

# Saga Falabella S.A. y Subsidiarias

## Fundamentos

Las clasificaciones de la Primera y Segunda Emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos de Saga Falabella fueron modificadas, de AA-(pe) con perspectiva positiva, a AA(pe) con perspectiva estable. Lo anterior se fundamenta principalmente en lo siguiente:

**Recuperación de generación y apalancamiento:** La Empresa ha mostrado una recuperación en el nivel de ingresos y una disminución de su apalancamiento durante el 2021. Así, la flexibilización de las medidas restrictivas establecidas por el Gobierno, la liberación de fondos restringidos (CTS y AFP) y la recuperación gradual de la capacidad adquisitiva de las personas han contribuido a lo anterior.

En ese sentido, los ingresos consolidados de Saga en el 2021 ascendieron a S/ 3,613.0 MM, incrementándose un 44.3% con respecto al año 2020. Este nivel fue incluso mayor al registrado en el 2019 (S/ 3,083.6 MM). En ese sentido, se esperaría que esta recuperación se mantenga durante el presente año.

Del mismo modo, en el 2021 el EBITDAR consolidado (no incluye otros ingresos ni egresos) fue S/ 380.6 MM y el margen EBITDAR llegó a 10.5%, siendo considerablemente mayor a lo obtenido en el 2020 (S/ 185.3 MM y 7.4%, respectivamente).

Por lo anterior, el nivel de apalancamiento ajustado neto consolidado (incluye deuda financiera con vinculadas) medido como Deuda Financiera Total Ajustada Neta / EBITDAR se ubicó en 3.4x (5.4x a dic. 2020).

**Soporte de la matriz:** La Empresa cuenta con el respaldo y *expertise* de su matriz chilena, Falabella S.A. Es importante mencionar que su matriz cuenta con una clasificación internacional otorgada por *Fitch Ratings* de "BBB" con perspectiva estable. Asimismo, el grupo tiene presencia en Chile, Perú, Colombia, Brasil, Argentina, Uruguay y México, siendo Perú la subsidiaria más importante después de Chile en términos de ingresos y EBITDA (aprox. 25% y 18% de participación a dic. 2021, respectivamente).

Cabe indicar que, Saga obtuvo préstamos de su matriz peruana (Inverfal Perú) y entidades financieras durante el 2020 y 2021, con la finalidad de cubrir los requerimientos de liquidez que pudiera tener en el corto plazo y mediano plazo, debido a la coyuntura generada por la pandemia.

**Sinergias con los diversos negocios del Grupo:** La alianza comercial con el Banco Falabella Perú le otorga ventajas a la Empresa, al impulsar el consumo en sus tiendas a través del crédito.

Asimismo, se destaca el "Contrato de Asociación en Participación" que mantuvo con el Banco hasta el 2019 y que le permitió percibir ingresos importantes en los últimos años (S/ 46.8 MM en el 2019). A partir del 2020 entró en vigor el denominado "Contrato de Consorcio" suscrito entre la Empresa y el Banco Falabella Perú, mediante el cual se busca incentivar la compra financiada por el Banco en los establecimientos de Saga y Subsidiarias. En ese sentido, durante el 2021 Saga registró ingresos por "Resultados en Negocios Conjuntos" por S/ 18.7 MM. Cabe señalar que la Clasificadora no ha considerado dichos ingresos como parte del EBITDAR.

Ratings	Actual	Anterior
1era y 2da Emisión del 3er Programa de Bonos Corporativos	AA(pe)	AA-(pe)

Con información financiera auditada a diciembre 2021

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas  
18/05/2022 y 20/10/2021

## Perspectiva

Estable

## Indicadores Financieros

Millones de Soles (MM S/)	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Ingresos	3,613	2,504	3,083
EBITDA*	337	142	287
Mg. EBITDA	9.3%	5.7%	9.3%
EBITDAR **	381	185	342
Mg. EBITDAR	10.5%	7.4%	11.1%
Deuda Financiera	682	406	260
Deuda Financiera Total ^	1,208	894	702
Deuda Financiera Total Ajust. ^^	1,511	1,194	1,085
Caja y Valores Líquidos	199	195	89
Deuda Fin. Total Ajust. / EBITDAR	4.0	6.4	3.2
Deuda Fin. Total Ajust. Neta / EBITDAR	3.4	5.4	2.9

\*EBITDA = no incluye Otros Ingresos ni Egresos

\*\*EBITDAR = EBITDA + Gastos Operativos por Arrendamiento

^ Deuda Fin. Total = Deuda Fin.+ Pasivos por Arrendamiento

^^ Deuda Fin. Total Ajust. = Deuda Fin. Total + Gastos Oper. por Arrend. por 7.0x

Fuente: Saga Falabella / Elaboración: A&A

## Metodologías Aplicadas

Metodología Maestra de Clasificación de Empresas No Financieras (Enero 2017)

## Analistas

Gustavo Campos Rivero  
[gustavo.campos@aai.com.pe](mailto:gustavo.campos@aai.com.pe)

Sergio Castro Deza  
[sergio.castro@aai.com.pe](mailto:sergio.castro@aai.com.pe)

T. (511) 444 5588

Adicionalmente, Open Plaza Perú y Mall Plaza Perú han contribuido de manera exitosa a la expansión y diversificación geográfica de las operaciones de Saga y de los demás formatos con los que el Grupo opera en el Perú, lo cual permite en conjunto, ser una oferta *retail* más potente, y en el caso de Saga incurrir en un menor costo de expansión al tener sólo que implementar las tiendas, en vez de tener que adquirir los inmuebles. Es importante mencionar que en setiembre del 2020 se inauguró el Mall Plaza Comas, el cual cuenta con una tienda de supermercados Tottus y una tienda de mejoramiento del hogar Sodimac.

