



SAGA FALABELLA S.A.

Lima, Perú

07 de enero de 2015

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 comprarlos, venderlos o mantenerlos"

----- Millones de Nuevos Soles -----				
	Dic.13	Set. 14	Dic.13	Set.14
Activos:	1,520.1	1,445.6	Utilidad:	165.6 64.9
Pasivos:	873.3	792.3	ROAA*:	11.5% 9.7%
Patrimonio:	646.8	653.3	ROAE*:	27.2% 22.0%

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).
Tercer Programa de ICP→EQL 1.pe (07.12.11).

*Al 30 de setiembre de 2014 los indicadores se presentan anualizados.

La información utilizada para el análisis está basada en los Estados Financieros Auditados de Saga Falabella S.A. para los años 2010, 2011, 2012 y 2013 y en Estados Financieros No Auditados al 30 de setiembre de 2013 y 2014. Asimismo se ha utilizado información adicional proporcionada por la Empresa.

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

Las categorías asignadas se sustentan en el respaldo patrimonial que le otorga a SF el pertenecer al Grupo Falabella, así como en las sinergias de negocio que esto le genera. Suma a lo anterior la participación y experiencia que presenta la Compañía en el sector *retail*, la adecuada estructura financiera que mantiene, las diversas fuentes de financiamiento a las que tiene acceso SF y la experiencia de la Plana Gerencial en el manejo del negocio.

No obstante lo anterior, limita a SF el contar con una mayor clasificación la alta sensibilidad que presentan sus ventas frente al ciclo económico y frente a factores exógenos tales como tendencias de la moda o cambios climatológicos adversos; lo cual otorga variabilidad a los niveles de generación de la Compañía y por ende a sus indicadores de cobertura, flujo operativo y capital de trabajo. SF es una empresa dedicada a la venta al por menor de mercadería nacional e importada, contando con 13 tiendas en Lima y 11 en provincias, de las cuales algunas corresponden a tiendas ancla ubicadas en centros comerciales, mientras que otras son locales individuales.

Al 30 de setiembre de 2014 se observa una caída en la utilidad neta de la Compañía de 28.7% debido principalmente a la disminución del margen bruto en tres puntos

porcentuales respecto a los ingresos. Esto último se explica tanto por la desaceleración de los ingresos (+5.6%) como por el incremento de los costos (+9.1%) debido a i) la desaceleración de la economía y por ende del consumo interno, ii) los cambios climatológicos observados durante el período analizado que afectaron la demanda de vestuario de temporada y iii) la mayor competencia observada en el sector, siendo necesario realizar mayores liquidaciones y descuentos de temporada a fin de mantener en niveles adecuados la rotación de inventarios.

De esta manera, se observa un crecimiento en ventas menor a lo observado en los últimos cuatro años, esto a pesar de la apertura de tres nuevos locales durante los últimos 12 meses. Asimismo, el indicador *Same Store Sales* (SSS) de la Compañía al 30 de setiembre de 2014 fue negativo en 0.4% (positivo en 4.2% a setiembre del 2013). Cabe mencionar que la Gerencia espera para el último trimestre del año pasado un indicador SSS positivo y suficiente para compensar los menores resultados alcanzados durante los primeros nueve meses analizados. En este sentido, resalta la volatilidad de los márgenes de la Compañía, en línea con la variabilidad de sus ingresos, puesto que si bien se considera baja la penetración del sector *retail* en nuestro país y existen oportunidades de crecimiento, de observarse un menor dinamismo en la demanda interna y en el consumo privado, los resultados de SF podrían continuar viéndose afectados.

No obstante, resalta que si bien la carga operativa de la Compañía se ha incrementado en 3.9% respecto a setiem-

bre del 2013, en relación a los ingresos se mantiene en niveles adecuados y similares a lo alcanzado para el período anterior. Este incremento se explica por la apertura de nuevos locales, el incremento del personal, y las mayores campañas de publicidad y marketing realizadas. Sin embargo, y en línea con la caída del margen bruto, el margen operativo de SF a setiembre del 2014 retrocede en dos puntos porcentuales en relación a los ingresos.

Por otro lado, si bien la generación de la Compañía medida a través del EBITDA (sin considerar otros ingresos / egresos extraordinarios) para los últimos 12 meses retrocede en 8.4% respecto al tercer trimestre de 2013, es suficiente para cubrir adecuadamente el incremento tanto de la carga financiera como del servicio de deuda al período analizado. Adicionalmente, de considerar los ingresos por la Asociación en Participación que mantiene la Compañía con Banco Falabella al ser éstos de carácter recurrente, los ratios de cobertura de SF se fortalecen.

Es de mencionar que si bien la carga financiera de SF a setiembre del 2014 se incrementa en 6.5%, en relación a los ingresos se mantiene a un nivel similar a lo observado a setiembre de 2013. Respecto al servicio de deuda, el incremento se sustenta en el normal vencimiento de la parte corriente de la deuda a largo plazo (+12.6%), toda vez que la Compañía no ha pactado mayor deuda financiera al período analizado.

De esta manera, al 30 de setiembre de 2014 los indicadores de rentabilidad de SF son menores a los registrados al cierre del 2013, en línea con la menor utilidad neta alcanzada. Es así que el retorno anualizado promedio del accionista (ROAE) fue de 22.0% (27.2% en el 2013), mientras que el retorno anualizado promedio de los activos (ROAA) fue de 9.7% (11.5% en el 2013).

Se espera que la continua apertura de nuevos locales aporte positivamente al crecimiento de las ventas de la Compañía, así como la maduración de los locales existentes. Asimismo, si bien la falta de espacios adecuados y el alto costo de terrenos de grandes dimensiones en zonas estratégicas pueden limitar los planes de expansión de SF en la capital, son positivas las oportunidades de crecimiento existentes en los conos de la capital y en provincias donde el comercio moderno todavía no alcanza un desarrollo pleno. De esta manera, resulta positiva la pertenencia de la Compañía al Grupo Falabella, toda vez que no solo le brinda respaldo patrimonial, sino que le permite beneficiarse de los planes de expansión del Grupo a nivel nacional.

Fortalezas

1. Solidez y experiencia de los accionistas.
2. Posicionamiento estratégico de mercado (integración horizontal).
3. Imagen de marca.
4. Acceso al financiamiento en el mercado de capitales.

Debilidades

1. Estacionalidad en las ventas.
2. Sensibilidad de las ventas con las tendencias de la moda y factores climatológicos.
3. Liquidez supeditada a las ventas y rotación de inventarios.

Oportunidades

1. Expansión y ampliación de sus operaciones (mayor presencia en provincias)
2. Crecimiento del sector consumo y la capacidad adquisitiva de la población.

