



SAGA FALABELLA S.A.

Lima, Perú

13 de mayo de 2016

Clasificación	Categoría	Definición de Categoría
Segundo Programa de Bonos Corporativos Primera Emisión (Hasta por S/200.0 millones) Segunda Emisión (Hasta por S/100.0 millones)	AA.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactadas. Las diferencias entre esta clasificación y la inmediata superior son mínimas.
Tercer Programa de Bonos Corporativos Primera Emisión (Hasta por S/100.0 millones) Segunda Emisión (Hasta por S/100.0 millones)	AA.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactadas. Las diferencias entre esta clasificación y la inmediata superior son mínimas.

"La clasificación que se otorga a los presentes valores no implica recomendación para comprar, vender o mantenerlos en cartera"

----- Millones de Soles -----				
	Dic.14	Dic. 15	Dic.14	Dic.15
Activos:	1,557.9	1,745.8	Utilidad:	137.0 173.1
Pasivos:	954.0	1,056.5	ROAA:	8.88% 10.48%
Patrimonio:	603.9	689.2	ROAE:	21.84% 26.78%

Historia: Segundo Programa de Bonos Corporativos - Primera Emisión → AA-pe (23.11.10), ↑ AA. pe (16.05.11), Segunda Emisión → AA.pe (15.07.11).
Tercer Programa de Bonos Corporativos – Primera Emisión → AA.pe (07.05.12), Segunda Emisión → AA.pe (26.03.13).

La información utilizada para el análisis comprende los Estados Financieros Auditados de Saga Falabella S.A. para los años 2012, 2013, 2014 y 2015. Asimismo se ha utilizado información financiera adicional proporcionada por la Empresa.

Fundamento: Luego del análisis realizado, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la categoría AA.pe a las emisiones contempladas dentro del Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos de Saga Falabella (en adelante SF o la Compañía).

Dicha decisión se sustenta en el posicionamiento, liderazgo y experiencia que mantiene la Compañía en el segmento de tiendas por departamento, así como en el respaldo patrimonial y las sinergias comerciales y operativas que le otorga su pertenencia al Grupo Falabella, principalmente con el negocio bancario. Suma a lo anterior el acceso a diversas fuentes de financiamiento que mantiene la Compañía, su adecuada estructura financiera, así como la experiencia de la Plana Gerencial en el manejo del negocio *retail*.

No obstante lo anterior, a la fecha limita a SF contar con una mayor clasificación la sensibilidad de las ventas a los ciclos económicos adversos, propios del giro de negocio, los cuales afectan directamente el consumo de productos que no corresponden a primera necesidad, así como la existencia de factores exógenos tales como tendencias de moda o cambios climatológicos adversos, situación que otorga variabilidad a la generación de la Compañía y consecuentemente a sus indicadores. A lo anterior se suma igualmente la mayor competencia observada con la llegada de nuevos formatos de tiendas *retail* al Perú.

Saga Falabella S.A. tiene como actividad económica dedicarse a la venta al por menor de mercadería nacional e importada (prendas de vestir, electrodomésticos, equipos e implementos deportivos, equipos y accesorios para computo, artículos de belleza, entre otros). A la fecha, se posiciona como la empresa líder de tiendas por departamento en Perú, con un área de venta de 164,150 m² distribuidos a lo largo de 27 tiendas (15 en Lima y 12 en provincias) ubicándose como tiendas ancla en centros comerciales o a través del formato *stand alone*, que incluye una

nueva tienda de la cadena *Crate & Barrel* abierta el 2015. Al 31 de diciembre de 2015, los activos totales de SF se incrementan en 12.06% impulsados por mayores inventarios en almacén y por recibir, así como por un incremento en el activo fijo debido a la apertura de dos nuevas tiendas y mejoras realizadas en las ya existentes. Por el lado del pasivo, el financiamiento se mantiene concentrado en el corto plazo, incluyendo préstamos bancarios por S/368.0 millones (+21.05%) y cuentas por pagar comerciales por S/269.9 millones (+15.72%). Por su parte, la deuda de largo plazo totalizó S/122.5 millones, la misma que incluye las emisiones vigentes de bonos corporativos, con un saldo contable de S/118.8 millones.

Cabe señalar que a lo largo de los últimos cuatro ejercicios no se registran nuevos aportes de capital social, ni se han capitalizado utilidades generadas, mostrándose un incremento interanual en los resultados acumulados de 29.63%; asimismo, durante el 2015 la Compañía realizó repartos de dividendos por un total de S/90.0 millones (S/183.0 millones durante el 2014). Al respecto, la política de reparto de dividendos vigente actualmente establece el reparto del 30% de la utilidad de libre disposición, por lo menos una vez al año, porcentaje que puede ser modificado por el Directorio.

Al 31 de diciembre de 2015, la utilidad neta de SF alcanza los S/173.1 millones, mostrando un incremento de 26.76% pese al menor dinamismo que mostraron las ventas (+2.26%) en comparación a ejercicios anteriores, registrando indicadores *Same Store Sale* (SSS) trimestrales negativos de 1.2% en promedio para el 2015, efecto que fue contrarrestado con un control adecuado de costos (+0.49%) y gastos operativos (+4.46%), los mismos que recogen las medidas de prevención tomadas respecto de la gestión de inventarios y una política más eficiente de compras frente a cambios climáticos adversos y por la desaceleración en el consumo, lo que le permitió una

mejora en el margen operativo de 6.49% a 7.35% entre ejercicios.

La carga operativa del año considera la inauguración de dos tiendas, las remodelaciones de las tiendas existentes, el mayor personal y campañas de publicidad, manteniendo así una participación relativamente estable en función a los ingresos. Con ello, la Compañía logra un EBITDA en el 2015 de S/267.7 millones (+12.66%). Con relación al gasto financiero, este no presenta variaciones significativas (+1.21%). Por otro lado, es importante señalar la importancia que tiene para SF el ingreso generado por el Contrato de Asociación en Participación que mantiene con Banco Falabella, el mismo que le generó un ingreso por S/62.3 millones durante el 2015. De esta manera, se muestra una mejora en los indicadores de cobertura, los cuales al incluir el ajuste proveniente de los ingresos por la Asociación en Participación, se ven fortalecidos ubicándose el indicador EBITDA/Gastos Financieros en 12.72 veces y el ratio EBITDA/Servicio de Deuda en 5.08 veces.

Cabe señalar que durante el 2015 SF registró dentro de otros ingresos S/11.4 millones correspondientes a la revocación de los derechos *antidumping* impuestos por parte de Indecopi a productos provenientes de China; así como un gasto no operativo de S/11.3 millones asociado a la rectificación del cálculo del impuesto a la renta de años anteriores.

Respecto de los márgenes del negocio y a los indicadores de rentabilidad, durante los últimos años evaluados se muestra cierta volatilidad en los mismos en línea con la variabilidad de sus ingresos. Asimismo, cabe señalar que si bien a la fecha se considera baja la penetración del sector *retail* en nuestro país y existen oportunidades de crecimiento, los márgenes podrían ajustarse por la desaceleración de la demanda interna y el consumo privado, así como por la mayor competencia existente. No obstante lo anterior, al 31 de diciembre del 2015, SF logra una mejora en los ratios de rentabilidad medidos a través del retorno promedio para el accionista (ROAE) y de sus activos

(ROAA), situándose en 26.78% y 10.48%, respectivamente (21.84% y 8.88%, respectivamente al cierre de 2014).

En cuanto a los indicadores de liquidez, estos se mantienen en niveles adecuados considerando la naturaleza del negocio *retail* (liquidez general de 1.11 veces y prueba ácida de 0.46 veces). En línea con lo anterior, resulta favorable la disponibilidad del 57.92% de las líneas de crédito que SF registra a la fecha a fin de cubrir necesidades de capital de trabajo, así como el respaldo patrimonial que le brinda el Grupo Falabella ante cualquier eventualidad.

En relación al apalancamiento contable (pasivo/patrimonio), éste se reduce de 1.58 a 1.53 veces entre ejercicios, explicado por el menor crecimiento del pasivo (+10.74%) respecto al incremento patrimonial (+14.13%). Al respecto, si bien se considera positivo el fortalecimiento del patrimonio, resalta que los resultados acumulados tienen una participación mayor que el capital social, al no haberse capitalizado utilidades a lo largo de los últimos ejercicios, siendo así recursos susceptibles de repartición de dividendos.