Cabe señalar que, en los últimos años Saga ha repartido dividendos al holding local, lo que ha contribuido a financiar la expansión de los otros negocios del Grupo que se encuentran presentes en el Perú. En ese sentido, en el 2019 Saga repartió dividendos por S/ 69.8 MM (S/ 138.4 MM en el 2018). Dada la coyuntura generada por la pandemia, la Empresa no repartió dividendos en el 2020; sin embargo, durante el 2021, la Compañía decidió repartir dividendos por S/ 60.0 MM, correspondientes a las utilidades del año 2017.

**Líder de mercado:** Saga Falabella mantiene el liderazgo del mercado con 31 tiendas en Perú. Asimismo, cuentan con un sólido posicionamiento de la marca, la misma que se encuentra en el *top of mind* del consumidor peruano.

### ¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

Cambios negativos en la recuperación económica del país y/o del sector *retail* que impacten de manera negativa en la generación de la Empresa y repercutan de manera sostenida en su nivel de apalancamiento ajustado neto, medido como Deuda Financiera Total Ajustada Neta / EBITDAR, y/o una disminución en el *rating* internacional de su matriz chilena, podrían implicar un ajuste en las clasificaciones asignadas.

## Perfil

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

Acorde con el modelo de negocios de su principal accionista, Saga Falabella complementa su negocio comercial con los otros formatos que maneja el Grupo, donde destaca el negocio inmobiliario a través de sus vinculadas Open Plaza Perú y Mall Plaza Perú, y el negocio financiero a través de Banco Falabella Perú.

### Falabella S.A.

El Grupo chileno Falabella es uno de los *retailers* más grandes de Latinoamérica. Desde sus inicios el Grupo ha buscado la diversificación de sus negocios por lo que en la actualidad opera en los segmentos de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, negocio inmobiliario, retail financiero y *e-commerce*. Además de Chile, el Grupo está presente en Argentina, Perú, Colombia, Brasil, Uruguay y México. En México el Grupo tiene un acuerdo de entendimiento con la mexicana Soriana, empresa dueña de la segunda cadena de supermercados más grande en dicho país, para desarrollar de manera conjunta en dicho mercado una cadena de tiendas de mejoramiento del hogar y un negocio de servicios financieros.

La matriz Falabella S.A., controlada por las familias Solari y Del Río, cuenta con un adecuado nivel de solvencia, fortaleza operativa en sus diferentes unidades de negocio, así como estabilidad en sus márgenes y flujos. Asimismo, cuenta con una clasificación internacional otorgada por *Fitch Ratings* de "BBB" con perspectiva estable; mientras que la clasificación local en Chile es "AA(cl)", con perspectiva estable. Al cierre del 2021, la Matriz facturó a nivel consolidado el equivalente a aproximadamente US\$13,600 MM. Asimismo, sus activos consolidados ascendieron a alrededor de US\$25,200 MM y su patrimonio neto fue de unos US\$7,800 MM.

A diciembre 2021 el Grupo contaba con 510 tiendas (507 a dic. 2020) para los diferentes formatos y líneas de negocio, así como 46 locales del negocio inmobiliario, entre *power centers* y *shopping centers*, en conjunto (45 a dic. 2020).

#### Principales Tiendas (Dic-21)

	Chile	Perú	Arg.	Col.	Brasil	Urug.	Mex.	TOTAL
Mejoramiento del Hogar	84	56	7	40	52	4	9	252
Tiendas por Dpto.	46	31	-	26	-	-	-	103
Supermercados	70	85	-	-	-	-	-	155
Malls / Power Centers	27	15	-	4	-	-	-	46
<b>TOTAL</b>	<b>227</b>	<b>187</b>	<b>7</b>	<b>70</b>	<b>52</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>556</b>

Fuente: Falabella S.A.

De otro lado, según el anuncio del Grupo, en el 2022 el plan de inversiones para la región implica una inversión de US\$711 MM, distribuido de la siguiente manera: i) US\$308 MM en tecnología y plataformas *e-commerce*; ii) US\$110 MM en infraestructura logística; y, iii) US\$293 MM en aperturas de tiendas IKEA, supermercados y tiendas para el mejoramiento del hogar, así como remodelaciones en diversos países.

El objetivo de Falabella S.A. es mantenerse como una de las empresas líderes de retail en Latinoamérica. Para lograrlo, busca brindar una oferta innovadora de productos y servicios de buena calidad, a precios convenientes y con soluciones a la medida de cada mercado, para las personas y el hogar, a lo largo de su ciclo de vida.

### Estrategia

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

La Empresa busca una expansión diversificada, tanto geográficamente como por nivel socioeconómico. Por lo tanto, viene incursionando en la periferia de la ciudad de Lima y en el interior del país (principales provincias). Su expansión está respaldada por las actividades inmobiliarias del Grupo. Así, en el Perú los centros comerciales del Grupo son desarrollados por Open Plaza Perú y Mall Plaza.

Es importante resaltar, dentro del enfoque onmicanal, el canal digital con el que cuenta Saga Falabella. Por medio de este último, planea mejorar su posicionamiento a través de una oferta de mayor valor, multiproducto y multisegmento; mediante la mayor penetración en canales no tradicionales.