Amenazas

1. Sensibilidad del sector frente a ciclos económicos.

Por otro lado, si bien al período analizado los niveles de liquidez de la Compañía se ajustan, todavía se mantienen en niveles adecuados para el sector. Suma a lo anterior la disponibilidad del 74.4% de las líneas de crédito de SF a fin de cubrir necesidades de capital de trabajo, así como el respaldo patrimonial del Grupo Falabella ante cualquier eventualidad.

Es de mencionar que los indicadores de liquidez de SF han fluctuado históricamente de acuerdo a la estacionalidad del negocio, dado el aprovisionamiento de mercadería necesaria para las diferentes campañas. En este sentido, toda vez que la Compañía financia su capital de trabajo con fondos de corto plazo o con los proveedores de mercadería, se pueden generar déficits de capital de trabajo e importantes fluctuaciones en el pasivo corriente. No obstante, al período analizado SF mantiene un capital de trabajo positivo de S/.154.3 millones, el cual disminuye respecto a lo observado al cierre del 2013 debido principalmente al significativo ajuste de las cuentas por cobrar comerciales con Banco Falabella (-54.7%).

Respecto al nivel de apalancamiento contable de la Compañía (pasivo / patrimonio), este disminuye a 1.2 veces a setiembre de 2014 en línea con la menor deuda financiera pactada (-7.7%) y el incremento del patrimonio neto (+1.0%). Es de mencionar que la menor deuda financiera se explica por la cancelación de los préstamos bancarios pactados por SF y por el normal vencimiento de las emisiones de bonos vigentes, toda vez que no ha sido necesario para la Compañía tomar mayor deuda a fin de financiar su plan de expansión durante el período analizado, al haberlo financiado mediante generación propia. En relación al patrimonio, el incremento observado se sustenta en los mayores resultados acumulados a setiembre del 2014 (+59.3%), los cuales han sido suficientes para compensar la menor utilidad del ejercicio y la repartición de dividendos por S/.58.9 millones. Si bien se considera positivo el fortalecimiento del patrimonio como fuente de fondeo, resalta que los resultados acumulados –los cuales son factibles de repartirse como dividendos a los accionistas- tienen una participación mayor que el capital social, al no haberse observado aportes de capital o capitalización de utilidades durante los últimos años.

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

2. Potencial ingreso de nuevos competidores (extranjeros y nacionales).
3. Desaceleración de la demanda interna y el consumo privado.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Saga Falabella S.A. (SF) fue constituida en noviembre de 1953 bajo la razón social de Sears Roebuck del Perú S.A. Posteriormente, en 1984 se acordó el cambio de razón social a la de Sociedad Andina de los Grandes Almacenes S.A. – SAGA, para finalmente en setiembre de 1999 llegar a su actual denominación de Saga Falabella S.A. a raíz de la adquisición mayoritaria de la Compañía por el Grupo Falabella de Chile en 1995.

El objeto social de SF es 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.).

A la fecha, SF posee 24 locales a nivel nacional, contando con 13 tiendas en Lima y 11 en provincias. La Compañía posee además un centro de distribución en el Distrito de Villa El Salvador que centraliza el abastecimiento de mercadería a los locales.

Accionistas

Al 30 de setiembre de 2014, la estructura accionaria de Saga Falabella es la siguiente:

Nombre	Participación
Falabella Perú S.A.A.	95.68%
Otros	4.32%
TOTAL	100%

Cabe mencionar que en octubre de 2013 Falabella Perú realizó una compra de acciones, incrementando su participación respecto a lo observado a períodos anteriores.

Directorio

A la fecha del presente informe, el Directorio se conforma de la siguiente manera:

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

Cabe mencionar que el señor Juan Xavier Roca Mendonhall asumió la presidencia del directorio en junio del 2014. En dicho período se incorporaron también los Sres. Miguel Arrau y Francisco Vallauri.

Plana Gerencial

La gestión de la Empresa se distribuye de la siguiente forma:

Cargo	Nombre
Gerente General	Alex Zimmerman Franco
Gerente de Auditoría	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	Nancy Samalvides M.
Gerente de Negocios	Miguel Plaza Málaga
Gerente Comercial	Edmundo Muñoz D.
Gerente de Proyectos Inmobiliarios	Javier Vidal O.

Perfil del Accionista

El Grupo Falabella opera a través de la empresa S.A.C.I. Falabella, una de las más importantes de Chile cuyos orígenes se remontan a 1889, siendo su principal negocio la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de tiendas por departamento, *home-centers* y tiendas de especialidad, así como alimentos a través de hiper y supermercados. Además, ha desarrollado el área de servicios financieros (emisión de tarjetas de crédito, corretaje de seguros, banco y agencia de viajes), la administración de centros comerciales y la manufactura de textiles.

Al 30 de setiembre de 2014, los ingresos del Grupo Falabella totalizaron US\$8,870 millones, registrando un crecimiento de 13.9% respecto al mismo período del ejercicio anterior, sustentado en el incremento de 6.4% del área de ventas (excluyendo la superficie de Maestro Perú S.A.) debido a la incorporación de 26 nuevos locales al Grupo Falabella; sumado a los mejores indicadores SSS de Falabella en Colombia, Hipermercados Tottus en Perú y Chile, y Sodimac en Chile. En relación a las colocaciones, al tercer trimestre de 2014 éstas se incrementaron en 17.5% respecto a setiembre de 2013, totalizando en US\$5,783 millones. Es de mencionar que el 17 de setiembre el Grupo Falabella anunció la adquisición en Perú de la cadena de mejoramiento del hogar Maestro Perú S.A., por parte de Sodimac.

SF es subsidiaria de Falabella Perú S.A.A. (antes Inversiones y Servicios Falabella Perú S.A.), empresa Holding perteneciente al Grupo Falabella, presente en Perú desde 1995 mediante la compra de las acciones de Sociedad Andina de los Grandes Almacenes S.A. – SAGA.

A la fecha Falabella Perú S.A.A. posee seis subsidiarias: Banco Falabella Perú, Corredora de Seguros Falabella, Open Plaza, Hipermercados Tottus, Sodimac Perú y Saga Falabella. SF tiene tres subsidiarias directas (Saga Falabella Iquitos, Saga Falabella Oriente y Viajes Falabella), Hipermercados Tottus tiene dos (Hipermercados Tottus Oriente y Cía. San Juan) y Sodimac Perú tiene también dos (Sodimac Perú Oriente y Maestro Perú S.A.). Por su parte, Open Plaza mantiene seis subsidiarias directas (Kaynos, Logística y Distribución, Falacuatro, Inversiones Corporativas Beta, Inversiones Corporativas Gamma y Open Plaza Oriente) 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. Respecto a Aventura

Plaza, cabe mencionar que Falabella Perú S.A. también tiene participación directa e indirecta en esta empresa.

Estrategia de Negocios

SF ofrece una variada gama de productos de buena calidad a precios convenientes para el sector 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, si bien éstas se han desacelerado para el período analizado.

