.6%
LP	38.3%	50.4%	40.2%	31.1%	27.4%
Fuente					
Sobregiros	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Instrumentos CP	9.1%	13.9%	0.0%	0.0%	0.0%
Préstamos CP	43.1%	26.1%	52.0%	60.9%	66.1%
Bonos	45.5%	58.9%	47.8%	38.3%	27.9%
Préstamo con vinculada	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%
Préstamos y leaseings y otros	2.2%	1.1%	0.1%	0.8%	0.7%
Total (S/. MM)	314.2	359.4	476.4	499.5	556.9

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 28.6% a diciembre 2015, mayor al promedio de los cuatro años previos (27.5%). Por otro lado, los proveedores representaron el 33.1% del financiamiento total, porcentaje que está dentro del rango que se ha venido moviendo.

PROVEEDORES Y DEUDA FINANCIERA

Miles S/.	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15
Proveedores	196,722	230,068	204,451	247,560	275,554
Deuda Financiera	374,170	359,438	476,354	499,504	556,935
Total	570,892	589,506	680,805	747,064	832,489
Ventas Anuales	1,688,140	2,422,332	2,664,740	2,833,863	2,911,036
Partc. sobre las Ventas	33.8%	24.3%	25.5%	26.4%	28.6%

Fuente: Saga Falabella

A diciembre 2015 el saldo de los bonos emitidos ascendió a S/. 155.1 millones (S/. 191.5 millones a diciembre 2014), saldo que representaba el 27.9% del total de la deuda financiera y que le permitió ampliar el *duration* de la deuda a un costo relativamente bajo.

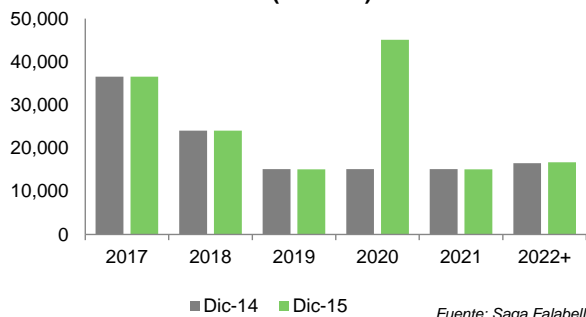
Adicionalmente, la Empresa obtuvo un préstamo con Falabella Perú con vencimientos en el 2020 por S/. 30 millones a una tasa de 7.1%. Al respecto, cabe mencionar que la nueva estrategia financiera del Grupo sería consolidar las deudas locales en Falabella Perú, y ésta distribuirlas a sus subsidiarias. Con ello, se espera conseguir mejores condiciones financieras con los acreedores.

A diciembre 2015 las tasas del fondeo fluctúan entre 4.75 y 7.56%. En cuanto al cronograma de la deuda de largo plazo, éste se ha modificado por la nueva deuda contraída con la matriz local, por lo que ahora la mayor amortización

proyectada sería en el 2020 y por un monto de S/. 45.1 millones, monto que es cubierto de manera holgada por el EBITDA anual (S/. 270.8 millones en el 2015), aun considerando gastos financieros cercanos a los S/. 26.1 millones e inversiones promedio de S/. 100.0 millones; sin considerar reparto de dividendos, que por cierto en el 2015 representó el 33.2% del EBITDA.

Por otro lado, el ratio Deuda Financiera / Capitalización se elevó a 61.5%, que si bien es inferior al 62.3% registrado al cierre del año anterior, es considerado elevado dentro de los pares para la misma categoría de riesgo.

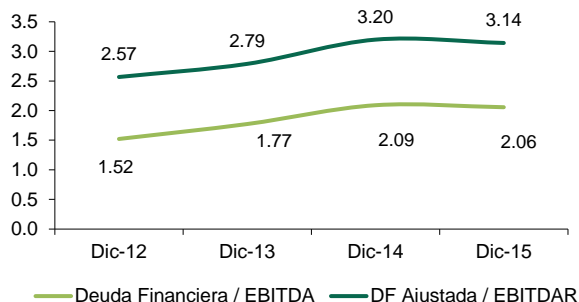
CRONOGRAMA DE AMORTIZACION (MilesS/.)



Por su parte, el ratio Deuda Financiera / EBITDA fue 2.06x, similar al del cierre del 2014 (2.09x), en ambos casos acorde con el perfil de riesgo de la Empresa.

Si se considera el ajuste por alquileres, el ratio Deuda Financiera Ajustada / EBITDAR disminuyó de 3.20x a 3.14x entre diciembre 2014 y diciembre 2015, inferior al que el Grupo muestra (alrededor de 5.0x considerando el negocio inmobiliario y financiero).