Asimismo, quiere posicionarse como el mejor *e-commerce* mediante mayores funciones web y de la App de teléfonos móviles, las mismas que deben brindar la mejor experiencia al cliente mediante una fácil y rápida integración.

Adicionalmente, las actividades de Saga Falabella se ven repotenciadas por las actividades de Banco Falabella Perú, el cual administra las tarjetas de crédito CMR y CMR Visa; y ha sido un importante motor de crecimiento y constituye una ventaja frente a otros *retailers* o cadenas especializadas que no cuentan con un brazo financiero.

### Operaciones

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

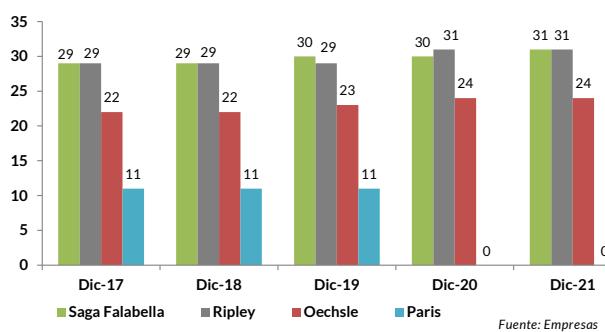
La Clasificadora destaca la ventaja de Saga para realizar compras de manera coordinada con el resto del Grupo, lo cual le otorga un alto poder de negociación con sus proveedores. Su eficiencia en la logística de distribución le permite mantener reducidas mermas, una rotación

adecuada de sus inventarios, reducidos deterioros y maximizar el espacio.

Asimismo, se destaca también los esfuerzos realizados en la venta activa por internet, canal que se ha vuelto importante para la Empresa, en línea con las tendencias que se vienen observando en el sector a nivel global. En ese sentido, el Grupo Falabella anunció en agosto de 2018 la compra de Linio, una compañía especializada en ventas por internet con presencia en varios países de la región. Ante la actual coyuntura generada por los efectos del COVID-19, desde el inicio del Estado de Emergencia las ventas vía e-commerce se incrementaron significativamente y la Clasificadora espera que esta tendencia se mantenga. Es importante mencionar la inauguración de la plataforma de e-commerce durante el 2021 en donde se conglomeran los distintos formatos incluyendo el *market place*.

Al cierre del 2021, Saga registró 31 tiendas en Perú (14 de ellas en provincias), con una superficie de ventas aproximada de 192,000 m<sup>2</sup>. De este modo, a diciembre 2021 la Empresa registró aproximadamente S/ 18,800 de ventas por metro cuadrado, siendo superior a los S/ 13,300 observados en el 2020 y a los S/ 17,800 registrados en el 2019.

**Evolución en el número de tiendas**



En cuanto a las ventas, usualmente entre las principales líneas de negocio de la Empresa figuran vestuario, electrodomésticos, decoración y belleza. Asimismo, Saga busca aumentar la venta de sus marcas propias que son más accesibles a la base poblacional más amplia y que le brinda mayor margen.

Las tarjetas CMR y CMR Visa, emitidas por Banco Falabella Perú (BFP), financian en promedio alrededor del 34.5% de las compras de los clientes de las tiendas del Grupo.

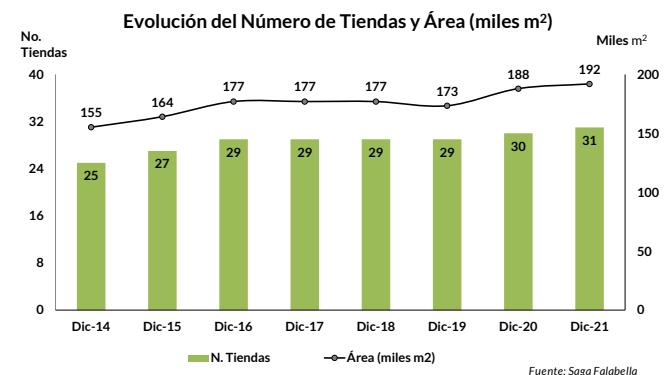
Además, BFP se ha posicionado como el primer emisor de tarjetas de consumo en Perú, con 1.44 MM de tarjetas al cierre del 2021, lo cual representaba el 23.9% de todas las tarjetas de crédito otorgadas por la banca múltiple (24.3% a dic. 2020). Por su parte, a diciembre 2021 el saldo de las colocaciones brutas de BFP en tarjetas de crédito fue de unos S/ 1,429 MM con una participación de mercado de alrededor de 11.8% en el sistema bancario.

Asimismo, la Empresa recibía hasta fines del 2019 parte de los ingresos que generaba BFP, debido a un acuerdo denominado "Contrato de Asociación en Participación". A partir del 01/01/2020, entró en vigor el denominado "Contrato de Consorcio" que busca incentivar la compra financiada por el BFP en los establecimientos de Saga y Subsidiarias. En sentido, a partir del 2020 la Empresa empezó a recibir ingresos por dicho contrato.