Dado el importante flujo de personas que atraen los locales de la Compañía, éstos se han posicionado como tiendas ancla en los centros comerciales donde participan, aportando además positivamente al desarrollo de los centros comerciales del Grupo. Cabe mencionar que en línea con el tipo de negocio de SF, el desarrollar locales junto con otras tiendas por departamento es positivo toda vez que dichas tiendas se complementan al ofrecer una mayor diversidad de productos a los consumidores.

Al 30 de setiembre de 2014, SF cuenta con 24 tiendas, de las cuales 13 se encuentran ubicadas en Lima y 11 en provincias, con un área de ventas total de 152,932 m².

Tienda	Año	Propiedad
Plaza Norte	2013	Alquilado
Cañete	2013	Alquilada
Pucallpa	2013	Grupo - Open Plaza
Ica	2013	CC El Quinde
Iquitos	2014	Alquilado
Salaverry	2014	Alquilado

En el mes de mayo de 2014 la Compañía abrió dos tiendas (Iquitos y Salaverry), mientras que en diciembre ha abierto un local adicional en Huánuco. Resalta que SF viene dando un mayor impulso a la apertura de tiendas en provincia, debido a la poca disponibilidad de terrenos de grandes dimensiones en zonas comerciales dentro de Lima, y los elevados precios de los mismos. Dada la aún baja presencia del sector *retail* en las zonas de la periferia de Lima, así como en provincias, la apertura de locales en estas zonas se considera más atractiva al ser posible capturar una mayor participación de mercado y generar importantes crecimientos en ventas.

Para los próximos dos años la Compañía espera inaugurar entre tres y cuatro tiendas por año, para lo cual se encuentra en constante búsqueda de ubicaciones adecuadas para el desarrollo de las mismas.

Líneas de Venta

SF comercializa una variada cantidad de productos nacionales e importados (prendas de vestir, artículos de belleza, juguetería, artículos para el hogar, electrónica, línea blanca, etc.) 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. Respecto a la composición de sus ventas, la línea Moda continúa siendo la más relevante. Cabe resaltar que dentro de esta línea se

consideran los segmentos niños, hombres, mujeres, calzado y belleza.

Respecto a los medios de pago, la tarjeta de crédito CMR aún se mantiene como el principal medio de pago de SF, sin considerar las cancelaciones en efectivo. Cabe mencionar que dicha tarjeta es emitida por el Banco Falabella, empresa vinculada al Grupo que es uno de los emisores más importantes de tarjetas de crédito del Perú, manteniéndose en el primer lugar del sistema bancario. Esto último constituye una herramienta muy potente para impulsar el consumo del crédito, ya que permite organizar campañas y promociones en función a la amplia base de datos de clientes que posee.

Logística

En agosto de 1998 se inauguró el Centro de Distribución (CD) ubicado en Villa el Salvador, el mismo que cuenta con un sistema de última tecnología, el cual está orientado a reducir los costos de procesamiento, almacenamiento y distribución de mercadería. El Centro de Distribución se encuentra ubicado sobre un terreno de 88,000 m² con áreas destinadas al almacenamiento, zonas de procesamiento y el edificio de oficinas administrativas, con aproximadamente 45,800 m² de área construida que le permite aprovechar el cubicaje total y maximizar las eficiencias operativas y financieras del Centro

En cuanto al sistema de información, el CD cuenta con el Sistema de Administración de Bodega (S.A.B.), 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.

Las compras de mercadería que realiza SF dependen de la estacionalidad, las tendencias de la moda y de la posibilidad de que se dé un fenómeno climatológico adverso, el cual modificaría las condiciones estacionales y las compras de los clientes. 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.

ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA

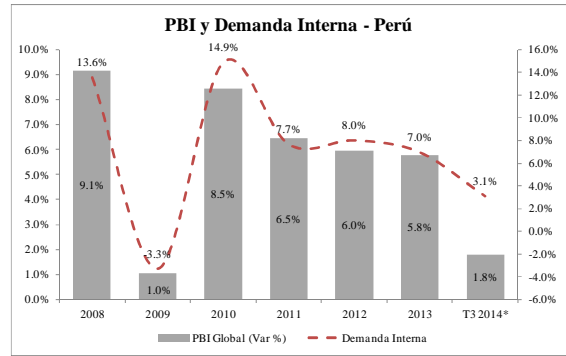
Expectativas de Recuperación del Crecimiento Mundial

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) espera que el crecimiento mundial ascienda a 3.0% al finalizar el 2014, resultado similar al del año anterior. Este crecimiento ha sido liderado principalmente por la recuperación de Estados Unidos que superó los percances climáticos del primer trimestre y logró sendos niveles de crecimiento en el segundo (4.6%) y tercer trimestre (3.9% según un estimado del BEA) explicados por la expansión del consumo privado, exportaciones y gasto gubernamental. Sin embargo, en el tercer trimestre China anotó su menor crecimiento trimestral en cinco años con 7.3%, la economía japonesa presentó una nueva contracción económica y la eurozona continuó con una leve recuperación sustentada en el nivel de actividad de sus economías más importantes.

Para el 2015, el BCRP espera un repunte del crecimiento mundial hasta 3.6% sustentado en la recuperación de la primera economía mundial y los mejores resultados de las economías emergentes, así como el reciente cambio de enfoque del BCE hacia un mayor gasto de los países de la eurozona y la reducción en la tasa de interés en China. Sin embargo, las tensiones geopolíticas podrían agravar los malos resultados en Europa y la desaceleración china obligando al BCRP a corregir a la baja su estimado de crecimiento para el 2015.

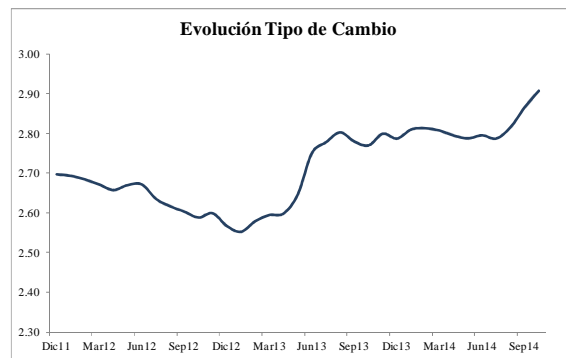
Desaceleración en el PBI asociado al Menor Dinamismo de la Demanda Interna

El Perú, a pesar de mostrar una ligera mejora en septiembre de 2014, ha tenido una desaceleración pronunciada a lo largo del año que ha llevado al BCRP a ajustar el estimado de crecimiento hasta 3.1% en el último reporte. Según el INEI, durante los primeros tres trimestres del 2014 la economía se expandió 2.8%, cifra considerablemente menor al 5.3% del 2013. Particularmente, en el tercer trimestre la inversión privada retrocedió en 3.1%, mientras que la demanda interna registró una expansión de 3.1%, menor a la registrada en el mismo periodo del 2013 (4.9%). El deterioro de los términos de intercambio por la ralentización de China, la caída en la inversión minera y el declive de la confianza empresarial, que responde a la situación externa, explican estos resultados.