Finalmente, se espera que la Compañía siga haciendo frente a la coyuntura económica actual y que la apertura de nuevos locales, la remodelación de los ya existentes, así como la implementación de estrategias comerciales adecuadas aporten positivamente al crecimiento de las ventas. Si bien el acceso a terrenos de espacios adecuados y el elevado costo asociado a los mismos principalmente en Lima Metropolitana crean cierta limitación, ello genera a su vez oportunidades de expansión en los alrededores de la capital y en provincias donde el comercio moderno todavía tendría espacio para seguir creciendo.

Equilibrium continuará monitoreando los resultados alcanzados por la Compañía, a fin de que los indicadores financieros, estructura financiera y capacidad de pago mantengan los niveles que correspondan con las clasificaciones otorgadas.

Fortalezas

1. Pertenencia a un importante grupo económico con solidez y experiencia en el sector *retail*.
2. Posicionamiento estratégico de mercado y de marca.
3. Diversificación de fuentes de fondeo, tanto en el sistema financiero como en el mercado de capitales.

Debilidades

1. Estacionalidad en las ventas y sensibilidad de las mismas a ciclos económicos, tendencias de la moda y factores climatológicos, aspectos reflejados en indicadores *SSS* negativos durante todo el 2015 y parte del 2014.
2. Márgenes brutos, operativos y netos muestran cierta variabilidad.
3. Liquidez supeditada a las ventas y rotación de inventarios.

Oportunidades

1. Expansión y ampliación de sus operaciones a través de una mayor área de venta.
2. Incremento de la presencia en provincias y en las periferias de Lima donde aún hay demanda por atender.

Amenazas

1. Mayor sensibilidad del sub-sector tiendas por departamentos frente a ciclos económicos.
2. Potencial ingreso de nuevos competidores (extranjeros y nacionales).
3. Desaceleración de la demanda interna y el consumo privado.
4. Limitada existencia de terrenos de gran tamaño para expandir operaciones.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Saga Falabella S.A. tiene como actividad económica dedicarse a la venta al por menor de mercadería nacional e importada (prendas de vestir, electrodomésticos, equipos e implementos deportivos, equipos y accesorios para computo, artículos de belleza, etc.). Inició operaciones como Sears Roebuck del Perú S.A. en 1953, cuya razón social fue modificada posteriormente en 1984 a Sociedad Andina de los Grandes Almacenes S.A. – SAGA. Finalmente. En setiembre de 1999 como consecuencia de la adquisición mayoritaria de la Compañía por el Grupo Falabella de Chile en 1995, esta pasa a tener su actual denominación de Saga Falabella S.A.

Al 31 de diciembre de 2015, cuenta con 27 locales a nivel nacional (+02 respecto al periodo anterior), de los cuales 14 tiendas se encuentran en Lima y 13 en provincias. La Compañía posee además un centro de distribución en el Distrito de Villa El Salvador donde se centraliza el abastecimiento de mercadería a los locales.

Accionistas

A la fecha de análisis, la estructura accionaria de SF es la siguiente:

Nombre	Participación
Falabella Perú S.A.A.	95.69%
Otros	4.31%
TOTAL	100%

Saga Falabella S.A. es subsidiaria de Falabella Perú S.A.A., empresa *holding* perteneciente al Grupo Falabella el cual a su vez opera a través de S.A.C.I. Falabella, empresa chilena líder en la región con presencia en Chile, Uruguay, Brasil, Colombia, Argentina y Perú; la cual opera en los segmentos de supermercados, tiendas por departamento, centros comerciales, mejora del hogar y servicios financieros. Al 31 de diciembre de 2015, cuenta con 103 tiendas por departamento (+3), 247 tiendas de mejoramiento para el hogar (+3), 109 tiendas de supermercados (+7), 4.8 millones de cuentas CMR y participación en 40 centros comerciales.

Al 31 de diciembre de 2015, la utilidad neta de S.A.C.I Falabella alcanzó los CLP520.0 millones (+11.88%), impulsada por el aumento de 10.20% y 12.70% de los ingresos en negocios no bancarios y bancarios, respectivamente. A la fecha de análisis, Chile genera el 51.42% de los ingresos, seguido por Perú con 24.20%, Colombia con 14.51%, y Argentina y Brasil con el 7.85% y 2.12%, respectivamente. Los mayores ingresos obtenidos (+10.40%) se explican por la consolidación con Maestro Perú desde el 01 de octubre de 2014, así como al incremento de superficie de ventas que creció 5.30% con la incorporación de 21 tiendas nuevas durante el 2015, mientras que por el lado del negocio bancario destacó el crecimiento de Banco Falabella en Colombia y Perú, cuyas colocaciones crecieron a tasas de dos dígitos respecto del ejercicio anterior. A la fecha de

análisis, la empresa mantiene grado de inversión internacional.

El Grupo Falabella incursiona en Perú en 1995 mediante la compra de las acciones de la Sociedad Andina de los Grandes Almacenes S.A. – SAGA. A la fecha, el Grupo posee seis subsidiarias: Banco Falabella Perú, Corredora de Seguros Falabella, Open Plaza, Hipermercados Tottus, Sodimac Perú, Maestro y Saga Falabella. Tanto Saga Falabella, como Hipermercados Tottus y Sodimac tienen subsidiarias en el Oriente a fin de realizar operaciones en esta zona. Cabe recordar que en el mes de setiembre de 2014 Sodimac adquirió la cadena de mejoramiento para el hogar Maestro Perú. Por su parte, Open Plaza mantiene seis subsidiarias directas y una indirecta -Aventura Plaza S.A.- empresa constituida en sociedad con Ripley (Perú) y Malls Plaza (Chile) a través de la cual se desarrollan centros comerciales en el Perú, empresa en la cual Falabella Perú S.A. también mantiene participación directa. Cabe indicar que en el mes de diciembre de 2015 se inició el proceso de reestructuración de Aventura Plaza S.A. mediante el cual ambas empresas se repartirán los activos, proceso que se estima concluir a finales del 2016.

Directorio

A la fecha del presente informe, el Directorio de SF se conforma de la siguiente manera, no habiendo presentado cambios durante el 2015:

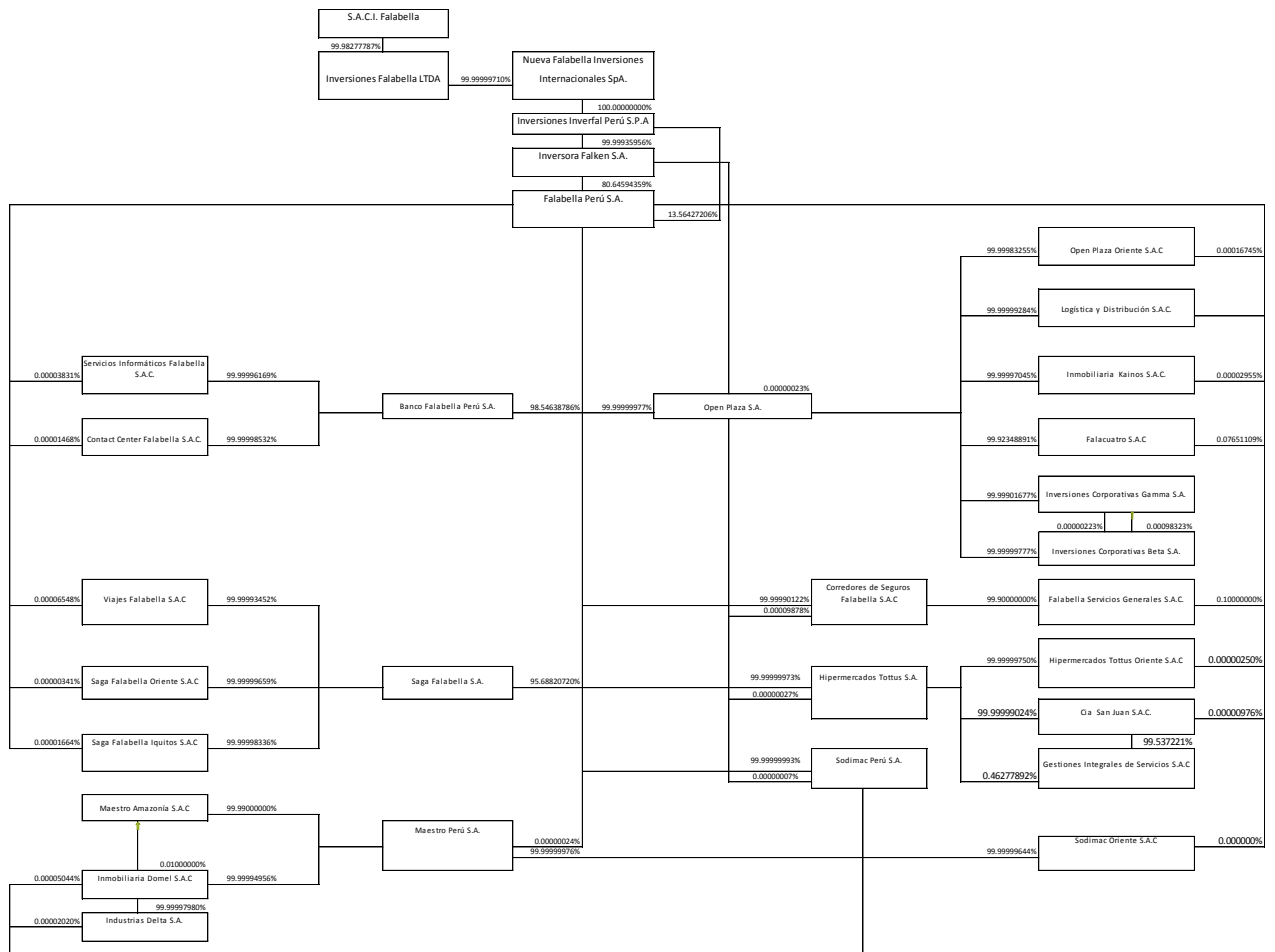
Cargo	Nombre
Presidente de Directorio	Juan Xavier Roca Mendenhall
Vicepresidente de Directorio	Gonzalo Somoza García
Director	Miguel Arrau García Huidobro
Director	Juan Pablo Montero S.
Director	Gianfranco Castagnola Z.
Director	Alonso Rey Bustamante
Director	Francisco Vallauri Flores

