

Saga Falabella S.A.

Informe semestral

Ratings

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

Con información financiera a junio 2017.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 17/11/2017 y 25/04/2017.

Perspectiva

Estable

(S/. MM.)	LTM Jun-17	Dic-16	Dic-15
Ingresos	3,019.5	3,010.6	1,366.5
EBITDA	270.1	275.5	104.8
Flujo de Caja Operativo (CFO)	215.4	242.7	36.4
Mg. EBITDA (%)	8.9%	9.2%	7.7%
Deuda Financiera Total	645,383	688,689	636,680
Caja y valores líquidos	68,712	78,420	52,663
Deuda Financiera / EBITDA (x)	2.4	2.5	3.0
Deuda Financiera Neta / EBITDA (x)	2.1	2.2	2.8
EBITDA / Gastos Financieros (x)	6.8	7.6	6.6

Fuente: Saga Falabella S.A.

Metodologías aplicadas

Metodología Maestra de Clasificación de Empresas No Financieras (01-2017)

Analistas

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

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

Fundamentos

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

Soporte de la matriz: Saga Falabella cuenta con el sólido respaldo y *expertise* de su accionista chileno, S.A.C.I. Falabella (BBB+ por Fitch Ratings), la cual tiene la misma categoría que el riesgo soberano de Perú. El grupo tiene presencia en Argentina, Chile, Colombia, Brasil, Perú, Uruguay y en México, donde Perú es la subsidiaria más importante después de Chile en términos de ingresos y EBITDA (25 y 20% a junio 2017, respectivamente).

Estabilidad operacional: Saga Falabella ha mostrado resultados operacionales estables a través de ciclos económicos débiles. Así, pese al bajo crecimiento del PBI y al menor dinamismo del consumo, su desempeño fue satisfactorio y mostró resiliencia en un entorno económico de mayor competencia. De esta manera, en los últimos 12 meses a junio 2017 la Empresa generó un EBITDA de S/ 270.1 millones y un margen EBITDA del 8.9% (S/ 275.5 millones y 9.2% a diciembre 2016, respectivamente).

Indicadores de endeudamiento estables: El ratio Deuda Financiera / EBITDA se ubicó en 2.4x y Deuda Financiera Ajustada / EBITDAR en 3.3x. Es importante señalar que han mostrado una disminución respecto al cierre del 2016 (2.5 y 3.5x, respectivamente) debido al reducido plan de inversión del presente año.

Líder de mercado: Las tiendas Saga Falabella mantienen el liderazgo del mercado con una participación alrededor del 50%. Asimismo, cuentan con un sólido posicionamiento de la marca, la misma que se encuentra en el *top of mind* del consumidor peruano.

Alta capacidad de generación de caja: Saga Falabella, junto al Banco, son las proveedoras de fondos de la holding local, lo que le ha permitido financiar la expansión de los otros negocios que se encuentran presentes en el Perú. Así, en los últimos 12 meses a junio 2017 Saga Falabella repartió dividendos por S/ 132.0 millones.

Sinergias con los diversos negocios del Grupo: La combinación con el Banco Falabella Perú le otorga ventajas al impulsar el consumo a través del crédito. Asimismo, se destaca el contrato de asociación en participación que mantiene con éste y que le ha permitido percibir ingresos importantes (S/ 69.7 millones en los últimos 12 meses a junio 2017) y de manera recurrente y que no han sido considerados por la Clasificadora como parte del EBITDA. Adicionalmente, Open Plaza Perú y Malls Plaza han contribuido de manera exitosa a la expansión y diversificación geográfica de las operaciones de Saga Falabella y de los demás formatos con los que el Grupo opera en el Perú, lo cual permite en conjunto, ser la oferta *retail* más potente y en el caso de Saga Falabella incurrir en un menor costo de expansión al tener sólo que implementar las tiendas, en vez de adquirirlas.

¿Qué podría modificar la clasificación?

El rating podría verse modificado de manera negativa si el nivel de apalancamiento, medido como Deuda Financiera /EBITDA, se mantuviera de manera sostenida por encima de 2.5x; un deterioro persistente en los márgenes que no fueran acompañados con mayores eficiencias; un plan de crecimiento que no vaya acompañado con la capitalización adecuada.