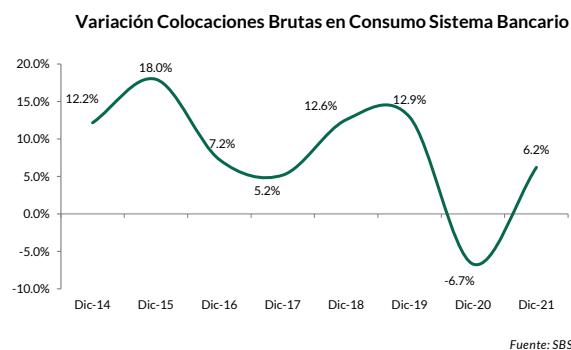
## Industria

El negocio de tiendas por departamento en el Perú tuvo sus inicios con la creación de Oechsle en 1879. Pese a la larga trayectoria de este negocio en el país, la penetración de las tiendas por departamento es reducida, porque a finales de la década de los 80's este negocio se vio afectado por la crisis financiera y la hiperinflación, que lo llevó a la quiebra en aquel entonces. Sólo luego de la estabilidad económica lograda en los años 90's empezó a desarrollarse nuevamente con el ingreso de los *retailers* chilenos (en 1995).

Actualmente, en el mercado local compiten principalmente en el formato de tiendas por departamentos Saga Falabella, Ripley y Oechsle; las dos primeras de capital chileno y la última, de capital nacional (vinculada al Grupo Interbank). Es importante mencionar que las tiendas por departamento Paris cerraron en julio del 2020 por decisión de sus accionistas (Grupo Cencosud). De esta manera, al cierre del 2021, operaron en el Perú 86 tiendas por departamento (93 y 83 en el 2019 y 2020, respectivamente).



En base a la última información pública disponible (no se dispone datos de Oechsle), las ventas de Saga Falabella y Ripley, en su conjunto, durante el ejercicio 2021 se estimaron en aproximadamente unos S/ 6,172 MM y mostraron un incremento de alrededor de 44.5% con respecto al 2020. Como se mencionó anteriormente, en el 2020 Cencosud decidió cerrar las operaciones de Tiendas Paris en Perú, debido a que los resultados obtenidos no fueron los esperados por el Grupo, a lo cual se sumó una coyuntura desfavorable para el sector.

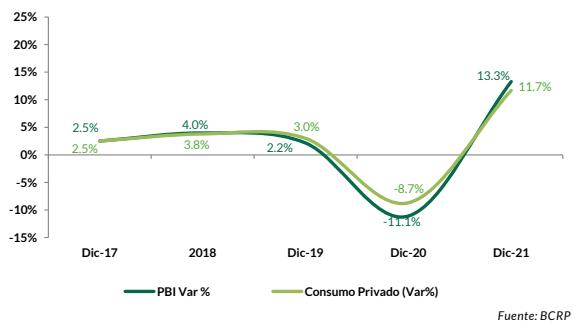


Cabe recordar que, en marzo 2020 el entorno económico cambió a raíz de la crisis que viene generado el COVID-19. En ese sentido, en el 2020 el PBI peruano disminuyó un 11.1%, según el BCRP.

Así, las diversas medidas restrictivas adoptadas por el Gobierno para enfrentar a la pandemia limitaron, entre otros, el aforo de los establecimientos comerciales y movilidad de las personas. Igualmente, en febrero 2021 se registró una nueva cuarentena, con distintas características para cada región, según el nivel de riesgo observado en cada una de ellas.

Para la economía peruana, donde casi el 70% del empleo es informal, y la mayoría genera sus ingresos en forma diaria o semanal, la capacidad de generación de ingresos de las personas se redujo significativamente en el 2020. Si bien durante el 2021 viene mejorado gradualmente, aún se encuentra por debajo del nivel del 2019. En el 2021, según el BCRP, el PBI creció un 13.3% con respecto al 2020.

**Evolución del Consumo Privado y PBI (Var %)**



Se debe destacar la recomposición de los niveles socioeconómicos en el Perú. La base de la pirámide (niveles D - E) ha venido experimentando importantes cambios en su estructura en los últimos años, lo cual evidencia una migración hacia los niveles más altos, así como una mejora en el nivel de ingresos y en la calidad de vida de los peruanos.

La Clasificadora considera que los márgenes en el sector minorista van a seguir siendo menores en el 2022 a los observados en el 2019, por las mayores ofertas, el incremento de la inflación y promociones que se

efectuarán con la finalidad de impulsar las ventas en una economía afectada por los efectos de la pandemia. Igualmente, continuará la competencia con las operadoras internacionales de *fast-fashion* y aumentará la presencia indirecta o directa de operadores internacionales de comercio electrónico (*e-commerce*), como Amazon, quien ya se encuentra en Brasil.

Dado que la estrategia de Amazon es reducir costos y traspasar los ahorros a los consumidores, la competencia se agudizará. Ello ha llevado al Grupo Falabella a plantearse ser el mayor operador de *e-commerce* en la región, para lo cual están invirtiendo una cantidad importante en logística y tecnología.

De esta manera, los *retailers* tradicionales tendrán que ser más creativos para fidelizar a sus clientes, incorporar nuevas marcas, ampliar la oferta y mantener una estructura eficiente de gastos que le permitan generar eficiencias en su operación y ser más competitivos. Asimismo, hasta antes de la pandemia, se venía observando que los operadores de centros comerciales estaban ampliando los espacios destinados a entretenimiento, más que aquellos que compiten directamente con el *e-commerce*.

## Desempeño Financiero

Es importante indicar que las cifras de los EE.FF. Consolidados de Saga a partir del 2019 incorporan los efectos de la NIIF 16; mientras que las cifras de años anteriores al 2019, no han sido reexpresadas.