Plana Gerencial

A la fecha de análisis, la plana gerencial de SF está compuesta de la siguiente forma:

Cargo	Nombre
Gerente General	Alex Zimmerman Franco
Contralor Corporativo	Fernando Guerrero G.
Gerente de Recursos Humanos	Felipe Flores G.
Gerente de Finanzas	Julio Alcalde A.
Gerente de Sistemas	César Hashimoto K.
Gerente de Contabilidad Corporativo	Nancy Samalvides M.
Gerente de Negocios	Miguel Plaza Málaga
Gerente Proyectos Inmobiliario	José Antonio Contreras R.
Gerente Desarrollo Inmobiliario	José Antonio Contreras R.
Gerente Comercial	Edmundo Muñoz Deza

A continuación se muestra la composición del Grupo Falabella en el Perú:



Fuente y Elaboración: Falabella Perú

Estrategia de Negocios

SF ofrece una variada gama de productos de vestuario, calzado, hogar, electrodomésticos, juguetería y accesorios, segmentados para el distinto público al que atiende, contando para ello con locales ubicados en zonas estratégicas a nivel nacional, que le han permitido mantener un crecimiento sostenido en sus ventas. La importancia de las tiendas es notoria al ser consideradas como tiendas anclas dentro de los centros comerciales del país, dado el importante flujo de personas que atraen los locales de la Compañía, aportando además positivamente al desarrollo de los centros comerciales del Grupo.

Al cierre del ejercicio 2015, SF cuenta con 27 tiendas (15 se encuentran ubicadas en Lima), con un área de ventas total de 164,150 m², habiendo inauguradas dos tiendas nuevas durante el 2015, una en Centro Cívico de Lima y un *stand alone* de la norteamericana Crate & Barrel, primera tienda de muebles y de decoración para el hogar abierta en Sudamérica. Adicionalmente, durante el primer trimestre de 2016 inauguró otra tienda SF en el Mall del Sur. SF ha venido dando un mayor impulso a la apertura de tiendas en provincia debido al bajo nivel de penetración existente, a lo cual se le suma como ventaja la mayor disponibilidad de terrenos con un costo por m² más barato en comparación a los precios en Lima. La Compañía espera seguir creciendo en Lima y provincias los

próximos dos años, para lo cual tiene en proyecto la inauguración de por lo menos cinco locales, manteniéndose en constante búsqueda de locaciones adecuadas.

Al cierre del ejercicio 2015, en lo que respecta a la composición de sus ventas, la línea vestuario continúa siendo el más relevante, seguido por la línea electro. Respecto a los medios de pago, las ventas realizadas a través de la tarjeta de crédito CMR representan más del 50% de sus ventas, manteniéndose como el principal medio de pago empleado en las tiendas de SF. Cabe mencionar que dicha tarjeta es emitida por el Banco Falabella, empresa vinculada al Grupo, el cual se mantiene en el tercer lugar en el ranking de colocaciones de consumo revolvente del sistema bancario peruano. Así, las sinergias existentes entre las tiendas y el Banco constituyen una herramienta potente para impulsar las ventas de la Compañía, ya que permite organizar campañas y promociones cruzadas a través de la amplia base de datos de clientes que posee.

Respecto a sus canales de venta, SF comercializa una variada cantidad de productos nacionales e importados a través de sus tiendas y canales no tradicionales como fono-compras, ventas institucionales y la venta por Internet, siendo la primera tienda por departamentos del Perú en implementar este último canal.

Logística

Las tiendas cuentan con un Centro de Distribución (CD) ubicado en Villa el Salvador en un terreno de 88,000 m² con 45,800 m² de área construida, el mismo que fue inaugurado en agosto de 1998, estando está orientado a reducir los costos de procesamiento, almacenamiento y distribución de mercadería. En cuanto al sistema de información, el CD cuenta con el Sistema de Administración de Bodega (SAB), sistema de gestión de almacenes basado en la planificación continua, el seguimiento y el control de la actividad en tiempo real que cubre todos los procesos operativos del ciclo de la mercancía, teniendo como principales ventajas la confirmación de movimientos con lectura de código de barras, la reducción del tiempo de atención de pedidos, Stock Fiable, resolución de incidencias en automático cuando se producen, información en tiempo real, reducción de errores y seguimiento de las operaciones realizadas. Adicionalmente cuenta con el B2B que es una alianza estratégica entre Saga Falabella y sus proveedores, que se basa en el intercambio de información a través de un portal en Internet.

Las áreas que soportan la operación logística en el CD son:

- ✓ Importaciones, que se encarga de la coordinación de embarques y despachos de mercadería importada.
- ✓ Logística de Proveedores, que se encarga del recibo nacional (cita, revisión de mercadería, manejo del *crossdocking* y contacto con proveedores locales), reparto, control de mercadería y logística de proveedores.
- ✓ Logística de Distribución, que se encarga del recibo importado (programación de contenedores, proceso de mercadería y devoluciones), almacén, despacho, ingeniería, transporte y canal no tradicional.
- ✓ Logística, que se encarga de soporte técnico, recursos humanos, prevención y proyectos.

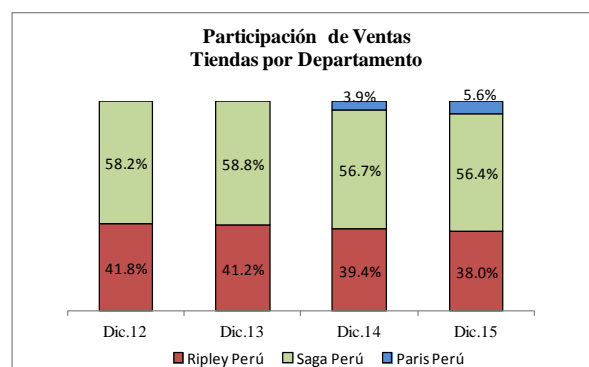
La gestión de inventarios y las compras están en función de la estacionalidad, las tendencias de la moda y de la posibilidad de un fenómeno climatológico adverso, el cual modificaría las condiciones estacionales y las compras de los clientes. Cabe señalar que durante el 2015 la Compañía tomó medidas de prevención respecto a los cambios climáticos a través de una política más eficiente de compras. Al mantener las prendas una significativa participación de las ventas, su compra es un factor clave en la logística de la Compañía. SF cuenta con un área especializada en planificar las campañas y su correcto aprovisionamiento, buscando minimizar de esta forma la probabilidad de que sus márgenes de rentabilidad se vean afectados.