Los principales factores de riesgo que limitan los ratings otorgados son: la sensibilidad del comercio y los créditos de consumo a movimientos en la actividad económica y el empleo; y el incremento en la competencia proveniente de otros formatos similares como de la venta minorista y de las tiendas *fast fashion*.

■ Perfil

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

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

S.A.C.I. Falabella

El Grupo chileno Falabella es uno de los retailers más grandes de Latinoamérica. Desde sus inicios el Grupo ha buscado la diversificación de sus negocios por lo que en la actualidad opera en los segmentos de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, negocio inmobiliario y retail financiero. Además, el Grupo está presente en Argentina, Perú, Colombia, Brasil, Uruguay, y en México mediante 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 país, una cadena de tiendas de mejoramiento del hogar y un negocio de servicios financieros.

La matriz S.A.C.I. Falabella, controlada por las familias Solari y Del Río, cuenta con un alto nivel de solvencia, fortaleza operativa en sus diferentes unidades de negocio, así como estabilidad en sus márgenes y flujos; lo que se recoge en la clasificación de riesgo de su deuda de largo plazo, AA (cl) y BBB+ internacional, ambas otorgadas por FitchRatings. A nivel consolidado, en los últimos 12 meses a junio 2017 la Matriz facturó US\$13,334 millones (4.0% superior al cierre del 2016) y se obtuvo un EBITDA de US\$1,824 millones (6.0% superior al del cierre del 2016). En términos generales, la Matriz sigue mostrando un desempeño favorable en los países en los que opera.

S.A.C.I Falabella y Subsidiarias

(US\$ millones)	2013	2014	2015	2016	LTM-Jun17
Ingresos	12,694	13,081	12,512	12,829	13,344
EBITDA	1,720	1,752	1,664	1,720	1,824
Mg. EBITDAR	13.5%	13.4%	13.3%	13.4%	13.7%
U. Neta	846	801	774	910	958
Activos	23,675	20,560	20,047	20,800	21,475
Patrimonio	8,712	7,566	7,357	7,541	8,025

Fuente: S.A.C.I Falabella

A junio 2017 contaba con 479 tiendas (476 al cierre del 2016) para los diferentes formatos y líneas de negocio, así como 40 locales del negocio inmobiliario (39 a diciembre 2016), entre *power centers* y *shopping centers*, en conjunto.

Principales Tiendas (Jun-17)

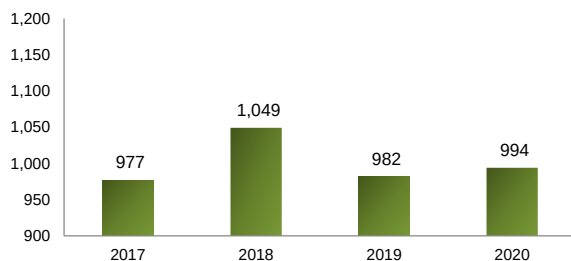
	Chile	Perú	Argentina	Colombia	Brasil	Uruguay	TOTAL
Mejoramiento del Hogar	85	56	8	38	56	3	246
Tiendas por Dpto.	44	29	11	26	-	-	110
Supermercados	62	61	-	-	-	-	123
Malls / power centers	25	14	-	1	-	-	40

Fuente: SACI Falabella

En lo que se refiere a su presencia en México, en abril 2016 el Grupo firmó un acuerdo con el grupo Soriana de México para el desarrollo conjunto del negocio financiero (bajo la bandera CMR) y del mejoramiento del hogar (bajo la bandera Sodimac) en dicho país. Ambas partes acordaron realizar un aporte económico, y de manera individual Falabella aportará su *expertise* en el negocio financiero, el mismo que se desarrollará en todos los formatos de Soriana. Por su parte, el grupo Soriana aportará el conocimiento del mercado mexicano, además de terrenos para el desarrollo de tiendas Sodimac en dicho país. Al respecto, cabe mencionar que en mayo del presente año se dio inicio al negocio financiero en México con la emisión de la primera tarjeta de crédito del Grupo.