Fuente: BCRP / Elaboración: Equilibrium

Cabe resaltar que en septiembre de 2014 el BCRP redujo la tasa de interés de referencia a 3.50%, mientras que a octubre la inflación de los últimos 12 meses se encuentra ligeramente por encima del rango meta al situarse en 3.09%. Asimismo, el promedio del riesgo país -medido por el spread del EMBI+ Perú- subió de 145 puntos básicos en junio a 164 en noviembre del 2014. En ese mes, el spread de la región ascendió a 338 puntos básicos, exhibiendo una reducción por el renovado optimismo en la recuperación de la economía de EEUU.



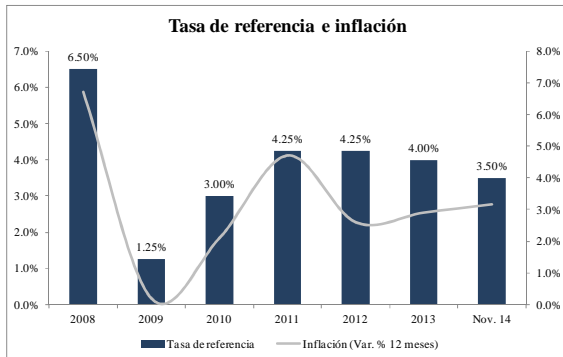
Fuente: BCRP / Elaboración: Equilibrium

Política Monetaria

El índice de precios al consumidor (IPC) registró una variación anual de 3.16% en noviembre de 2014, cifra que se encuentra por encima del rango meta del BCRP y del nivel presentado en octubre (3.09%). Sin embargo, la inflación mensual fue negativa (-0.15%), debido principalmente a la disminución de precios en los rubros de alimentos y bebidas y transportes y comunicaciones (reflejo de la caída en los combustibles para el transporte). La deflación observada en el mes de noviembre continúa con la tendencia observada en los años anteriores, incluso aquella del año 2013 donde la caída en los precios fue mayor (-0.22%). Según el BCRP, el 2014 cerraría con una inflación de 3.00% que a lo largo del 2015 convergería a 2.00% debido a la ausencia de presiones de demanda y a la caída de los precios de los *commodities* importados como el petróleo.

Con respecto a los instrumentos de política, la tasa de interés de referencia del BCRP comenzó el 2014 con un nivel de 4.00% y sufrió dos recortes de 0.25% en julio y septiembre para situarse en 3.50% a noviembre de 2014.

Esta reducción de la tasa de interés responde a la expectativa de menores presiones de demanda futuras y al objetivo de reactivar la economía peruana que se encuentra por debajo de su nivel potencial.



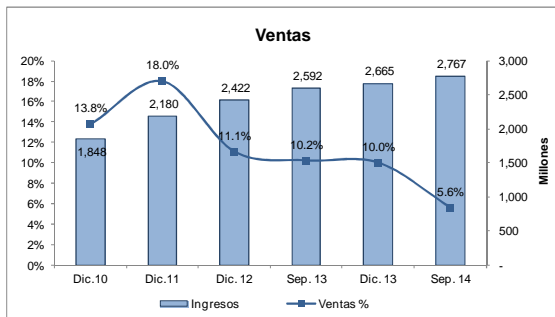
Fuente: BCRP / Elaboración: Equilibrium

En línea con los cambios en la tasa de interés de referencia, el BCRP decidió reducir la tasa de encaje medio a 9.50% desde diciembre de 2013, medida que liberaría S/550.00 millones de liquidez al sistema financiero. Esta acción sigue una reducción continúa del encaje desde junio de 2013 que hasta octubre del 2014 había liberado S/10,140 millones de liquidez con el objetivo de atender una mayor demanda de créditos en Nuevos Soles, en un contexto en el que el tipo de cambio se deprecia fuertemente y genera un lento dinamismo de los depósitos en moneda nacional. En consecuencia, los créditos en moneda nacional crecieron 18.70% anual a octubre de 2014, mientras los créditos en moneda extranjera lo hicieron solo en 2.50%.

ANÁLISIS FINANCIERO DEL EMISOR

Rentabilidad y Generación

Al 30 de setiembre de 2014, la utilidad neta de la Compañía retrocede en 28.7% debido al menor margen bruto alcanzado, en línea con la desaceleración observada en las ventas y el incremento de los costos, especialmente durante el segundo trimestre del año pasado.

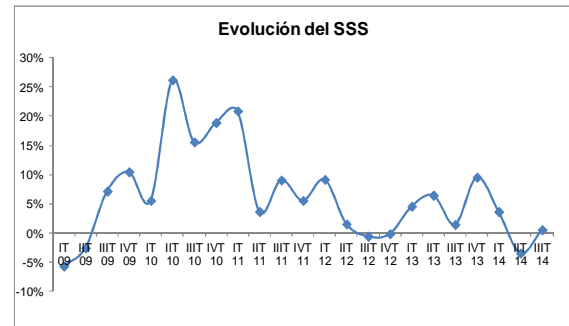


Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

En este sentido, la tasa de crecimiento en ventas es la más baja para los últimos cuatro años no obstante la apertura de tres nuevos locales. De la misma manera, el indicador Same Store Sales (SSS) se ha venido desacelerando du-

rante todo el 2014, llegando a ser incluso negativo al segundo trimestre del año pasado (-3.4%). Para el tercer trimestre, éste indicador se ha recuperado ligeramente (0.6%), y para el cuarto trimestre se espera que sea positivo y suficiente para cerrar el 2014 con un SSS acumulado positivo.

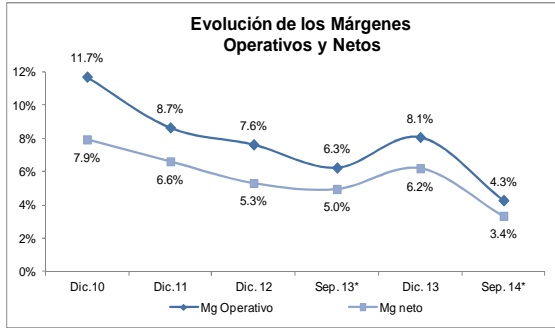
El menor dinamismo observado se explica por la desaceleración de la economía así como por el incremento de la competencia. Sumado a lo anterior, SF se vio afectada por cambios climatológicos que no acompañaron la demanda de vestuario de temporada, siendo necesario realizar mayores liquidaciones y descuentos a fin de mantener en niveles adecuados la rotación de inventarios. En línea con lo anterior, el costo de la Compañía creció en 9.1% respecto a setiembre del 2013, retrocediendo el margen bruto en tres puntos porcentuales en relación a los ingresos. De acuerdo a lo indicado por SF, si bien se observa un ajuste a nivel de margen bruto, no se generan pérdidas toda vez que los costos de ventas alcanzados por la Compañía son competitivos.