Sector Retail – Tiendas por Departamento

El subsector de Tiendas por Departamento se mantiene representado por Saga Falabella (Grupo Falabella), Ripley (Ripley Corp) y Almacenes Paris (Grupo Cencosud), así como por operadores de marcas locales a través de Oeschle (Grupo Intercorp) y Topitop (Grupo Inca).

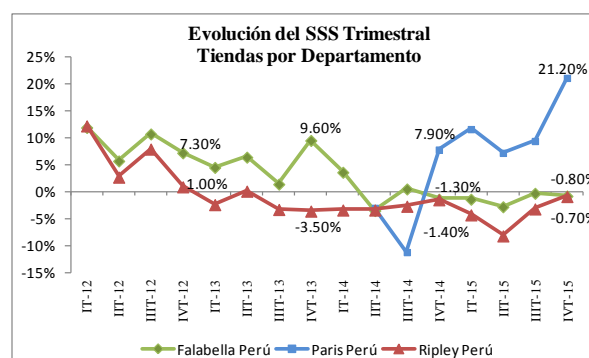
El segmento se inició con la presencia de Saga Falabella, seguido por Ripley y posteriormente Paris, pertenecientes

a conglomerados chilenos. Al 31 de diciembre de 2015, Saga Falabella continúa como líder en la participación de mercado medida a través de las ventas, seguido por Ripley y Paris¹.



Fuente: Información pública corporativa. Elaboración: Equilibrium.

La desaceleración de la economía y del consumo interno han llevado a que el nivel de crecimiento de las ventas - medido a través del indicador *Same Store Sale* (SSS) muestre un retroceso, con la excepción de Paris dada la maduración de las tiendas que abrió el 2014, así como por la implementación del programa Bonus y al mayor uso de la tarjeta Cencosud, que busca incrementar la fidelidad de los clientes.



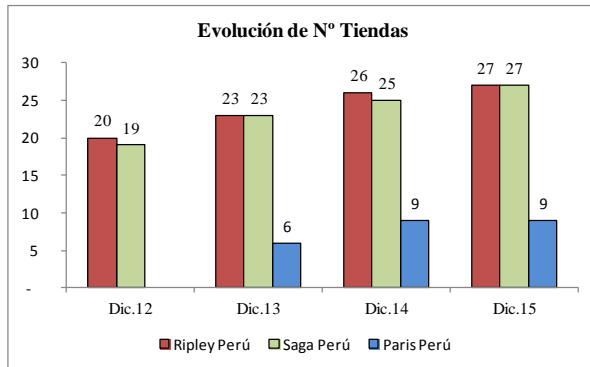
Fuente: Información pública corporativa. Elaboración: Equilibrium.

Cabe señalar que a fines de 2014 y durante el ejercicio 2015, factores climáticos vinculados al Fenómeno El Niño afectaron a las empresas del subsector, en tanto este causó el recorte de la temporada de invierno y ocasionó problemas en la gestión de inventarios, sumado a la necesidad de realizar campañas de descuentos y promociones, tema que se habría corregido con medidas preventivas a la fecha de análisis. Por otro lado, la depreciación de la moneda local habría afectado el poder adquisitivo de los consumidores. Sumado a lo anterior, la incursión de formatos novedosos conocidos como *fast fashion*, con presencia de tiendas como H&M, Forever21 así como el ingreso de Zara, han incrementado la oferta de productos de vestuario y accesorios, intensificando el nivel de competencia en ciertas marcas del sector y haciendo que las estrategias comerciales sean redefinidas a fin de no perjudicar los márgenes del negocio.

Por el lado del número de tiendas, al cierre de 2015 Saga

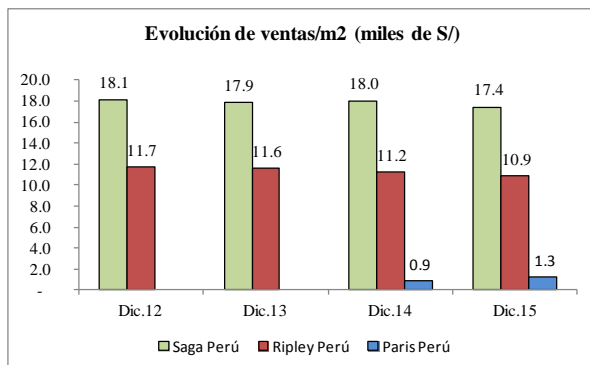
¹ El análisis incluye a las tres empresas principales con presencia en el Perú.

Falabella cuenta con 27 tiendas, igualando en número a Ripley, habiendo abierto dos y una tienda durante El 2015, respectivamente; mientras que Paris mantuvo nueve tiendas igual que el periodo anterior. No obstante, si bien el número de tiendas es el mismo en los dos principales competidores de tiendas por departamento, existe diferencia en el área de venta. Así, el área de venta de Saga Falabella ascendió a 164,150 m², mientras que Ripley y Paris cerraron el año con 177,799 m² y 45,233 m², respectivamente.



Fuente: Información pública corporativa. Elaboración: Equilibrium.

Con ello, la eficiencia medida a través del indicador ventas por metro cuadrado, muestra que si bien Saga Falabella no ocupa el primer lugar en área de venta, sí ocupa el primer lugar en ventas por metro cuadrado.



Fuente: Información pública corporativa. Elaboración: Equilibrium.

ANÁLISIS FINANCIERO SAGA FALABELLA S.A.

Activos

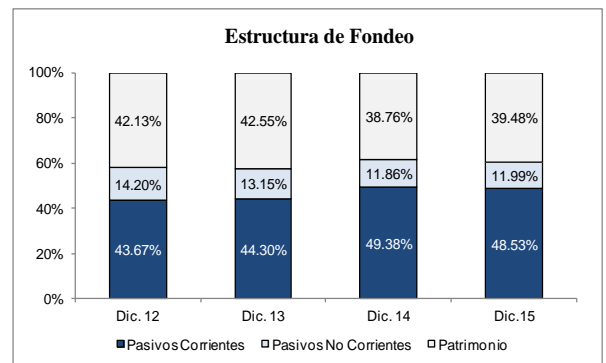
Al cierre del ejercicio 2015, los activos totales de SF ascendieron a S/1,745.8 millones, mostrando un incremento interanual de 12.06%, sustentando principalmente en el mayor inventario existente (+12.57%) que atenderá el mayor nivel esperado de ventas, así como al incremento de las cuentas por cobrar a su relacionada Banco Falabella (+8.35%) en línea con las mayores ventas con tarjeta CMR registradas durante la campaña navideña. Al respecto, cabe recordar que existe un contrato mediante el cual las compras realizadas con tarjeta CMR por los clientes de las tiendas por departamento generan una cuenta por cobrar, las mismas que el Banco Falabella está obligado a cancelar a SF a los 30 días de haberse producido la venta. Asimismo, favoreció el crecimiento de los activos totales,

el mayor saldo en activo fijo (+11.83%) por las mejoras en edificios y otras construcciones realizadas, en línea con la apertura de dos nuevas tiendas (Centro Cívico y Crate & Barrel).

A nivel de composición del activo, las principales cuentas corresponden a inmuebles, maquinaria y equipos (32.51%), rubro que incluye principalmente las mejoras en edificios y construcciones alquiladas, edificios propios y terrenos; seguido por existencias (30.33%) y por las cuentas por cobrar a su vinculada Banco Falabella (15.21%), las mismas que corresponden en su totalidad a ventas realizadas con tarjetas CMR. Tiene una participación importante también el rubro de inversiones (12.77%), las cuales incluyen cuentas por cobrar correspondiente al contrato de Asociación en Participación que mantiene desde el 2003 con Banco Falabella, a través del cual SF le otorga aportes al Banco a fin de participar en sus resultados, manteniendo una cuenta por cobrar de S/183.4 millones por dicho concepto. Asimismo, mantiene inversiones en las subsidiarias Saga Falabella Oriente, Saga Falabella Iquitos y Viajes Falabella por S/39.5 millones.

Pasivos y Estructura de Fondo

Respecto de la estructura de financiamiento, al cierre del ejercicio de 2015, la mayor concentración del fondeo se muestra en el pasivo a corto plazo (48.53%), seguido por el patrimonio (39.48%) y con menor incidencia el fondeo a través del pasivo a largo plazo (11.99%).