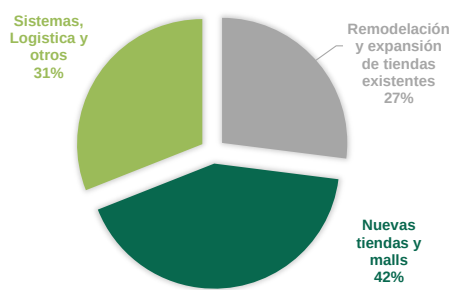
Según el anuncio del Grupo, el plan de crecimiento para el periodo 2017-2020 implicaría una inversión de US\$4,000 millones. El plan contempla 114 tiendas nuevas y 9 centros comerciales nuevos, repartidos en todas sus plazas, así como proyectos de infraestructura, logística y sistemas para potenciar las operaciones y eficiencias. Cabe resaltar que en el 2017 se invertirán US\$977 millones (24.4% del plan).

PLAN DE INVERSIÓN (US\$ millones)



Fuente: S.A.C.I. Falabella

PLAN DE INVERSIONES 2017 - 2020



Fuente: S.A.C.I. Falabella

El objetivo de S.A.C.I. Falabella es ser una de las empresas líderes de *retail* de Sudamérica. Para lograrlo, brinda 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 las existentes, ofreciendo una gran diversidad de productos de calidad, moda y tecnología.

La Empresa busca una expansión diversificada, tanto geográficamente como por nivel socio-económico. Por lo tanto, viene incursionando en la periferia de la ciudad de Lima e interior del país (principales provincias). Su expansión está respaldada por las actividades inmobiliarias

del Grupo, que en el Perú son desarrolladas bajo las marcas Open Plaza Perú y Malls Plaza¹.

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

Es importante resaltar, dentro del enfoque omnicanal, el digital que Saga Falabella tiene, así, planea mejorar su posicionamiento mediante 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.

■ Operaciones

La Empresa se desempeña en el negocio de tiendas por departamento, cuyas ventas son más sensibles a los ciclos económicos que en el negocio de supermercados. La mayor sensibilidad se da en los artículos de menor rotación, como son electrodomésticos y electrónica.

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

Asimismo, se destaca también los esfuerzos realizados en la venta activa por internet, canal que se ha vuelto importante para la Empresa y que permitió menguar los efectos del cierre de las tiendas del norte ante los efectos del Niño Costero.

En el primer semestre del 2017 no hubo ninguna apertura, con lo que el número de tiendas se mantuvo en 29 (16 de ellas en provincias), con una superficie de ventas aproximada de 176,962 m² y ventas por metro cuadrado por S/ 17.1 mil (cifra similar a la del cierre 2016).

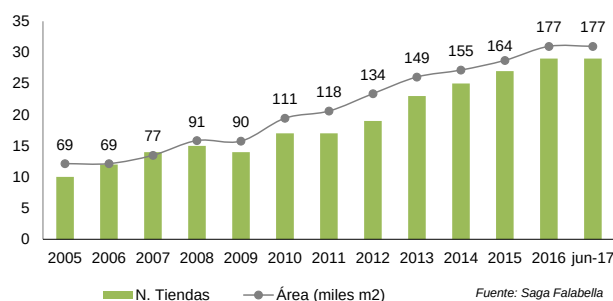
¹ Es importante resaltar durante 2016 se dividieron los centros comerciales que venían operando bajo la bandera Aventura Plaza (Bellavista-Callao, Santa Anita, Trujillo y Arequipa), así el Grupo Falabella se quedó con los

mall de Bellavista y Trujillo, que actualmente operan bajo la marca Malls Plaza.

No obstante, la Empresa realizó importantes remodelaciones para hacer más atractivas las tiendas existentes para los consumidores.

Cabe señalar que durante el 2016 se implementaron dos nuevas tiendas: Mall del Sur de San Juan de Miraflores y una nueva tienda en el centro comercial Open Plaza Huancayo.

EVOLUCION DEL NUMERO DE TIENDAS Y AREA (miles m2)



Es importante indicar que como consecuencia del inesperado Niño Costero, principalmente en la zona norte del país, el primer semestre del presente año estuvo marcado por importantes daños en las instalaciones y mercadería de algunas tiendas que operan en la zona mencionada. Así, la Compañía reconoció S/ 37.0 millones de gastos extraordinarios, los cuales fueron cubiertos en su mayoría por las compañías de seguros, tanto los daños en los activos como en las ventas por el cierre temporal en las tiendas afectadas.