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

Dado que los ingresos de la Compañía son muy sensibles a factores externos difíciles de controlar, SF continúa mejorando su estrategia comercial a fin de impactar positivamente en sus ventas. Suma a lo anterior la continua inauguración de tiendas y la normal maduración de las tiendas ya existentes.

Por otro lado, la carga operativa se incrementa en 3.9% respecto a setiembre de 2013, debido a la apertura de tres nuevos locales durante los últimos doce meses, el incremento de personal, y las mayores campañas de publicidad y marketing realizadas. Sin embargo, en relación a los ingresos se mantiene en niveles adecuados, habiendo incluso disminuido ligeramente respecto a lo observado a setiembre de 2013. No obstante este adecuado manejo de los gastos operativos, el margen operativo retrocede en dos puntos porcentuales respecto a los ingresos en línea con el menor margen bruto alcanzado.



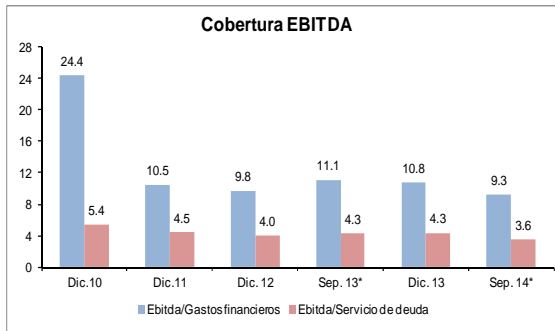
Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

De esta manera, la generación de SF medida a través del EBTIDA se ajusta a setiembre del 2014, totalizando en S/.241.4 millones para los últimos 12 meses.

Indicadores	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Sep.13	Dic.13	Sep.14
EBTIDA (MM de S/.)*	249.1	231.9	236.4	263.4	268.7	241.4
Margen EBTIDA	13.5%	10.6%	9.8%	8.4%	10.1%	6.5%

*Últimos 12 meses

En línea con la menor generación alcanzada, los indicadores de cobertura de la Compañía se ajustan al 30 de setiembre de 2014, alcanzando una cobertura de gastos financieros de 9.3 veces y del servicio de deuda de 3.6 veces. Es de mencionar que SF no ha tomado mayor deuda al período analizado, habiendo incluso disminuido su deuda total en 7.7% respecto al cierre del ejercicio 2013.



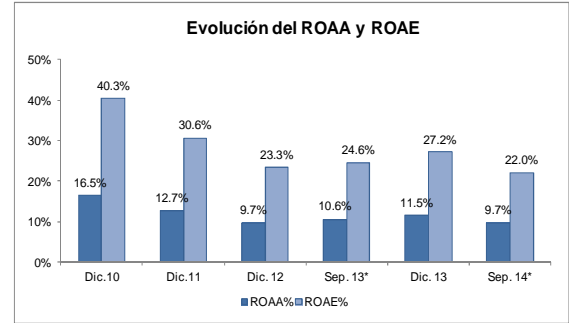
Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

SF mantiene un contrato de asociación en participación con Banco Falabella, mediante el cual se compromete a entregar aportes a cambio de participar en los resultados del banco. Toda vez que estos ingresos constituyen una fuente de generación directa dado su carácter recurrente, fortalecen los indicadores de cobertura de la Compañía. De esta manera, los ingresos por asociación en participación ascendieron a S/.38.4 millones al 30 de setiembre de 2014, representando el 2% de los ingresos totales de SF. Al incorporarlos a los ratios de cobertura, la cobertura de gastos financieros se incrementa a 11.3 veces y la cobertura del servicio de deuda a 4.3 veces.

Asimismo, al 30 de setiembre de 2014 la Compañía presenta pérdidas asociadas a instrumentos financieros derivados por S/.5.5 millones (ganancia de S/.7.5 millones a setiembre de 2013), mientras que se generó una ganancia

por diferencia en cambio de S/.1.6 millones (pérdida de S/.9.6 millones en el mismo período del ejercicio anterior).

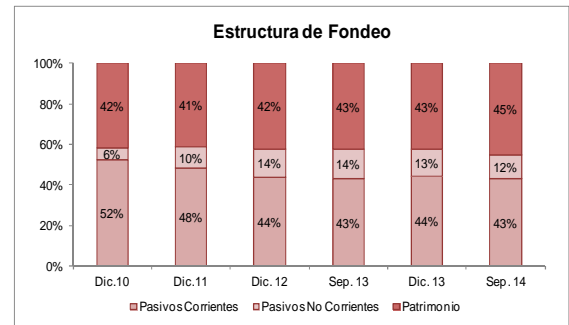
De esta manera, la utilidad neta de SF retrocede en 28.7% a setiembre de 2014, totalizando S/.64.9 millones. En línea con lo anterior, la rentabilidad medida a través del ROAA y el ROAE se sitúa en 9.7% y 22.0%, respectivamente.



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

Endeudamiento

Históricamente la estructura de financiamiento de la Compañía ha estado concentrada en el corto plazo, toda vez que SF se financia principalmente con proveedores y con préstamos de corto para cubrir sus necesidades de capital de trabajo al poder acceder a tasas de interés atractivas por parte del sistema financiero. Asimismo, resalta la participación del patrimonio como fuente de fondeo, la misma que es de 45% a setiembre de 2014 y se incrementa respecto a lo observado en períodos anteriores.



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

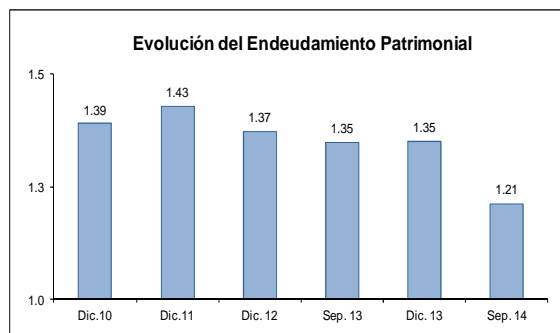
En relación a los pasivos corrientes, al período analizado éstos retroceden en 7.8% respecto al ejercicio 2013, debido a menores préstamos bancarios (-5.6%), menores tributos por pagar (-94.4%) y menores remuneraciones y participaciones por pagar (-21.7%); siendo esto suficiente para compensar el incremento en las cuentas por pagar comerciales (+4.1%) y la parte corriente de la deuda a largo plazo (+12.6%). Cabe mencionar que al período analizado la Compañía ha sido menos dinámica en el uso de los descuentos por pronto pago otorgados por sus proveedores, incrementando sus cuentas por pagar comerciales y cancelando los préstamos bancarios pactados. Respecto a la parte corriente de la deuda a largo plazo, ésta se incrementa en línea con el normal vencimiento de la deuda asociada a las emisiones de bonos corporativos,

toda vez que a la fecha de análisis la Compañía no mantiene *leasings* vigentes.