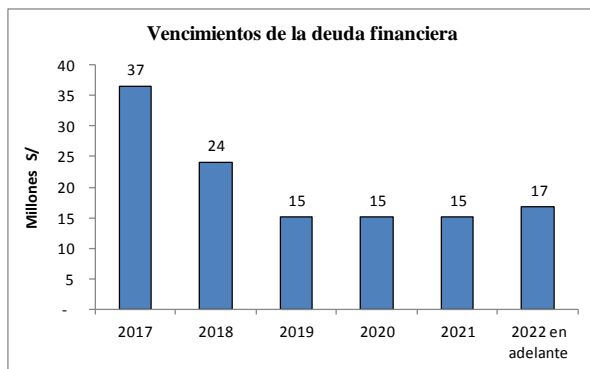


Fuente: Saga Falabella/ Elaboración: Equilibrium

En relación a los pasivos corrientes, estos incluyen principalmente préstamos bancarios (21.08%) y cuentas por pagar comerciales (15.46%), que tienen como finalidad cubrir sus necesidades de capital de trabajo. El total de pasivos corrientes se incrementan en 10.12% respecto al 2014, debido a un nuevo préstamo tomado con el BCP por S/38 millones, así como un incremento en la deuda que mantiene con el BBVA Banco Continental que aumentó en S/55 millones, siendo el crecimiento de la deuda menor al incorporar una amortización de S/29 millones con Scotiabank Perú. Explica también el incremento el mayor saldo en las cuentas por pagar comerciales (+15.72%), en línea con el mayor inventario existente.

En lo que respecta al pasivo no corriente, este incorpora principalmente deuda financiera de largo plazo (7.02%) asociada a dos emisiones contempladas dentro del Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos, así como otras obligaciones de largo plazo (4.98%) cuyo saldo al

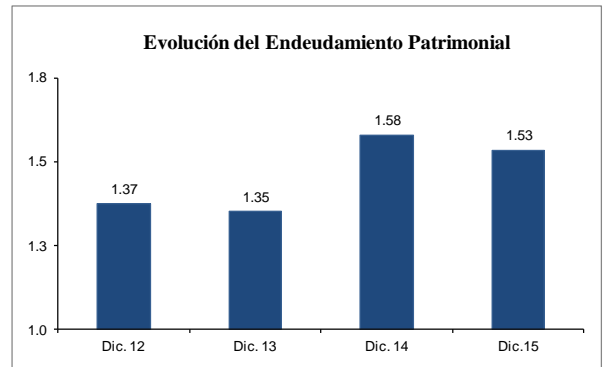
31 de diciembre asciende a S/51.8 millones con vencimientos entre 2017 y 2018. Otras obligaciones incluyen cuentas por pagar a entidades relacionadas por S/31.9 millones que a su vez incorporan un préstamo otorgado por Falabella Perú S.A.A en el 2015 por S/30 millones con vencimiento a agosto 2020 a fin de reemplazar deuda de corto plazo de la Compañía. Por otro lado, dentro de otras obligaciones se incluyen ingresos diferidos por S/51.0 millones, que se vinculan a un contrato de transferencia de propiedad de un local ubicado en Arequipa, a favor de su empresa vinculada Aventura Plaza, y cuyo pago fue realizado en mayo del 2015, pero cuyo ingreso será devengado a lo largo de los 40 años de duración del contrato. Con ello, las otras obligaciones de largo plazo (+247.33%) explican el crecimiento del pasivo no corriente (+13.32%), efecto contrarrestado por la reducción de la deuda financiera de largo plazo (-22.93%), en línea con el normal vencimiento de la deuda que mantiene SF y las amortizaciones correspondientes realizadas de las emisiones vigentes que presentan amortizaciones trimestrales.



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

Respecto del patrimonio de la Compañía, este ascendió a S/689.2 millones (+14.13%), incremento que es explicado por los mayores resultados acumulados (+29.63%). Cabe señalar que en las sesiones de JGA de marzo y en Directorio de octubre de 2015 se aprobó y ratificó el reparto de dividendos por S/90.0 millones, los cuales fueron pagados en noviembre del mismo año. Al respecto, cabe indicar que la política de dividendos vigente señala el reparto de dividendos del 30% de los resultados acumulados de la Compañía una vez deducido el 10% de la reserva legal correspondiente. Resalta que a la fecha de análisis la Compañía mantiene el mismo capital social observado en los últimos cuatro años, al no haber realizado aportes de capital o capitalización de utilidades. En consecuencia, sería apropiado que los resultados acumulados se materialicen en un mayor capital social, al ser susceptibles de repartirse como dividendos a los accionistas.

Como consecuencia del crecimiento del pasivo y del patrimonio que mostraron un incremento de 10.74% y 14.13%, respectivamente, el apalancamiento contable retrocede a 1.53 veces (1.58 veces en diciembre de 2014).

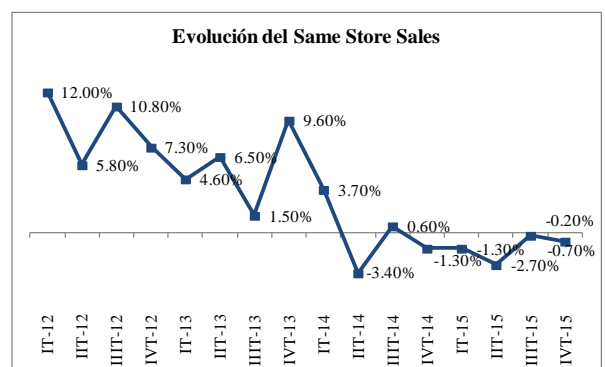


Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

Rentabilidad y Generación

La Compañía cierra el ejercicio 2015 con una utilidad neta de S/173.1 millones, mostrando un incremento interanual de 26.76%. Impulsó dicho resultado el incremento del 2.26% de los ingresos correspondientes a la venta de mercadería y otros ingresos operacional, así como un costo de ventas controlado que creció sólo 0.49%, logrando una mejora en el margen bruto que pasó de 28.43% a 29.74%. Pese al menor dinamismo de las ventas, cabe señalar que el margen bruto se recuperó en línea con las menores actividades promocionales realizadas, así como por la mejor gestión de inventarios, generando costos de ventas competitivos.

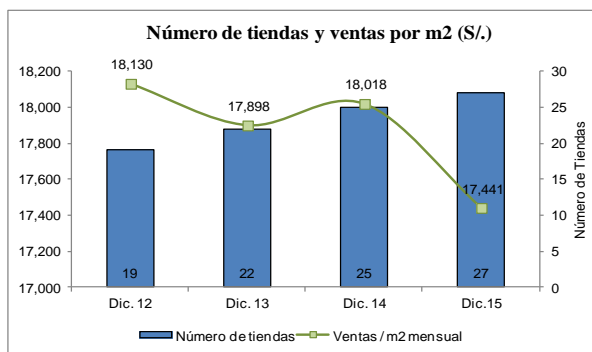
Es de señalar que si bien las ventas se incrementan al corte de análisis, éste es menor en comparación a los períodos analizados previamente (+4.96% en el 2014 y +10.01% en el 2013, respectivamente), como consecuencia de la desaceleración de la economía y por tanto del consumo interno, así como de factores climáticos que afectó las ventas de la temporada de invierno; sin embargo, pese a ello las tiendas por departamento siguen aportando positivamente dada la apertura de dos tiendas nuevas. No obstante, dicho dinamismo se explicaría por la mayor área de venta disponible que totalizó 164,150 m² al cierre de 2015, en tanto SF muestra un indicador SSS negativo en 0.70% (SSS negativo en 1.03%, 2.70%, 0.20% el primer, segundo y tercer trimestre de 2015, respectivamente).