Al respecto, la Clasificadora considera que los efectos del Niño Costero ya han sido superados y que es importante retomar el plan de expansión en nuevas plazas como estrategia de crecimiento, así como la permanente introducción de nuevas marcas, dado que permite menguar los efectos de la mayor competencia por parte de jugadores internacionales como Zara, H&M, Forever 21, entre otros; los cuales tienen una estrategia bastante agresiva en precios y moda. Cabe mencionar que la Empresa sí planea continuar con el plan de expansión en el 2018.

En cuanto a la composición de las ventas, vestuario constituye la principal línea de negocio, seguida de electrodomésticos. Por su parte, las ventas de decoración vienen ganando importancia, seguida de belleza. Asimismo, Saga Falabella 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 el 50% de las compras de los clientes de Saga Falabella. Asimismo, BFP se ha posicionado como el primer emisor de tarjetas de consumo con 1.4 millones a junio 2017, lo cual representa 22.2% (21.6% a diciembre 2016) de todas las tarjetas de crédito de consumo otorgadas por la banca múltiple. Sin embargo, en cuanto a colocaciones del mismo tipo, BFP ocupó el tercer lugar, con un saldo de S/ 3,642.2 millones a junio 2017, luego del Banco de Crédito y el Interbank, y mantiene una participación del 19.8%.

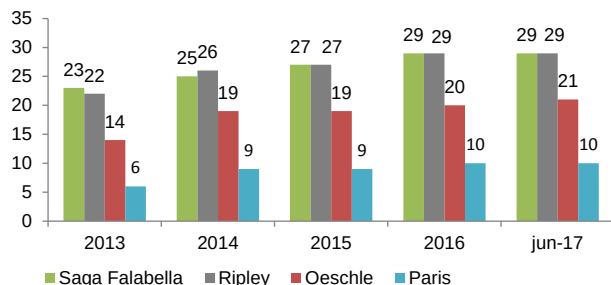
Adicionalmente, la Empresa percibe parte de los ingresos de BFP debido a que las tiendas Saga Falabella representan un importante canal de colocación. Las condiciones de este acuerdo están estipuladas en el Contrato de Asociación en Participación. Como se mencionara anteriormente, Saga Falabella y BFP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

■ Industria

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

Actualmente, en el mercado local compiten en el formato de tiendas por departamentos Saga Falabella, Ripley, Paris y Oeschle; las tres primeras de capital chileno y la última, de capital nacional (vinculada al Grupo Interbank). A junio 2017 operaban en el Perú 89 tiendas por departamento (88 a diciembre 2016). Cabe mencionar que Paris (Grupo Cencosud) hizo su ingreso al mercado peruano en marzo 2013 y que a junio 2017 ya operaba diez tiendas (cinco en Lima, dos en Arequipa, una en Cajamarca, una en Ica y otra en Trujillo), asimismo, abrió su tienda número 11 en el Centro Comercial Mall del Sur en agosto del presente año y planea abrir dos tiendas más hasta el 2019.

EVOLUCIÓN EN EL NÚMERO DE TIENDAS



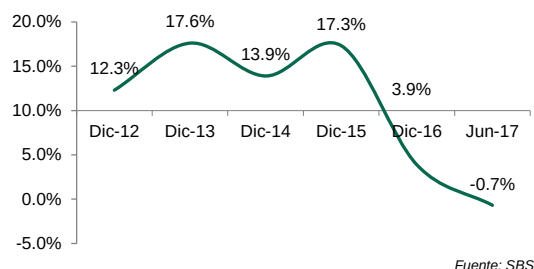
Entre las cadenas Saga Falabella, Ripley y Paris se cuenta con 68 tiendas repartidas y con 425,217 m² de área de ventas a junio 2017, para el caso de Ripley, incluye las tres estaciones R que son tiendas de formato pequeños enfocados en la venta de electrodomésticos y en diciembre del 2016 se inauguró la tienda de Cayma en Arequipa.

Las ventas de Saga Falabella, Ripley y Paris en su conjunto en los últimos 12 meses a junio 2017 se estimaron en S/ 5,334.3 millones y mostraron un crecimiento del 0.3% respecto al 2016, distando mucho de lo mostrado en años anteriores en que se superaba el 10.0%.

En cuanto a la participación en las ventas de las tres empresas mencionadas, el líder sigue siendo Saga Falabella con aproximadamente el 56.6%, seguido de Ripley y Paris con alrededor del 37.7 y 5.7%, respectivamente (no se dispone de datos de Oeschle).