Saga Falabella y Subsidiarias registraron ingresos durante el 2021 por S/ 3,613.0 MM, lo que significó un incremento de 44.7% respecto a lo observado en el 2020. Este fuerte incremento estuvo en línea con la importante recuperación de la economía del país y de las personas, las cuales se vieron afectadas en el 2020 por las medidas restrictivas adoptadas por el Gobierno para mitigar los efectos de la pandemia. Es importante recordar que, desde mediados de marzo del 2020, las tiendas de Saga se mantuvieron cerradas hasta el mes de junio. A partir de dicho mes, los flujos de la Compañía empezaron a mejorar gradualmente.

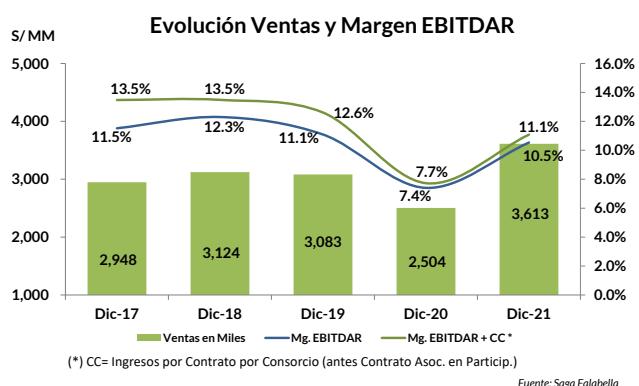
Además, en la actual coyuntura, la Clasificadora considera importante el esfuerzo que Saga está realizando para fortalecer su canal digital con el fin de potenciar sus ventas y evitar aglomeraciones en las tiendas físicas.

Por su parte, la utilidad bruta aumentó, de S/ 677.6 MM a diciembre 2020, a S/ 1,083.0 MM a diciembre 2021. Así, esta mejora se produjo, entre otros, por el significativo crecimiento económico registrado en el 2021. Así, el margen bruto llegó a 30.0%, siendo mayor al observado en el 2020 (27.1%).

De otro lado, los gastos operativos durante el 2021 llegaron a S/ 875.6 MM (S/ 659.8 MM a dic. 2020). Este incremento se debió, especialmente, a los mayores servicios prestados por terceros y los mayores gastos de personal, en línea con

el aumento de la actividad comercial. Cabe recordar que, durante el 2020 la Empresa tomó diversas medidas para reducir gastos y así mitigar los efectos de la pandemia. Además, en el segundo semestre del 2020 se abrió una nueva tienda.

Así, tras la recuperación en los ingresos, Saga registró en el 2021 un EBITDA (no incluye otros ingresos ni egresos) de S/ 337.5 MM (S/ 142.4 MM en el 2020). Al sumarle el gasto operativo por arrendamiento registrado (S/ 43.2 MM), el EBITDAR llegó a S/ 380.6 MM, aumentando un 105.5% respecto al observado en el 2020 (S/ 185.3 MM). A su vez, el margen EBITDAR del 2021 fue 10.5%, mostrando una mejora respecto del 2020 (7.4%).



De otro lado, la Empresa mantuvo hasta el 2019 un “Contrato de Asociación en Participación” con el Banco Falabella, por el cual Saga se comprometía a entregar aportes en favor del Banco a cambio de una participación en sus resultados. Este contrato venció durante el 2019, por lo que Saga cobró la totalidad del aporte que mantenía pendiente de cobro.

A partir del 01/01/2020 entró en vigor el “Contrato de Consorcio” con el Banco Falabella para incentivar la compra financiada en los establecimientos de Saga, por lo que la Empresa recibió durante el 2021 la suma de S/ 18.7 MM.

#### Contrato Consorcio “CC” (antes Asociación en Participación)

S/ MM	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Ingresos por CC	57.5	36.9	46.8	8.1	18.7
Aportes por CC	185.0	185.0	-	-	-

(\*) A partir del 01/01/2020 entró en vigor el “Contrato de Consorcio”.

Fuente: Saga Falabella

Cabe indicar que la Clasificadora no considera los ingresos provenientes de estos contratos como parte del EBITDAR. Sin embargo, si éstos se considerasen, el EBITDAR del 2021 sería S/ 399.3 MM y el margen EBITDAR sería 11.1% (S/ 193.4 MM y 7.7% a dic. 2020, respectivamente).

Por otro lado, durante el 2021 los gastos financieros totales (GFT= Gastos fin. + Gastos fin. por arrend.) ascendieron a S/ 51.5 MM, inferior a lo registrado a fines del 2020 (S/ 60.7 MM). Lo anterior debido principalmente a las reducidas

tasas obtenidas en los nuevos préstamos bancarios de corto plazo adquiridos. Así, al cierre del periodo analizado, la cobertura de gastos financieros totales, medida como EBITDA / Gastos Financieros Totales fue de 6.5x (2.3x a diciembre 2020).

Asimismo, dado el potencial y buen desempeño que vienen mostrando las ventas por internet, el Grupo planea continuar realizando mejoras en tecnología y logística para enfrentar de manera competitiva la demanda creciente en dicho canal, el cual será el canal del futuro, tal y como ha venido sucediendo en el segmento *retail* de países más desarrollados. Es importante mencionar que el Grupo inauguró una plataforma de *e-commerce* donde ofrece en una página web los distintos productos de sus marcas (Falabella, Sodimac, Tottus) combinado con el Marketplace.

Además, Saga sigue trabajando en proyectos para elevar su productividad y eficiencia, así como para buscar constantes sinergias con el Grupo, de modo que pueda estar mejor preparada ante la nueva competencia y ser más flexible para a adecuarse a las nuevas condiciones del mercado.