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

Respecto de los gastos de venta, estos representan el 18.49% de los ingresos y se incrementaron en 3.20% durante el 2015, mientras que los gastos de administración representaron 3.91% de los ingresos, incrementándose en 10.88%. La mayor carga operativa se explica por la

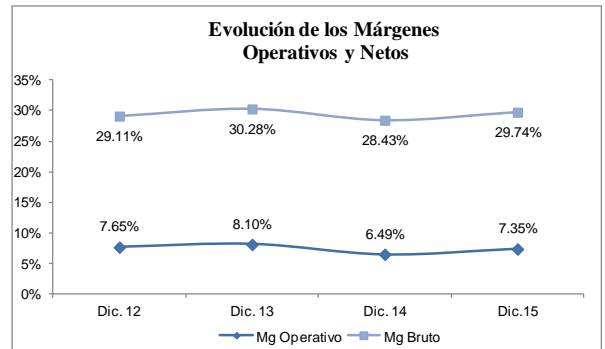
apertura de dos nuevas tiendas que implican un mayor gasto en personal, la remodelación de locales existentes y a las campañas de publicidad. Al respecto, es de indicar que la carga operativa pasó a representar el 22.40% del total de ingresos, participación ligeramente superior a la reportada en el 2014 (21.95%). No obstante lo mencionado, el margen operativo mejora de 6.49% a 7.35% interanual, reflejando un incremento de 15.95% en la utilidad operativa, en línea con los controlados niveles de eficiencia que muestran las empresas del Grupo Falabella, que lo lleva a tener el mejor indicador de ventas por metro cuadrado de las tiendas por departamentos respecto a sus principales competidores, pese a que este último se redujo respecto al 2014; por lo tanto, se espera que la maduración de las dos tiendas nuevas lo vuelvan a niveles anteriores.



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

En lo que concierne a otros ingresos y gastos, destacan los ingresos generados a través del contrato de asociación en participación que mantiene SF con el Banco Falabella - mediante el cual SF se compromete a entregar aportes a cambio de participar en los resultados del Banco- los mismos que totalizaron S/62.3 millones (+19.15%). Por otro lado, los gastos financieros no mostraron una variación significativa (+1.21%) totalizando S/25.9 millones. Es importante mencionar también la ganancia generada por el fallo a favor de SF en un proceso que mantenía con INDECOPI que tuvo como consecuencia el recupero del pago de derechos antidumping pagados por SF por la importación de prendas de origen chino; así como el gasto por una rectificación en el pago de impuestos de ejercicios anteriores por S/11.3 millones.

Cabe indicar que el resultado neto se vio afectado de manera parcial por la pérdida asociada a variaciones de tipo de cambio, la cual ascendió a S/2.8 millones; sin embargo, esta representa únicamente el 0.10% de los ingresos de la Compañía. Al respecto, la Gerencia señala haber evaluado el riesgo de la posición en moneda extranjera con lo cual realizó compra de dólares en productos derivados (*forwards* de compra de moneda extranjera). En esa línea, aportó favorablemente la ganancia obtenida en instrumentos financieros derivados por S/4.8 millones, por el cambio en el valor razonable de dichos instrumentos. De esta manera, al 31 de diciembre de 2015 el margen neto de SF cerró en 6.05%, siendo superior al logrado al cierre del ejercicio previo (4.88%).



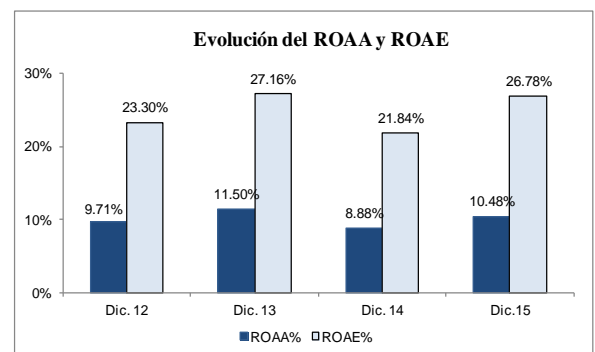
Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

Al 31 de diciembre de 2015, el EBITDA ascendió a S/267.7 millones (+12.66%), mientras que el margen EBITDA se situó en 9.35%, siendo superior al margen generado al cierre del ejercicio 2014 (8.50%). En términos generales, se observa una mejora en los márgenes respecto del ejercicio anterior; no obstante, estos no llegan a los niveles que mantenía en el 2013.

Indicadores	Dic. 12	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15
M. Operativo	7,6%	8,1%	6,5%	7,4%
M. Neto	5,3%	6,2%	4,9%	6,1%
EBITDA (S/ MM)*	236.4	268.7	268.6	267.7
Margen EBITDA	9.76%	10.08%	8.50%	9.4%

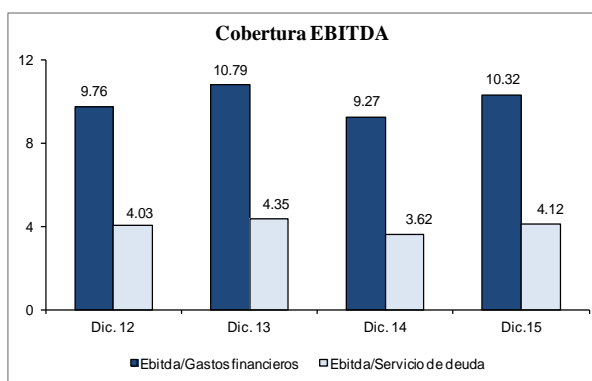
Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

En línea con la mayor generación, la rentabilidad medida a través del retorno promedio para los activos (ROAA) y para el accionista (ROAE) muestran una mejora significativa al pasar de 8.88% y 21.84% a 10.48% y 26.78%, respectivamente. Cabe resaltar que ambos indicadores mejoran incluso al haberse presentado un crecimiento dinámico en los activos y el nivel patrimonial.



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

Como consecuencia de la reducción en el nivel de deuda de largo plazo (-22.93%) y en el crecimiento no significativo del gasto financiero (+1.21%), así como en la mayor generación observada al cierre de 2015 (+12.66%); los indicadores de cobertura de la Compañía se ven fortalecidos. En este sentido, la cobertura de servicio de deuda cerró en 4.12 veces (3.62 veces en el 2014), mientras que la cobertura de gastos financieros cerró en 10.32 veces (9.27 veces en el 2014).



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium.

Considerando que los ingresos que recibe SF percibidos por la existencia del contrato de Asociación en Participación (AEP) que SF mantiene vigente con Banco Falabella son de carácter recurrente, los ratios de cobertura se fortalecen según se muestra a continuación:

Indicadores	Dic. 12	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15
EBITDA*/ Gastos financieros	11.68	12.95	11.31	12.72
EBITDA* / Servicio de deuda	4.82	5.22	4.42	5.08

Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium. (*) Incluye ingresos AEP.

Liquidez

Los indicadores de liquidez de SF, medidos a través de la prueba corriente, muestran una ligera mejora respecto al ejercicio 2014, como consecuencia del incremento en la cuenta caja y equivalente a efectivo, en las cuentas por cobrar y existencias, que tuvo como contraparte el incremento en los préstamos bancarios de corto plazo. Así, el ratio de liquidez general no presenta variación relevante (1.11 veces al cierre de 2015 y 1.09 veces en el 2014). Al eliminar el efecto del inventario, el ratio de prueba ácida se mantuvo sin variación (0.46 veces).

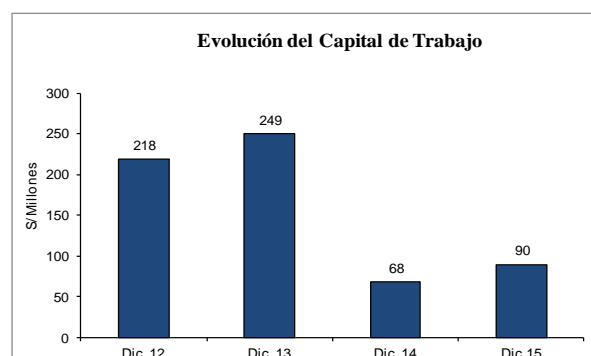
Indicadores	Dic. 12	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15
Liquidez General	1.37	1.37	1.09	1.11
Liquidez Acida	0.64	0.57	0.46	0.46
Capital de Trabajo (MM de soles S/)	218.4	249.3	67.59	89.6

Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium.

Al 31 diciembre de 2015, se muestra un mayor capital de trabajo en comparación al 2014, pasando de S/67.6 millones a S/89.6 millones de forma interanual. No obstante, los niveles son muy inferiores a los observados en los periodos 2012 y 2013.