Respecto al pasivo no corriente, éste retrocede en 14.2% en relación al 2013 en línea con la menor deuda financiera a largo plazo observada, toda vez que la Compañía ha venido financiando su CAPEX mediante generación propia, no siendo necesario pactar mayor deuda al período analizado. De esta manera, SF mantiene vigente únicamente dos emisiones contempladas dentro del Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos, respectivamente.

Por otro lado, el patrimonio se incrementa en 1.0% en relación al ejercicio 2013 en línea con los mayores resultados acumulados alcanzados a setiembre de 2014 (+59.3%), no obstante la menor utilidad del ejercicio (-60.8%) y la distribución de dividendos por S/.58.9 millones realizada en abril del 2014. Es de mencionar que a la fecha de análisis la Compañía mantiene el mismo capital social observado en los últimos tres años, al no haber realizado aportes de capital o capitalización de utilidades. De esta manera, si bien la participación del patrimonio neto como fuente de fondeo se ha fortalecido en relación al 2013, sería apropiado que esto se sustente en un mayor capital social al ser los resultados acumulados susceptibles de repartirse como dividendos a los accionistas.

En línea con el crecimiento del patrimonio (+1.0%) y la disminución de los pasivos (-9.3%), el apalancamiento contable (pasivo / patrimonio) de SF se reduce al período analizado, tal como se observa en el cuadro siguiente:



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

Liquidez

Los indicadores de liquidez de SF se ajustan a setiembre de 2014 toda vez que la disminución de los activos corrientes respecto al 2013 fue superior a lo observado para los pasivos de corto plazo, disminuyendo asimismo el capital de trabajo alcanzado.

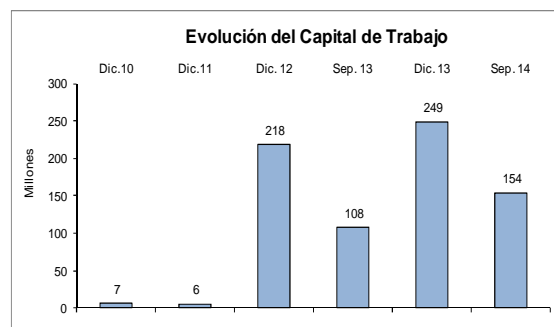
Indicadores	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Set.13	Dic.13	Set.14
Liquidez General	1.01	1.01	1.37	1.14	1.37	1.25
Liquidez Acida	0.36	0.38	0.64	0.30	0.57	0.32
Capital de Trabajo (MM de soles.)	6.75	5.99	218.4	108.1	249.3	154.3

Los activos corrientes retroceden en 16.0% respecto al ejercicio 2013 debido principalmente a la disminución de

las cuentas por cobrar a la vinculada Banco Falabella en 54.7%, producto de la menor utilización de las tarjetas de crédito CMR y CMR Visa en las tiendas de la Compañía. Asimismo se observa un retroceso en la cuenta caja y bancos de 35.5%, sustentado en mayores pagos de pasivos financieros. Respecto a las existencias, éstas se incrementan en 1.7% al período analizado, aumentando en tres puntos porcentuales su participación en los activos totales.

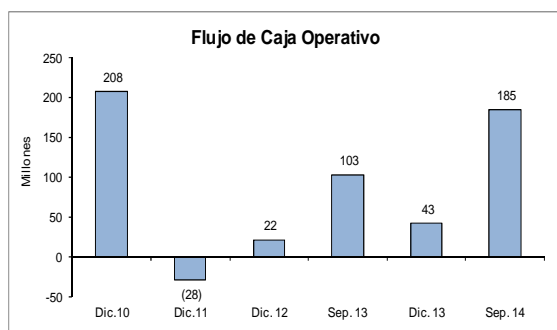
Es de considerar que los indicadores de liquidez de SF se ven fortalecidos por el respaldo que le brinda a la Compañía su pertenencia al Grupo Falabella, así como por el amplio acceso al crédito con el que cuenta en el sistema financiero y en el mercado de capitales, siendo posible acceder a fuentes de fondeo diversificadas. En este sentido, resalta que la línea de crédito que mantiene disponible SF a setiembre de 2014 asciende a S/.780 millones aproximadamente, lo cual representa el 74.4% del total de sus líneas de crédito disponibles. Se consideran igualmente los descuentos por pronto pago a los que accede la Compañía, 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.

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. Debido a la naturaleza del negocio, la Compañía financia la mayoría de sus operaciones con fondos de corto plazo, por lo que generalmente el capital de trabajo se ha mostrado deficitario; es decir, parte de los activos corrientes se financian con préstamos o cuentas por pagar de corto plazo. Sin embargo, a partir del ejercicio 2010 -a raíz de la reestructuración de pasivos mediante la emisión de bonos corporativos- tanto el capital de trabajo como los ratios de liquidez han venido revirtiendo dicho comportamiento.



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

Resalta que para el período analizado el flujo de caja operativo ha sido positivo.



Fuente: Saga Falabella / Elaboración: Equilibrium

EMISIONES VIGENTES

Bonos Corporativos

Segundo Programa de Bonos Corporativos Saga Falabella

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. El monto máximo de circulación de Bonos a ser emitidos bajo el Programa es de hasta S/200 millones, siendo el plazo de vencimiento del Programa de hasta 10 años. 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.

Los Bonos emitidos en este programa se encuentran respaldados únicamente con el patrimonio del Emisor y mantienen los siguientes resguardos:

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

Primera Emisión – Serie A: Al 30 de setiembre de 2014, resta un saldo del principal por amortizar de S/23.2 millones.

Monto: S/50 millones.

Fecha de Colocación: 07 de diciembre de 2010

Fecha de Redención: 09 de diciembre de 2017

Moneda: Nuevos Soles

Tasa de Interés: 6.3438%

Amortización del Principal y pago de intereses: El principal y el interés compensatorio de los Bonos se amortizarán y pagarán, respectivamente, por trimestres vencidos contados a partir de la Fecha de Emisión.

Primera Emisión – Serie B: Al 30 de setiembre de 2014, resta un saldo del principal por amortizar de S/26.8 millones.

Monto: S/50 millones.

Fecha de Colocación: 25 de mayo de 2011

Fecha de Redención: 26 de mayo de 2018

Moneda: Nuevos Soles

Tasa de Interés: 7.56250%

Amortización del Principal y pago de intereses: El principal y el interés compensatorio de los Bonos se amortizarán y pagarán, respectivamente, por trimestres vencidos contados a partir de la Fecha de Emisión.

Segunda Emisión – Serie A: Al 31 de marzo de 2014, resta un saldo del principal por amortizar de S/28.6 millones.

Monto: S/50 millones.

Fecha de Colocación: 26 de julio de 2011

Fecha de Redención: 27 de julio de 2018

Moneda: Nuevos Soles

Tasa de Interés: 7.09375%

Amortización del Principal y pago de intereses: El principal y el interés compensatorio de los Bonos se amortizarán y pagarán, respectivamente, por trimestres vencidos contados a partir de la Fecha de Emisión.