En cuanto al desempeño del crédito de consumo, a junio 2017 se observó un decrecimiento de 0.7%, lo cual se fundamentó principalmente en: i) una caída en el consumo privado; ii) una tendencia más conservadora de los bancos en sus colocaciones de créditos debido al deterioro de sus carteras; y, iii) al impacto negativo del fenómeno El Niño en el primer trimestre.

CRECIMIENTO COLOCACIONES BRUTAS EN CONSUMO SISTEMA BANCARIO (Var %)

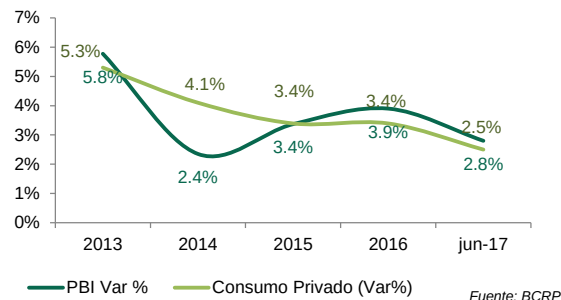


Actualmente, se está observando una recuperación en la demanda interna y confianza empresarial, lo que ha llevado

a proyectar un crecimiento del PBI 2.8% para el presente año y de 4.2% para el 2018.

Asimismo, las proyecciones del Banco Central de Reserva (BCRP) para el 2017 y 2018 en cuanto al crecimiento del consumo privado han sido de 2.6 y 3.3%, respectivamente.

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



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

La Clasificadora considera que los márgenes van a seguir ajustándose por la mayor competencia con las operadoras internacionales de fast-fashion, que cuentan con mayores sinergias y presencia a nivel mundial, así como por el futuro ingreso de los operadores internacionales de comercio electrónico (*e-commerce*), como Amazon, quien ya se encuentra en Brasil y que recientemente ha anunciado su interés en ingresar pronto a Chile.

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 fuerte 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. De ahí también que los operadores de centros comerciales estén ampliando los espacios destinados a diversión, más que de aquellos que compiten directamente con el *e-commerce*.

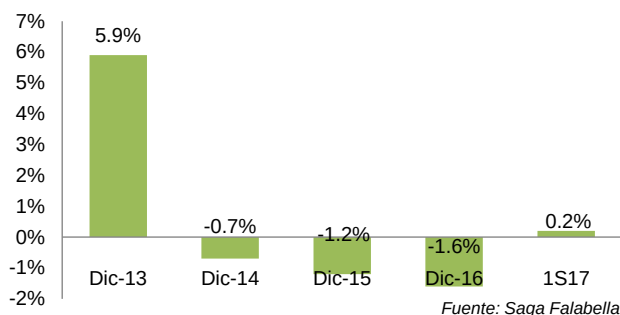
■ Desempeño Financiero

En los últimos 12 meses a junio 2017 Saga Falabella facturó S/ 3,019.5 millones y se mantuvo en línea con los bajos crecimientos del sector (0.9% respecto al cierre del 2016), tasa inferior a la de años anteriores. De esta manera, el crecimiento se explicó básicamente por la apertura del local en el centro comercial Mall del Sur en San Juan de Miraflores) inaugurado en el cuarto trimestre del 2016, dado que en el primer semestre del 2017 no se realizaron aperturas de locales.

Desde el 2014 Saga Falabella viene mostrando decrecimiento de las ventas por locales equivalentes, esto es, a nivel de *Same Store Sales* (SSS), debido al bajo crecimiento de la demanda interna, así como a la mayor competencia con el ingreso de las *fast fashion* y compras en internet.

Así en el 2014, 2015 y 2016 se registraron decrecimientos de 0.7, 1.2 y 1.6%, respectivamente. En cuanto al presente año, el primer semestre estuvo marcado por el impacto del fenómeno El Niño costero sobre un par de tiendas ubicadas en el norte del país, la paralización de proyectos de infraestructura y la coyuntura política, lo cual se reflejó en la disminución de la inversión privada y gasto público, así como en la desaceleración del consumo. En línea con lo anterior, los crecimientos de SSS para el 1er y 2do trimestre fueron de -5.9 y 5.0%, respectivamente.