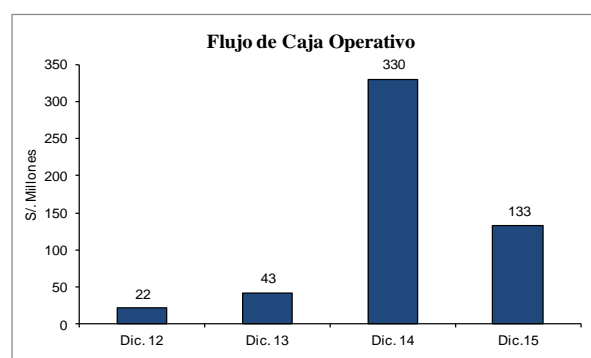
Al análisis se agrega el deterioro en el ratio de rotación de inventarios, que pasa de 85 a 95 días interanual, en línea con el mayor stock de existencias y el menor dinamismo de las ventas, que conlleva a un ligero incremento del ciclo operativo. Asimismo, debido a la naturaleza del negocio, la Compañía financia la mayoría de sus operaciones financieras de corto plazo, por lo que es natural que generalmente el capital de trabajo no muestre mayor volumen, en tanto existe un importante financiamiento a través de préstamos bancarios y cuentas por pagar de

corto plazo, estructura que se mantiene pese al uso de fondos provenientes de la emisión de bonos corporativos.



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium.

Al cierre del ejercicio 2015, el flujo de caja operativo se mantuvo positivo llegando a S/133.0 millones (S/329.8 millones al cierre de 2014), el cual le permite cubrir en 2.05 veces el servicio de deuda (porción corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros). Al respecto, cabe resaltar el deterioro en el ratio en tanto al cierre de diciembre de 2014 le permitía cubrir 5.02 veces, deterioro que no involucra un incremento en la parte corriente de la deuda de largo plazo, sino que se explica por la mayor carga operativa mencionada (gastos de personal y rectificación de impuestos), así como a un mayor pago a proveedores que no fue compensado por mayores cobros de ventas.



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium.

Cabe agregar que la Compañía cuenta con un amplio acceso al crédito en el sistema financiero con una línea total de S/938.6 millones, de la cual a la fecha ha usado el 42.08%. Asimismo, se considera el acceso que mantiene en el mercado de capitales, siendo posible acceder a fuentes de fondeo diversificadas, manteniendo a la fecha de evaluación dos programas en circulación. Se considera igualmente la facilidad que tiene la Compañía al acceder a descuentos por pronto pago, dado que de tener problemas puntuales de liquidez se puede dejar de ser muy activo en la utilización de estos beneficios, liberando los fondos necesarios.

Cabe indicar que en el negocio *retail*, los niveles de liquidez de SF fluctúan de acuerdo a la estacionalidad del negocio, dada la necesidad de aprovisionamiento de mercadería necesaria para empezar las campañas, siendo el periodo más relevante el último trimestre de cada año debido a los ingresos que genera la campaña navideña.

EMISIONES VIGENTES EN EL MERCADO DE CAPITALES

Bonos Corporativos

Segundo Programa de Bonos Corporativos

En JGA celebrada el 08 de setiembre de 2008, se acordó la emisión de un Segundo Programa de Bonos Corporativos, aprobándose los términos y condiciones del mismo el 31 de marzo de 2010, fijando como monto máximo de circulación de hasta S/200 millones y 10 años de vigencia del Programa. Los fondos obtenidos estarán destinados a inversiones y reemplazo de pasivos.

El Programa establece la posibilidad que el Emisor pueda rescatar una o más de las Emisiones de Bonos, siempre que dicha posibilidad se establezca en el Contrato Complementario y Prospecto Complementario de la respectiva Emisión. Por otro lado, los Bonos emitidos en este programa se encuentran respaldados únicamente con el patrimonio del Emisor y mantienen los siguientes resguardos:

- a. Activos libres / Deuda financiera ≥ 1.5 veces.
- b. Endeudamiento $< 3.0x$ el patrimonio del Emisor.
- c. Cuentas por cobrar relacionadas - CMR / Total activo $< 8\%$
- d. Patrimonio neto mínimo de S/130 millones.
- e. Índice de cobertura de intereses $\geq 3.0x$
- f. Índice de cobertura de servicio de deuda $> 1.4x$

A continuación se muestra el detalle de los mismos²:

Indicadores	Dic. 14	Dic. 15
Activos libres / Deuda financiera ≥ 1.5 veces	3.10	3.30
Endeudamiento < 3 veces	1.58	1.53
Cuentas por cobrar relacionadas - CMR / Total activo $< 8\%$	1.76%	1.35%
Patrimonio neto (S/ millones)	603.9	689.2
Índice de cobertura de intereses	11.31	12.72
Índice de cobertura de servicio de deuda	4.42	5.08

Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium.

Primera Emisión – Serie A:

Monto: S/50 millones.

Saldo en circulación: S/14.29 millones.

Fecha de Colocación: 07 de diciembre de 2010

Fecha de Redención: 09 de diciembre de 2017

Moneda: Soles

Tasa de Interés: 6.3438%

Amortización del Principal y pago de intereses: Por trimestres vencidos.

Primera Emisión – Serie B:

Monto: S/50 millones.

Saldo en circulación: S/17.86 millones.

Fecha de Colocación: 25 de mayo de 2011

Fecha de Redención: 26 de mayo de 2018

Moneda: Soles

Tasa de Interés: 7.56250%

² Según cálculos realizados por Equilibrium con información proporcionada por el emisor.

Amortización del Principal y pago de intereses: Por trimestres vencidos.

Segunda Emisión – Serie A:

Monto: S/50 millones.

Saldo en circulación: S/19.64 millones

Fecha de Colocación: 26 de julio de 2011

Fecha de Redención: 27 de julio de 2018

Moneda: Soles

Tasa de Interés: 7.09375%.

Amortización del Principal y pago de intereses: Por trimestres vencidos.

Tercer Programa de Bonos Corporativos

En Junta General de Accionistas de fecha 09 de abril de 2012, se acordó la emisión de un Tercer Programa de Bonos Corporativos. El monto máximo de Bonos a ser emitidos bajo dicho Programa es de hasta S/300 millones y la vigencia del mismo es de dos años, prorrogable por dos años más. Los fondos obtenidos estarán destinados a inversiones y reemplazo de pasivos.

Es posible para el Emisor pueda rescatar una o más de las Emisiones de los Bonos que conformen el Programa, siempre que dicha posibilidad se establezca en el Contrato Complementario y Prospecto Complementario de la respectiva Emisión de los Bonos. Por otro lado, los Bonos emitidos en este programa se encuentran respaldados únicamente con el patrimonio del Emisor y posee los mismos resguardos del Segundo Programa (excepto el covenant mostrado en el punto a)

Primera Emisión – Serie A:

Monto: S/60 millones.

Saldo en circulación: S/39.0 millones.

Fecha de Colocación: 23 de mayo de 2012

Fecha de Redención: 24 de mayo de 2022

Moneda: Soles

Tasa de Interés: 5.81250%

Amortización del Principal y pago de intereses: Por trimestres vencidos.

Primera Emisión – Serie B:

Monto: S/40 millones.

Saldo en circulación: S/27.0 millones

Fecha de Colocación: 09 de agosto de 2012

Fecha de Redención: 10 de agosto de 2022

Moneda: Soles

Tasa de Interés: 5.40625%

Amortización del Principal y pago de intereses: Por trimestres vencidos.

Segunda Emisión – Serie A:

Monto: S/50 millones.

Saldo en circulación: S/37.50 millones

Fecha de Colocación: 16 de abril de 2013

Fecha de Redención: 17 de abril de 2023

Moneda: Soles

Tasa de Interés: 5.00000%

Amortización del Principal y pago de intereses: Por trimestres vencidos.

SAGA FALABELLA S.A.