#### Estructura de Capital

La deuda financiera consolidada de Saga (incluye préstamos con vinculadas) se incrementó, de S/ 406.1 MM a diciembre 2020, a S/ 682.1 MM a diciembre 2021. Este incremento se dio principalmente por nuevos préstamos bancarios de corto plazo adquiridos por S/ 320.0 MM (con el BCP, SBP y BBVA) para financiar capital de trabajo.

De esta manera, el incremento de la deuda financiera de corto plazo se tradujo en un importante incremento de esta respecto al total de la deuda financiera. Así, pasó de representar el 11.5% a fines del 2020, a 52.1% al cierre del 2021.

Por su parte, las cuentas por pagar financieras a su vinculada Inverfal Perú S.A. llegaron a S/ 275.6 MM a diciembre 2021 (S/ 289.5 MM a dic. 2020). Dichos préstamos tienen vencimiento hasta el año 2029.

Respecto a los valores en circulación, Saga registró tres emisiones de bonos corporativos, los cuales en conjunto registraban un saldo en circulación de S/ 13.5 MM a diciembre 2021 (S/ 28.5 MM a dic. 2020). Se debe indicar que, las Series A y B de la Primera Emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos vencen en mayo 2022 y agosto 2022, respectivamente; mientras que la Serie A de la Segunda Emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos vence en abril 2023.

Cabe señalar que, a fines del 2021 las cuentas por pagar comerciales ascendieron a S/ 304.2 MM (S/ 368.9 MM a dic. 2020), siendo equivalente al 12.9% del total de activos (18.3% a dic. 2020). Estas cuentas por pagar comerciales se encuentran compuestas principalmente por facturas por pagar a proveedores nacionales y del extranjero, originadas por la adquisición de mercancías.

Por otro lado, con la aplicación de la NIIF 16, a diciembre 2021 Saga registró Pasivos por Arrendamiento por S/ 526.4 MM (S/ 487.7 MM a dic. 2020). Para los años del 2018 hacia atrás, la Clasificadora estimaba estos Pasivos multiplicando por 7.0x los Gastos Operativos por Arrendamientos registrados.

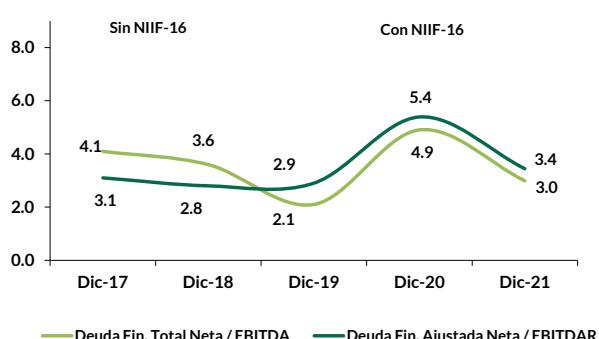
De este modo, a diciembre 2021 la Deuda Financiera Total (Deuda Fin. + Pasivos por Arrend.) llegó a S/ 1,208.4 MM (S/ 893.8 MM a dic. 2020). A pesar del incremento de la deuda, el ratio Deuda Financiera Total Neta / EBITDA registró una mejora, debido al aumento en el EBITDA mencionado anteriormente. Así, el ratio disminuyó, de 4.9x a diciembre 2020, a 3.0x al cierre del 2021.

Adicionalmente, la Clasificadora calcula los Pasivos por Arrendamientos Ajustados, que a partir del 2019 son la suma de los Pasivos por Arrendamientos + el saldo de los Gastos por Operativos por Arrendamiento (S/ 43.2 MM a dic. 2021) multiplicados por 7.0x.

De este modo, el ratio de apalancamiento ajustado neto medido como Deuda Financiera Total Ajustada Neta / EBITDAR fue 3.4x (5.4x a dic. 2020).

A pesar de la mayor deuda financiera con entidades bancarias adquirida para capital de trabajo en el 2021, la recuperación del EBITDA ha permitido mejorar los indicadores de apalancamiento. Es importante mencionar que la generación de EBITDA en el 2021 ha superado a la del 2019 (pre-pandemia), y la Clasificadora esperaría que se mantenga esta tendencia durante el 2022.

#### Evolución Apalancamiento (x)



Fuente: Saga Falabella

Cabe recordar que, en el 2019, el plan de expansión básicamente se enfocó en la remodelación de las tiendas existentes con el objetivo de hacerlas más atractivas a los consumidores. La Clasificadora considera que el número de tiendas nuevas estará más correlacionado a la recuperación de la economía y la consecuente expansión de centros comerciales, sea ésta desarrollada por las vinculadas (Open Plaza y Mall Plaza) o por terceros, y siempre que la ubicación de estos cumpla con las características que la Empresa busca. En ese caso, el costo en el mercado de

implementar una tienda se estima en alrededor de US\$10-15 MM, dependiendo del metraje de esta.

De otro lado, al cierre del 2021, se registró un Fujo de Caja Operativo (CFO) consolidado negativo de S/ 23.5 MM, siendo significativamente inferior al registrado en el 2020 (+S/ 183.2 MM). Al deducirle el CFO, las inversiones en activos fijo e inmobiliarias por S/ 121.1 MM y los dividendos pagados en el año por S/ 59.7 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) negativo de S/ 204.3 MM (+S/ 66.6 MM a dic. 2020). Estas inversiones en activo fijo se dieron, entre otros, por las remodelaciones de tiendas y del centro de distribución. De esta manera, el FCF negativo fue financiado principalmente con deuda bancaria de corto plazo, por lo que el saldo de caja-bancos solo disminuyó en S/ 3.8 MM.