CRECIMIENTO SAME STORE SALES (SSS)



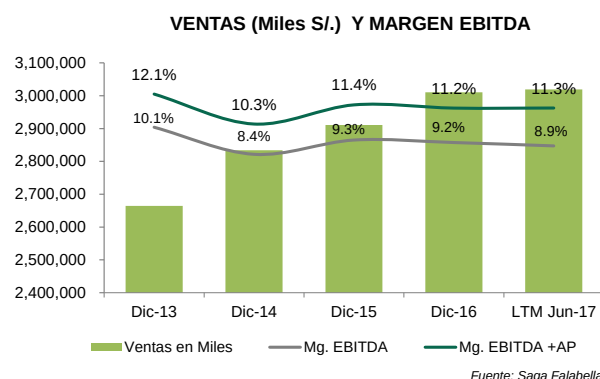
Sin embargo, la competencia en Perú mostró resultados negativos (-6.5 y 0.6% en el caso de Ripley para el primer y segundo semestre, y -3.8 y -6.4% en el caso de Paris, respectivamente; datos obtenidos de los informes trimestrales de las empresas mencionadas).

A pesar de ello, la Empresa logró mantener su margen bruto muy similar al del mismo periodo del año anterior. Así, a junio 2017 dicho indicador alcanzó el 29.5%, y se espera

que mejore al cierre del año con las ventas del segundo semestre y la campaña navideña.

Por otro lado, los gastos operativos se incrementaron en 3.3% respecto al cierre del 2016, como resultado de mayores gastos de personal, así como por gastos de mantenimiento y reparaciones que se realizaron en algunas tiendas. A pesar de ello, los gastos operativos representaron el 23.0% de los ingresos, muy similar al cierre del 2016, ello debido a que la política de la Matriz busca optimizar constantemente los procesos de distribución y logística. Ello haría que los gastos operativos en términos relativos se mantengan estables o se reduzcan paulatinamente.

De esta manera, el EBITDA ascendió a S/ 354.7 millones, inferior en 1.5% al registrado a diciembre 2016. Así, el margen EBITDA mostró una ligera caída respecto al cierre del 2016, y alcanzó el 8.9%.



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

Por otro lado, dado el potencial y buen desempeño que vienen mostrando las ventas por internet, el Grupo planea realizar mejoras en tecnología y logística para enfrentar de manera competitiva la demanda creciente en dicho canal, el cual será el canal del futuro, tal y como ha venido sucediendo en el segmento retail en países más desarrollados.

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

Por otro lado, cabe resaltar que la Empresa tiene compromisos por alquileres que ascienden a S/ 85.3 millones al año (según cifras de los últimos 12 meses cumplidos a junio 2017).

Asociación en participación e ingreso generado

	2013	2014	2015	2016	LTM Jun17
Ingresos por CAP*	53,812	52,321	62,339	63,162	69,680
Aportes por CAP*	75,400	178,700	183,350	387,050	284,550

Fuente: Saga Falabella

Asimismo, se debe señalar que la Empresa percibe parte de los ingresos que genera el Banco Falabella Perú por el contrato de Asociación en Participación. En los últimos 12 meses a junio 2017 el ingreso por este concepto ascendió a S/ 69.7 millones, similar al percibido en el 2016 (S/ 63.2 millones).

Si se consideran estos ingresos como parte del EBITDA, éste ascendería a S/ 339.8 millones y el margen EBITDA ascendería a 11.3% (S/ 338.7 millones y 11.2% el 2016, respectivamente).

La Empresa financia sus operaciones comerciales básicamente con proveedores. No obstante, es común que consiga mejores retornos por pronto pago. A junio 2017 el ciclo de caja fue de 83 días, nivel similar al del 2016 (80 días).

Durante el primer semestre del 2017 la Empresa remodeló parte de sus tiendas, lo que junto a otros menores significó una desembolso de S/ 66.1 millones.

■ Estructura de Capital

En el primer semestre del 2017 la deuda financiera disminuyó de S/ 688.5 a 645.4 millones, ello como consecuencia de la devolución de parte de los aportes realizados al Banco según el contrato de asociación, los mismos que fueron a reducir la deuda financiera que se mantenía principalmente con entidades bancarias.

Debe recordarse que desde el 2015 la estrategia financiera de la Compañía es prestarse de la casa matriz local, dado que se viene consolidando en esta última todo el financiamiento de las subsidiarias que operan en el Perú, siendo el principal proveedor de fondos el mercado de capitales. De ahí que el financiamiento de Saga Falabella con Falabella Perú ha venido en aumento y elevando su participación dentro de la estructura de fondeo.