COBERTURA DE DEUDA (X) **



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

Fuente: Saga Falabella,

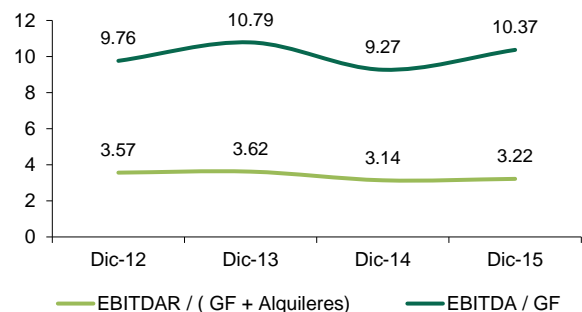
Por otro lado, el plan de expansión para los siguientes años, considerando que el negocio de Saga Falabella es un negocio consolidado, contemplaría entre 1 a 3 tiendas

nuevas por año. La Clasificadora considera que el número de tiendas que finalmente se abran estará más correlacionado con la expansión de centros comerciales que desarrollen sus vinculadas o terceros en el Perú y que la ubicación de las mismas cumpla con las características que la Empresa busca. En ese caso, el costo de implementar una nueva tienda se reduciría a alrededor de US\$10-15 millones según el metraje de la misma.

Durante el 2015, Saga Falabella inauguró dos nuevas tiendas, adquirieron terrenos y realizaron obras de remodelación de sus tiendas lo que significó una salida de dinero de S/. 103.6 millones, superior a la del año anterior (S/. 90.3 millones). Los montos de inversión que viene realizando la Compañía son fácilmente financiables por la Empresa, ya que cuenta con líneas bancarias aprobadas por S/. 938 millones con bancos del sistema financiero nacional.

La cobertura de los gastos financieros se incrementó a 10.4x a diciembre 2015. Cabe mencionar que si consideramos los compromisos por alquileres del año, la cobertura sería de 3.2x. Se debe mencionar que parte importante de las tiendas (10) son alquiladas a vinculadas.

COBERTURA GASTOS FINANCIEROS (X)



* El EBITDA considera la participación de los trabajadores. Fuente: Saga Falabella

Por otro lado, el Flujo de Caja Operativo (CFO) de la Empresa a diciembre 2015 fue positivo por S/. 123.5 millones, pero inferior a los S/. 331.2 millones registrados a diciembre 2014 (-62.7%) como resultado de los mayores pagos por anticipado a proveedores, con lo cual la Empresa consigue mejores descuentos. Dichos flujos, sumados a los préstamos obtenidos (S/. 60.0 millones netos de pago aproximadamente), permitieron realizar nuevas inversiones de activo (S/. 105.8 millones), así como repartir dividendos (S/. 90.0 millones).

En otros años no favorables económicamente, donde ha habido también 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. Asimismo, en el 2011 se capitalizaron S/. 150.7 millones de resultados acumulados. Por otro lado, la estrategia del Grupo es mantener un ratio Pasivo / Patrimonio relativamente bajo, en el 2015 éste fue 1.55x (1.61x a diciembre 2014).

Respecto a los dividendos, Saga Falabella se encuentra autorizada a distribuir anualmente el 30% de sus resultados acumulados al cierre de cada ejercicio, luego de la detración 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

	2011	2012	2013	2014	2015
Dividendos	90,498	92,800	94,000	183,024	89,945
Capitalización	150,725	-	-	-	-

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 2015, si bien el Programa estaba vigente, no había ninguna emisión en el mercado. Cabe señalar que en febrero 2016 la SMV dispuso la exclusión de los valores mencionados previamente del registro de valores de la Bolsa de Valores de Lima.²

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.

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.

SEGUNDO PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS VIGENTES A DICIEMBRE 2015

Emisión	Serie	Monto Inicial (Miles S/.)	Tasa	Fecha de Colocación	Fecha de Vcto.
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.