Tercer Programa de Bonos Corporativos Saga Falabella

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. El plazo de vencimiento del Programa 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.

Los Bonos emitidos en este programa se encuentran respaldados únicamente con el patrimonio del Emisor y posee los siguientes resguardos:

- Endeudamiento < 3.0 veces el patrimonio del Emisor.
- Cuentas por cobrar relacionadas - CMR / Total activo $< 8\%$
- Patrimonio neto mínimo de S/ 130 millones.
- Índice de cobertura de intereses ≥ 3.0
- Índice de cobertura de servicio de deuda > 1.4 veces

Primera Emisión – Serie A: Al 30 de setiembre de 2014, resta un saldo del principal por amortizar de S/46.5 millones.

Monto: S/60 millones.

Fecha de Colocación: 23 de mayo de 2012

Fecha de Redención: 24 de mayo de 2022

Moneda: Nuevos Soles

Tasa de Interés: 5.81250%

Amortización del Principal y pago de intereses: El principal y el interés compensatorio de los Bonos se amortizarán y pagarán, respectivamente, por trimestres vencidos contados a partir de la Fecha de Emisión.

Primera Emisión – Serie B: Al 31 de marzo de 2014, resta un saldo del principal por amortizar de S/.32.0 millones.

Monto: S/.40 millones.

Fecha de Colocación: 09 de agosto de 2012

Fecha de Redención: 10 de agosto de 2022

Moneda: Nuevos Soles

Tasa de Interés: 5.40625%

Amortización del Principal y pago de intereses: El principal y el interés compensatorio de los Bonos se amortizarán y pagarán, respectivamente, por trimestres vencidos contados a partir de la Fecha de Emisión.

Segunda Emisión – Serie A: Al 30 de setiembre de 2014, resta un saldo del principal por amortizar de S/.43.7 millones.

Monto: S/.50 millones.

Fecha de Colocación: 02 de abril de 2013

Fecha de Redención: 17 de abril de 2023

Moneda: Nuevos Soles

Tasa de Interés: 5.00000%

Amortización del Principal y pago de intereses: El principal y el interés compensatorio de los Bonos se amortizarán y pagarán, respectivamente, por trimestres vencidos contados a partir de la Fecha de Emisión.

SAGA FALABELLA S.A.

Balances Generales

(Miles de Soles)

	PCGA		IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		sep-14 dic-13	sep-14 sep-13
	dic-10	%	dic-11	%	dic-12	%	sep-13	%	dic-13	%	sep-14	%		
ACTIVOS														
Activo Corriente														
Caja Bancos	81,663	8%	43,589	3%	41,100	3%	23,480	2%	37,984	2%	24,516	2%	-35%	4%
Cuentas por Cobrar Comerciales	7,347	1%	11,058	1%	10,586	1%	6,944	0%	10,776	1%	5,257	0%	-51%	-24%
Otras Cuentas por Cobrar:														
Afiliadas (Sin CMR o Bco Falabella)	8,308	1%	11,957	1%	12,246	1%	7,105	0%	13,563	1%	15,232	1%	12%	114%
CMR o Bco Falabella	79,247	8%	165,838	13%	305,872	22%	127,839	9%	304,366	20%	138,021	10%	-55%	8%
Diversas	8,982	1%	8,522	1%	10,199	1%	16,664	1%	14,368	1%	8,299	1%	-42%	-50%
Existencias:	323,060	33%	387,751	30%	425,323	31%	528,528	37%	534,209	35%	543,432	38%	2%	3%
Gastos pagados por anticipado	9,536	1%	6,364	0%	7,058	1%	15,368	1%	7,440	0%	30,256	2%	307%	97%
Total Activo Corriente	518,143	53%	635,079	49%	812,384	60%	727,754	51%	922,706	61%	775,155	54%	-16%	7%
Inmueble maquinaria y equipo neto	353,343	36%	452,860	35%	474,390	35%	499,590	35%	504,355	33%	512,720	35%	2%	3%
Inversiones	84,648	9%	208,523	16%	67,960	5%	205,800	14%	86,974	6%	150,075	10%	73%	-27%
Otros activos	20,153	2%	3,160	0%	5,398	0%	6,251	0%	6,073	0%	7,661	1%	26%	23%
TOTAL ACTIVOS	976,287	100%	1,299,622	100%	1,360,132	100%	1,439,395	100%	1,520,108	100%	1,445,611	100%	-5%	0%
PASIVOS														
Pasivo Corriente														
Sobregiros bancarios	5	0%	523	0%	-	0%	165	0%	-	0%	-	0%	-	-100%
Prestamos bancarios	70,252	7%	135,252	10%	93,813	7%	180,640	13%	247,920	16%	234,000	16%	-6%	30%
Instrumentos de Corto Plazo	-	0%	28,588	2%	50,000	4%	50,000	3%	-	0%	-	0%	-	-100%
Cuentas por pagar Comerciales	241,793	25%	204,909	16%	230,068	17%	216,510	15%	204,451	13%	212,919	15%	4%	-2%
Otras Cuentas por pagar:														
Tributos	42,664	4%	26,913	2%	36,466	3%	1,905	0%	41,998	3%	2,366	0%	-94%	24%
Remuneraciones y participaciones	43,959	5%	46,779	4%	46,664	3%	45,194	3%	51,666	3%	40,478	3%	-22%	-10%
Dividendos	-	0%	-	0%	-	0%	734	0%	-	0%	-	0%	-	-100%
Vinculadas	46,345	5%	110,297	8%	66,886	5%	44,853	3%	47,776	3%	48,628	3%	2%	8%
Depósitos en garantía	3,823	0%	3,874	0%	3,808	0%	4,988	0%	4,781	0%	3,746	0%	-22%	-25%
Diversas	24,992	3%	39,911	3%	29,482	2%	31,335	2%	35,511	2%	31,273	2%	-12%	0%
Compensación por tiempo de servicios	1,805	0%	2,076	0%	2,241	0%	5,657	0%	2,389	0%	5,893	0%	147%	4%
Porción Cte. Deuda Financiera L.P.	35,759	4%	29,966	2%	34,503	3%	37,718	3%	36,919	2%	41,573	3%	13%	10%
Total Pasivo Corriente	511,397	52%	629,088	48%	593,931	44%	619,699	43%	673,411	44%	620,876	43%	-8%	0%
Deuda Financiera a largo plazo	56,363	6%	119,827	9%	181,122	13%	200,604	14%	191,515	13%	164,236	11%	-14%	-18%
Impuesto a la renta diferido	-	0%	14,787	1%	9,869	1%	3,072	0%	4,033	0%	2,082	0%	-48%	-32%
Otras obligaciones a largo plazo	-	0%	974	0%	2,195	0%	3,229	0%	4,337	0%	5,085	0%	17%	57%
Total Pasivo No Corriente	56,363	6%	135,588	10%	193,186	14%	206,905	14%	199,885	13%	171,403	12%	-14%	-17%
TOTAL PASIVO	567,760	58%	764,676	59%	787,117	58%	826,604	57%	873,296	57%	792,279	55%	-9%	-4%
Capital social	99,275	10%	250,000	19%	250,000	18%	250,000	17%	250,000	16%	250,000	17%	0%	0%
Otras reservas de patrimonio	4,275	0%	4,642	0%	6,430	0%	7,172	0%	7,845	1%	8,451	1%	8%	18%
Reservas	20,042	2%	20,042	2%	34,500	3%	47,408	3%	48,143	3%	50,921	4%	6%	7%
Resultado del ejercicio	146,827	15%	144,586	11%	129,081	9%	91,034	6%	165,647	11%	64,864	4%	-61%	-29%
Resultado Acumulados	138,108	14%	115,676	9%	153,004	11%	217,177	15%	175,177	12%	279,096	19%	59%	29%
TOTAL PATRIMONIO NETO	408,527	42%	534,946	41%	573,015	42%	612,791	43%	646,812	43%	653,332	45%	1%	7%
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	976,287	100%	1,299,622	100%	1,360,132	100%	1,439,395	100%	1,520,108	100%	1,445,611	100%	-5%	0%