Respecto a los dividendos, Saga se encuentra autorizada a distribuir anualmente el 30% de sus resultados acumulados al cierre de cada ejercicio, luego de la detracción del 10% para la Reserva Legal, salvo que la Junta General apruebe un porcentaje mayor o menor, o la reinversión de utilidades por necesidad de nuevas inversiones, debiendo contar con la recomendación previa del Directorio a fin de variar dicho porcentaje. El 04/11/2021 el Directorio aprobó la distribución de dividendos por un total de S/ 60.0 MM, correspondiente a utilidades del año 2017, de los cuales se pagó un importe de S/ 59.7 MM durante el 2021.

Por otro lado, el ratio de Pasivo / Patrimonio a fines del 2021 fue 2.9x; mientras que a diciembre 2021 se ubicó en 2.7x.

#### Características de los instrumentos

##### Tercer Programa de Emisión de Bonos Corporativos de Saga Falabella S.A.

En Junta General de Accionistas de marzo 2011 se aprobó la emisión de bonos corporativos dentro del Tercer Programa de Emisión de Bonos Corporativos de Saga Falabella Perú S.A. hasta por S/ 300 MM o su equivalente en dólares. Los bonos se emitirán en una o más emisiones y se encontrarán respaldados con la garantía genérica del patrimonio del Emisor.

##### TERCER PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS Vigentes a diciembre 2021

Emisión	Serie	Monto Inicial (S/ MM)	Tasa	Fecha de Colocación	Fecha de Vto.
1ra	A	60.0	5.81250%	May-12	May-22
1ra	B	40.0	5.40625%	Ago-12	Ago-22
2da	A	50.0	5.00000%	Apr-13	Apr-23

Fuente: Saga Falabella

Entre las principales restricciones aplicables al Emisor (según EE.FF. Individuales sin NIIF 16), durante la vigencia del Programa figuran:

- mantener un índice de endeudamiento no mayor a 3.00x al cierre de los trimestres de cada año (1.73x a dic. 2021 y 1.57x a dic. 2020);

- 
- ii) que el total de las cuentas por cobrar a vinculadas y/o afiliadas no exceda el 8% del total de sus activos (1.74% a dic. 2021 y 2.25% a dic. 2020);
  - iii) mantener un patrimonio neto mínimo de S/ 130 MM (S/ 707 MM a dic. 2021 y S/ 625 MM a dic. 2020);
  - iv) mantener un índice de cobertura de intereses mayor o igual a 3.00x al cierre de los trimestres de cada año (10.28x a dic. 2021 y 1.45x a dic. 2020); y,
  - v) mantener un índice de cobertura de servicio de deuda no menor a 1.40x al cierre de los períodos trimestrales de cada año (4.10x a dic. 2021 y 0.84x a dic. 2020).

Cabe recordar que, debido al impacto de la pandemia, en Asamblea General de Obligacionistas realizada en setiembre 2020, se aprobó la dispensa a favor de Saga respecto al cumplimiento de las restricciones establecidas en el Anexo 3 del Prospecto Marco del Tercer Programa referidas a la Cobertura de Intereses y Cobertura del Servicio de Deuda. En ese sentido, la dispensa aplicaba entre el periodo comprendido desde el 30/09/2020 hasta el 30/06/2021, inclusive.

Para mayor detalle de las características del Programa y/o de las Emisiones, se recomienda revisar los respectivos contratos y prospectos.