TERCER PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS VIGENTES A DICIEMBRE 2015

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

² Resolución de Intendencia General SMV N° 016-2016-SMV/11.1

Resumen Financiero - Saga Falabella

	dic-15	dic-14	dic-13	dic-12	dic-11
Rentabilidad					
EBITDA	270,817	238,958	267,650	236,373	231,971
Mg. EBITDA	9.3%	8.4%	10.0%	9.8%	10.6%
EBITDAR	351,155	312,461	335,145	295,758	284,351
Margen EBITDAR	12.1%	11.0%	12.6%	12.2%	13.0%
FCF / Ingresos	-2.5%	1.9%	-4.9%	-6.0%	-7.7%
ROE	26.8%	21.8%	27.3%	23.3%	28.5%
		-10.7%			
Cobertura					
EBITDA / Gastos financieros	10.37	9.27	10.75	9.76	10.53
EBITDAR / (Gastos financieros + Alquileres)	3.30	3.15	3.63	3.54	3.82
EBITDA / Servicio de deuda	0.63	0.65	0.86	1.17	1.07
EBITDAR / Servicio de deuda	0.69	0.71	0.89	1.13	1.06
FCF / Servicio de deuda	-0.11	0.22	-0.34	-0.60	-0.67
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deud	0.09	0.37	-0.21	-0.40	-0.47
CFO / Inversión en Activo Fijo	1.17	3.52	0.55	0.29	-0.55
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda Financiera ajustada / Capitalización	61.5%	62.3%	59.0%	57.1%	55.6%
Deuda financiera total / EBITDA	2.06	2.09	1.78	1.52	1.35
Deuda financiera neta / EBITDA	1.75	1.86	1.64	1.35	1.17
Deuda ajustada total / EBITDAR	3.14	3.20	2.79	2.58	2.36
Deuda ajustada neta / EBITDAR	2.90	3.02	2.68	2.44	2.20
Costo de financiamiento estimado	4.9%	5.3%	6.0%	7.2%	9.1%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	72.6%	68.2%	59.8%	49.6%	61.9%
Balance					
Activos totales	1,755,535	1,576,428	1,522,475	1,360,132	1,299,622
Caja e inversiones corrientes	83,594	56,054	37,984	41,100	43,589
Deuda financiera Corto Plazo	404,453	340,549	284,839	178,316	194,329
Deuda financiera Largo Plazo	152,482	158,955	191,515	181,122	119,827
Deuda financiera total	556,935	499,504	476,354	359,438	314,156
Deuda financiera total con Equity Credit	556,935	499,504	476,354	359,438	314,156
Deuda fuera de Balance	546,298	499,820	458,966	403,818	356,184
Deuda ajustada total	1,103,233	999,324	935,320	763,256	670,340
Patrimonio Total	689,231	603,888	649,179	573,015	534,946
Capitalización ajustada	1,792,464	1,603,212	1,584,499	1,336,271	1,205,286
Flujo de caja					
Flujo generado por las operaciones (FFO)	n.d.	n.d.	n.d.	160,847	147,803
Variación de capital de trabajo	n.d.	n.d.	n.d.	-152,264	-175,260
Flujo de caja operativo (CFO)	123,457	331,153	42,508	21,847	-27,457
Inversiones en Activos Fijos	-105,760	-94,028	-77,988	-75,082	-49,947
Dividendos comunes	-89,945	-183,024	-93,968	-92,835	-90,465
Flujo de caja libre (FCF)	-72,248	54,101	-129,448	-146,070	-167,869
Adquisiciones y Ventas de Activo Fijo, Netas	-99,823	-84,152	-77,988	-75,079	-49,862
Otras inversiones, neto	56,909	-55,124	32,347	185,043	-73,489
Variación neta de deuda	30,271	19,263	110,335	-14,044	223,310
Otros financiamientos, netos	-26,615	-23,162	-17,545	-24,876	-19,774
Variación de caja	-5,746	4,954	-4,311	56	-37,737
Resultados					
Ingresos	2,911,036	2,833,863	2,664,740	2,420,365	2,180,319
Variación de Ventas	2.7%	6.3%	10.1%	11.0%	18.0%
Utilidad operativa (EBIT)	207,609	180,604	214,716	185,289	188,988
Gastos financieros	26,112	25,776	24,908	24,208	22,036
Alquileres	80,338	73,503	67,495	59,385	52,380
Dividendos preferentes					
Resultado neto	173,142	136,591	167,043	129,081	144,586
Información y ratios sectoriales					
Crecimiento SSS (nominal y no incluye IGV)	-1.2%	-0.7%	5.9%	6.7%	9.3%
N. Tiendas	27	25	23	19	17

Vencimientos de Deuda de Largo Plazo	2017	2018	2019	2020+
	36,527	24,027	15,098	46,917

* 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 Huidobro	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 Store 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>
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 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 Clasificadora de Riesgo (Apoyo & Asociados), 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 Apoyo & Asociados considera confiables. Apoyo & Asociados 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 Apoyo & Asociados 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, Apoyo & Asociados se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, Apoyo & Asociados 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 Apoyo & Asociados, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de Apoyo & Asociados. 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.