Balances Generales

(Miles de Soles)

	IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		dic-15 dic-14	dic-14 dic-13
	dic-12	%	dic-13	%	dic-14	%	dic-15	%		
ACTIVOS										
Activo Corriente										
Caja Bancos	41,100	3%	37,984	2%	50,109	3%	75,877	4%	51.42%	31.92%
Cuentas por Cobrar Comerciales	10,586	1%	10,776	1%	12,308	1%	12,978	1%	5.44%	14.22%
Otras Cuentas por Cobrar:										
Afiliadas (Excluyendo a Bco Falabella)	12,246	1%	13,563	1%	27,359	2%	23,508	1%	-14.08%	101.72%
CMR o Bco Falabella	305,872	22%	304,366	20%	245,018	16%	265,489	15%	8.35%	-19.50%
Diversas	10,199	1%	14,368	1%	15,479	1%	14,597	1%	-5.70%	7.73%
Existencias:	425,323	31%	534,209	35%	470,351	30%	529,480	30%	12.57%	-11.95%
Gastos pagados por anticipado	7,058	1%	7,440	0%	15,626	1%	13,675	1%	-12.49%	110.03%
Activo por impuesto a las ganancias	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	-
Otros activos no financieros	-	0%	-	0%	617	0%	1,155	0%	87.20%	-
Total Activo Corriente	812,384	60%	922,706	61%	836,867	54%	936,759	54%	11.94%	-9.30%
Inmueble maquinaria y equipo neto	474,390	35%	504,355	33%	507,574	33%	567,615	33%	11.83%	0.64%
Inversiones	67,960	5%	86,974	6%	206,066	13%	222,893	13%	8.17%	136.93%
Activo por impuesto diferido, neto	-	0%	-	0%	-	0%	11,863	1%	-	-
Otros activos	5,398	0%	6,073	0%	7,421	0%	6,628	0%	-10.69%	22.20%
TOTAL ACTIVOS	1,360,132	100%	1,520,108	100%	1,557,928	100%	1,745,758	100%	12.06%	2.49%
PASIVOS										
Pasivo Corriente										
Préstamos bancarios	93,813	7%	247,920	16%	304,000	20%	368,000	21%	21.05%	22.62%
Instrumentos de Corto Plazo	50,000	4%	-	0%	-	0%	-	0%		
Cuentas por pagar Comerciales	230,068	17%	204,451	13%	233,218	15%	269,881	15%	15.72%	14.07%
Provisiones	51,276		56,958	4%	52,993	3%	57,820	3%	9.11%	-6.96%
Pasivos por impuesto a las ganancias	10,832	1%	15,064	1%	11,216	1%	14,054	1%	25.30%	-25.54%
Otros pasivos	56,553	4%	64,323	4%	75,697	5%	68,253	4%	-9.83%	17.68%
Cuentas por pagar a vinculadas	66,886	5%	47,776	3%	52,148	3%	30,171	2%	-42.14%	9.15%
Porción Cte. Deuda Financiera L.P.	34,503	3%	36,919	2%	40,009	3%	38,970	2%	-2.60%	8.37%
Total Pasivo Corriente	593,931	44%	673,411	44%	769,281	49%	847,149	49%	10.12%	14.24%
Deuda Financiera a largo plazo	181,122	13%	191,515	13%	158,914	10%	122,482	7%	-22.93%	-17.02%
Impuesto a la renta diferido	9,869	1%	4,033	0%	827	0%	-	0%	-100.00%	-79.49%
Otras obligaciones a largo plazo	2,195	0%	4,337	0%	25,018	2%	86,896	5%	247.33%	476.85%
Total Pasivo No Corriente	193,186	14%	199,885	13%	184,759	12%	209,378	12%	13.32%	-7.57%
TOTAL PASIVO	787,117	58%	873,296	57%	954,040	61.24%	1,056,527	61%	10.74%	9.25%
Capital social	250,000	18%	250,000	16%	250,000	16%	250,000	14%	0.00%	0.00%
Otras reservas de patrimonio	6,430	0%	7,845	1%	9,115	1%	12,237	1%	34.25%	16.19%
Reservas	34,500	3%	48,143	3%	50,921	3%	50,000	3%	-1.81%	5.77%
Resultado del ejercicio	129,081	9%	165,647	11%	136,591	9%	173,142	10%	26.76%	-17.54%
Resultado Acumulados	153,004	11%	175,177	12%	157,261	10%	203,852	12%	29.63%	-10.23%
TOTAL PATRIMONIO NETO	573,015	42%	646,812	43%	603,888	38.76%	689,231	39%	14.13%	-6.64%
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	1,360,132	100%	1,520,108	100%	1,557,928	100%	1,745,758	100%	12.06%	2.49%

SAGA FALABELLA S.A.

Estado de Ganancias y Pérdidas

(Miles de Soles)

	dic-12	%	dic-13	%	dic-14	%	dic-15	%	dic-15 dic-14	dic-14 dic-13
INGRESOS										
Venta de mercadería	2,404,689	99%	2,649,257	99%	2,776,973	99%	2,840,118	99%	2.27%	4.82%
Otros Ingresos Operacionales	17,643	1%	15,483	1%	19,873	1%	22,822	1%	14.84%	28.35%
TOTAL INGRESOS	2,422,332	100%	2,664,740	100%	2,796,846	100%	2,862,940	100%	2.36%	4.96%
Costo de Ventas	1,717,096	71%	1,857,858	70%	2,001,592	72%	2,011,364	70%	0.49%	7.74%
Utilidad Bruta	705,236	29%	806,882	30%	795,254	28%	851,576	30%	7.08%	-1.44%
GASTOS OPERATIVOS										
Gasto de ventas	519,947	21%	591,130	22%	613,838	22%	641,224	22%	4.46%	3.84%
Gastos de administración	89,006	4%	105,234	4%	100,993	4%	111,982	4%	3.20%	5.55%
Utilidad (Pérdida) de Operación	185,289	8%	215,752	8%	181,416	6%	210,352	7%	10.88%	-4.03%
									15.95%	-15.91%
OTROS INGRESOS Y (EGRESOS)										
Ingresos financieros	833	0%	581	0%	913	0%	834	0%	-8.65%	57.14%
Gastos financieros	(24,208)	-1%	(24,908)	-1%	(25,634)	-1%	(25,944)	-1%	1.21%	2.91%
Asociación en Participación	46,436	2%	53,812	2%	52,321	2%	62,339	2%	19.15%	-2.77%
Ganancia (perdida) en Instrum. Derivados	(659)	0%	7,200	0%	(4,682)	0%	4,811	0%	-202.76%	-165.03%
Diversos, neto	(14,223)	-1%	(207)	0%	26	0%	(1,087)	0%	-4280.77%	-112.56%
UTILIDAD ANTES DE DC	193,468	8%	252,230	9%	204,360	7%	251,305	9%	22.97%	-18.98%
Diferencia en Cambio (DC)	1,776	0%	(9,841)	0%	266	0%	(2,805)	0%	-1154.51%	-102.70%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	195,244	8%	242,389	9%	204,626	7%	248,500	9%	21.44%	-15.58%
Impuesto a la Renta	66,163	3%	76,742	3%	68,035	2%	75,358	3%	10.76%	-11.35%
UTILIDAD NETA	129,081	5%	165,647	6%	136,591	5%	173,142	6%	26.76%	-17.54%

Indicadores financieros	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Solvencia				
Endeudamiento patrimonial de CP (veces)	1.04	1.04	1.27	1.23
Endeudamiento patrimonial Total (veces)	1.37	1.35	1.58	1.53
Liquidez				
Liquidez general (veces)	1.37	1.37	1.09	1.11
Liquidez ácida (veces)	0.64	0.57	0.46	0.46
Capital de Trabajo	218,453	249,295	67,586	89,610
Gestión				
Gastos Operativos / Ingresos	21.46%	22.18%	21.95%	22.40%
Gastos Financieros / Ingresos	1.00%	0.93%	0.92%	0.91%
Rotación de cobranzas (días)	47	43	33	35
Rotación de inventarios (días)	89	104	85	95
Rotación de cuentas por pagar (días)	49	42	41	48
Ciclo de conversión	87	104	77	82
Rentabilidad				
EBITDA	236,373	268,686	237,627	267,707
EBITDA Ajustado	282,809	322,498	289,948	330,046
Margen Neto	5.33%	6.22%	4.88%	6.05%
Margen EBITDA	9.76%	10.08%	8.50%	9.35%
ROAA	9.71%	11.50%	8.88%	10.48%
ROAE	23.30%	27.16%	21.84%	26.78%
Cobertura y Deuda Financiera				
Deuda financiera / EBITDA	1.52	1.77	2.12	1.98
FCO	21,847	42,507	329,827	132,951
Cobertura de Intereses (veces) Ajustado*	11.68	12.95	11.31	12.72
Cobertura de Intereses (veces)	9.76	10.79	9.27	10.32
Cobertura de Servicio de Deuda (veces) Ajustado	4.82	5.22	4.42	5.08
Cobertura de Servicio de Deuda (veces)	4.03	4.35	3.62	4.12
FCO / SS de Deuda	0.37	0.69	5.02	2.05

* Incluye ingresos por asociación en participación.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una clasificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de clasificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una clasificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes,

representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.