**Resumen Financiero - Saga Falabella S.A. y Subsidiarias**

(Cifras en Miles de Soles)	4.00	3.62	3.31	3.37	3.24
	----- Con NIIF 16 -----		---- Sin NIIF 16 ----		
	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA	337,479	142,353	287,252	294,833	255,802
Mg. EBITDA	9.3%	5.7%	9.3%	9.4%	8.7%
EBITDAR	380,639	185,251	341,980	384,430	339,834
Mg. EBITDAR	10.5%	7.4%	11.1%	12.3%	11.5%
FCF / Ingresos	-5.7%	2.7%	5.1%	0.9%	-2.5%
ROE	21.9%	-5.4%	20.0%	24.8%	22.3%
<b>Cobertura</b>					
EBITDA / Gastos Financieros Totales	6.5	2.3	5.3	11.8	7.0
EBITDAR / (G. Financieros + Arrend. Devengados)	2.7	1.3	2.4	3.4	2.8
EBITDA / Servicio de deuda	0.9	1.8	2.1	0.7	0.9
EBITDAR / (Servicio de deuda + Arrend. Devengados)	0.8	1.0	1.5	0.8	0.9
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	-0.5	1.3	1.7	0.1	-0.1
(FCF+ Gastos Fin. + Caja + Inv. Ctes.) / Serv. de deuda	0.0	3.7	2.5	0.3	0.1
CFO / Inversión en Activo Fijo e inmobiliarias	-0.2	1.6	3.9	2.5	3.3
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>					
Deuda Financiera / Capitalización	52.9%	42.9%	31.3%	42.6%	45.0%
Deuda Fin. Total Ajustada / Capitalización Ajustada	71.3%	68.8%	65.5%	62.4%	63.2%
Deuda Financiera Total / EBITDA	3.6	6.3	2.4	3.8	4.4
Deuda Fin. Total Neta / EBITDA	3.0	4.9	2.1	3.6	4.1
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDAR	4.0	6.4	3.2	3.0	3.3
Deuda Fin. Total Ajustada Neta / EBITDAR	3.4	5.4	2.9	2.8	3.1
Costo de financiamiento estimado	4.0%	9.7%	7.1%	4.8%	5.9%
Deuda financiera CP / Deuda financiera	52.1%	11.5%	31.5%	75.5%	46.3%
<b>Balance</b>					
Activos totales	2,358,420	2,019,137	1,896,298	1,892,292	1,903,109
Caja e inversiones corrientes	199,015	195,235	89,147	75,790	78,209
Deuda financiera Corto Plazo	355,086	46,598	81,983	383,014	248,329
Deuda financiera Largo Plazo	326,968	359,510	178,183	124,547	288,170
Deuda Financiera*	682,054	406,108	260,166	507,561	536,499
Pasivos por Arrendamiento **	526,395	487,714	441,714	627,179	588,224
Deuda Financiera Total (= D. Fin. + Pas. por Arrend.)	1,208,449	893,822	701,880	1,134,740	1,124,723
Passivo por Arrendamiento Ajustado ***	828,515	788,000	824,810	627,179	588,224
Deuda Fin. Total Ajustada (= D. Fin. + Pas. por Arrend. Ajust.)	1,510,569	1,194,108	1,084,976	1,134,740	1,124,723
Patrimonio Total	606,837	541,127	571,242	683,055	655,715
Capitalización	1,288,891	947,235	831,408	1,190,616	1,192,214
Capitalización ajustada	2,117,406	1,735,235	1,656,218	1,817,795	1,780,438
<b>Flujo de caja</b>					
<b>Flujo de caja operativo (CFO)</b>	<b>-23,505</b>	<b>183,165</b>	<b>303,139</b>	<b>279,847</b>	<b>228,241</b>
Inversiones en activo fijo e inmobiliarias	-121,148	-116,383	-77,597	-113,889	-70,148
Dividendos comunes	-59,654	-	-69,807	-138,444	-233,046
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>-204,307</b>	<b>66,782</b>	<b>155,735</b>	<b>27,514</b>	<b>-74,953</b>
Ventas de activo fijo	5,150	73	784	157	323
Otras inversiones, neto	9,577	12,110	229,241	27,045	265,774
Variación neta de deuda	289,079	-19,172	-380,000	155,301	-242,428
Otros financiamientos, netos	-97,895	44,795	7,717	-212,026	50,814
Diferencia en cambio neta	2,176	1,500	-120	-410	259
<b>Variación de caja</b>	<b>3,780</b>	<b>106,088</b>	<b>13,357</b>	<b>-2,419</b>	<b>-211</b>
<b>Resultados</b>					
Ingresos	3,613,028	2,503,571	3,082,569	3,124,110	2,948,418
Variación de Ventas	44.3%	-18.8%	-1.3%	6.0%	-2.1%
Utilidad operativa (EBIT)	207,357	17,735	178,980	223,315	191,314
Gastos Financieros	21,827	32,208	27,173	25,056	36,463
Gastos Financieros por Arrendamiento	29,721	28,476	26,818	n.d.	n.d.
Gastos Fin. Totales (= G. Fin. + G. Fin. por Arrend.)	51,548	60,684	53,991	25,056	36,463
Gastos Operativos por Arrendamiento	43,160	42,898	54,728	89,597	84,032
Arrendamientos Devengados	117,791	113,166	115,207	89,597	84,032
Resultado neto	125,613	-30,116	125,285	166,240	154,759

EBITDA= Utilidad operativa (no incluye otros ingresos ni egresos) + depreciación y amortización.

EBITDAR = EBITDA + Gastos Operativos por Arrendamiento

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

\* Deuda financiera: Incluye deuda financiera con vinculadas

\*\* Pasivo por Arrendamiento: Del 2018 hacia atrás = Gastos Oper. por Arrendamiento multiplicado por 7.0x

\*\*\* Pasivo por Arrendamiento Ajustado: 2019 = Pasivo por Arrendamiento + Gasto Op. Arrend. por 7.0x

Servicio de deuda= Gastos financieros + deuda fin. de corto plazo

## Antecedentes

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

## Relación de directores\*

Juan Carlos Malachowski	Presidente del Directorio
Gonzalo Samoza García	VP del Directorio
Gianfranco Castagnola Zúñiga	Director
Juan Pablo Montero Schepeler	Director
Alonso Rey Bustamante	Director
Juan Xavier Roca Mendenhall	Director

## Relación de ejecutivos\*

Alex Zimmermann Franco	Gerente General
Edmundo Muñoz Deza	Gerente Comercial
Miguel Plaza Málaga	Gerente de Negocios
Mauricio Franco Guerra	Gerente de Logística
Renzo Núñez Voyset	Auditor Interno

## Relación de accionistas\*

Inverfal Perú S.A.	98.43%
Otros	1.57%

(\*) Nota: Información a diciembre 2021

## CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución SMV N°032-2015-SMV/01 y sus modificatorias, acordó las siguientes clasificaciones de riesgo para los siguientes instrumentos:

<b>Instrumento</b>	<b>Clasificación*</b>
1era y 2da Emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos de Saga Falabella S.A.	AA(pe)
Perspectiva	Estable

## Definiciones

**CATEGORÍA AA(pe):** Corresponde a una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados. Esta capacidad no es significativamente vulnerable ante cambios adversos en circunstancias o el entorno económico.

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

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

(\*) La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no auditá ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditárla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.0% de sus ingresos totales del último año.

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