SAGA FALABELLA S.A.

Estado de Ganancias y Pérdidas (Miles de Soles)

	PCGA		IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		sep-14 sep-13	dic-13 dic-12
	dic-10	%	dic-11	%	dic-12	%	sep-13	%	dic-13	%	sep-14	%		
INGRESOS														
Venta de mercadería	1,802,635	98%	2,163,809	99%	2,404,689	99%	1,821,713	99%	2,649,257	99%	1,920,874	99%	5%	10%
Comisiones por concesiones	6,634	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	-
Otros Ingresos Operacionales	38,304	2%	16,510	1%	17,643	1%	10,823	1%	15,483	1%	14,197	1%	31%	-12%
TOTAL INGRESOS	1,847,573	100%	2,180,319	100%	2,422,332	100%	1,832,536	100%	2,664,740	100%	1,935,071	100%	6%	10%
Costo de Ventas	1,268,000	69%	1,527,126	70%	1,717,096	71%	1,291,374	70%	1,857,858	70%	1,408,637	73%	9%	8%
Utilidad Bruta	579,573	31%	653,193	30%	705,236	29%	541,162	30%	806,882	30%	526,434	27%	-3%	14%
GASTOS														
Gasto de ventas	290,528	16%	374,714	17%	430,941	18%	350,188	19%	485,896	18%	369,765	19%	6%	13%
Gastos de administración	72,500	4%	89,491	4%	89,006	4%	76,330	4%	105,234	4%	73,526	4%	-4%	18%
Utilidad (Pérdida) de Operación	216,545	12%	188,988	9%	185,289	8%	114,644	6%	215,752	8%	83,143	4%	-27%	16%
OTROS INGRESOS Y (EGRESOS)														
Ingresos financieros	461	0%	578	0%	833	0%	622	0%	581	0%	798	0%	28%	-30%
Gastos financieros	(10,197)	-1%	(22,036)	-1%	(24,208)	-1%	(17,837)	-1%	(24,908)	-1%	(19,003)	-1%	7%	3%
Asociación en Participación	34,588	2%	52,253	2%	46,436	2%	39,849	2%	53,812	2%	38,452	2%	-4%	16%
Ganancia (pérdida) en Instrum. Derivados	(741)	0%	(2,755)	0%	(659)	0%	7,488	0%	7,200	0%	(5,524)	0%	-174%	-1193%
Diversos neto	(3,300)	0%	(8,542)	0%	(14,223)	-1%	(1,625)	0%	(207)	0%	858	0%	-153%	-99%
UTILIDAD ANTES DE DIFERENCIA EN CAMBIO	237,356	13%	208,486	10%	193,468	8%	143,141	8%	252,230	9%	98,724	5%	-31%	30%
Diferencia en Cambio	2,240	0%	4,926	0%	1,776	0%	(9,631)	-1%	(9,841)	0%	1,605	0%	-117%	-654%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	239,596	13%	213,412	10%	195,244	8%	133,510	7%	242,389	9%	100,329	5%	-25%	24%
Participación de los trabajadores	26,001	1%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Impuesto a la Renta	66,768	4%	68,826	3%	66,163	3%	42,476	2%	76,742	3%	35,465	2%	-17%	16%
UTILIDAD NETA	146,827	8%	144,586	7%	129,081	5%	91,034	5%	165,647	6%	64,864	3%	-29%	28%

Indicadores financieros	dic-10	dic-11	dic-12	sep-13	dic-13	sep-14
Solvencia						
Endeudamiento patrimonial de CP (veces)	1.25	1.18	1.04	1.01	1.04	0.95
Endeudamiento patrimonial Total (veces)	1.39	1.43	1.37	1.35	1.35	1.21
Liquidez						
Liquidez general (veces)	1.01	1.01	1.37	1.17	1.37	1.25
Liquidez ácida (veces)	0.36	0.38	0.64	0.30	0.57	0.32
Capital de Trabajo	6,746	5,991	218,453	108,055	249,295	154,279
Gestión						
Gastos Operativos / Ingresos	19.65%	21.29%	21.46%	23.27%	22.18%	22.91%
Gastos Financieros / Ingresos	0.55%	1.01%	1.00%	0.97%	0.93%	0.98%
Rotación de cobranzas (días)	17	29	47	20	43	20
Rotación de inventarios (días)	92	91	89	111	104	104
Rotación de cuentas por pagar (días)	72	50	49	49	42	41
Rentabilidad						
EBITDA	249,135	231,887	236,373	263,412	268,686	241,373
EBITDA Ajustado	283,723	284,140	282,809	313,751	322,498	293,788
Utilidad neta / Ingresos totales	7.95%	6.63%	5.33%	4.97%	6.22%	3.35%
Margen EBITDA	13.48%	10.64%	9.8%	8.4%	10.1%	6.5%
ROAA*	16.50%	12.71%	9.71%	10.61%	11.50%	9.67%
ROAE*	40.33%	30.65%	23.30%	24.56%	27.16%	22.03%
Deuda financiera / EBITDA	0.65	1.35	1.52	1.78	1.77	1.82
Cobertura de Intereses (veces) Ajustado*	27.82	12.89	11.68	13.33	12.95	11.27
Cobertura de Intereses (veces)*	24.43	10.52	9.76	11.19	10.79	9.26
Cobertura de Servicio de Deuda (veces) Ajustado	6.17	5.46	4.82	5.12	5.22	4.34
Cobertura de Servicio de Deuda (veces)	5.42	4.46	4.03	4.30	4.35	3.57

* Indicadores anualizados