A diferencia de años anteriores, en que la deuda de la Empresa se concentraba en el corto plazo en porcentajes superiores al 60%, se ha mostrado un cambio importante, y

con los préstamos percibidos de la matriz local, la cual se viene fondeando principalmente con bonos locales, ha comenzado a alargar el *duration* de la misma.

Así, a junio 2017 la participación de la deuda de corto plazo fue de 46.2%, inferior a los últimos tres años y se espera que siga disminuyendo con la nueva estrategia de fondeo del Grupo.

Estructura de Financiamiento

	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Jun-17
Plazo					
CP	59.8%	68.9%	72.6%	62.1%	46.2%
LP	40.2%	31.1%	27.4%	33.6%	53.8%
Fuente					
Sobregiros	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Instrumentos CP	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Préstamos CP	52.0%	60.9%	66.0%	56.8%	41.1%
Bonos	47.8%	38.3%	27.8%	17.3%	15.6%
Préstamo con vinculada	0.0%	0.0%	5.5%	25.4%	42.8%
Préstamos y leasings y otros	0.1%	0.8%	0.7%	0.5%	0.6%
Total (S/. MM)	476.4	499.5	557.5	688.3	645.2

Fuente: Saga Falabella

A junio 2017 los préstamos de la holding Falabella Perú representaron el 42.8% de la deuda financiera. Dichos préstamos tienen vencimientos hasta el 2029 y son a tasas que fluctúan entre 6.48 y 7.30%. Bajo esta estrategia se espera conseguir mejores condiciones financieras con los acreedores.

Es importante resaltar que, en términos generales, el financiamiento total de las operaciones, es decir, de la deuda financiera y con proveedores, respecto a las ventas, fue de 30.7% a junio 2017, ligeramente inferior al 32.7% de inicios del año. Por otro lado, los proveedores representaron el 30.4% del financiamiento total, porcentaje que está dentro del rango en que se ha movido en los últimos cuatro años.

Proveedores y Deuda Financiera

Miles S/.	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Jun-17
Proveedores	204,451	247,560	275,554	296,370	281,868
Deuda Financiera	476,354	499,504	557,479	688,307	645,169
Total	680,805	747,064	833,033	984,677	927,037
Ventas Anuales LTM	2,664,740	2,833,863	2,911,036	3,010,556	3,019,516
Partc. sobre las Ventas	25.5%	26.4%	28.6%	32.7%	30.7%

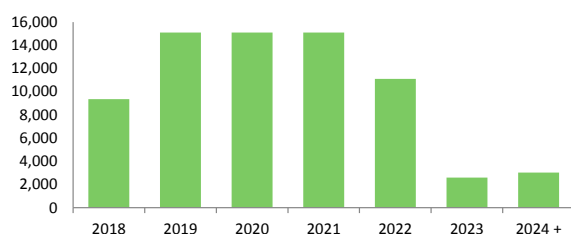
Fuente: Saga Falabella

A junio 2017 el saldo de los bonos emitidos, como Saga Falabella en el mercado local, ascendió a S/ 100.5 millones (S/ 118.8 millones a diciembre 2016), saldo que representó el 15.6% de la deuda financiera y que le permitió ampliar el *duration* de la deuda a un costo relativamente bajo.

A junio 2017 las tasas del fondeo que se mantenía con el mercado de capitales y/o instituciones financieras fluctuaban entre 3.98 y 7.56%. En cuanto al cronograma de la deuda, sin considerar los préstamos obtenidos con la matriz local,

se tienen S/ 265.0 millones en el corto plazo, los mismos que corresponden a tres entidades bancarias y que serían BCP, BBVA y Scotiabank. Mientras que los bonos y los leasings contemplan amortizaciones anuales inferiores a los S/ 16.0 millones, montos que pueden ser cubiertos de manera holgada por el EBITDA anualizado a junio 2017 de S/ 270.1 millones, aun considerando gastos financieros cercanos a los S/ 39.7 millones e inversiones de S/ 65.0 millones en promedio. Ello sin considerar el reparto de dividendos, que en el 2016 representó el 48.8% del EBITDA.

CRONOGRAMA DE AMORTIZACION (Miles S/)
A Jun-17



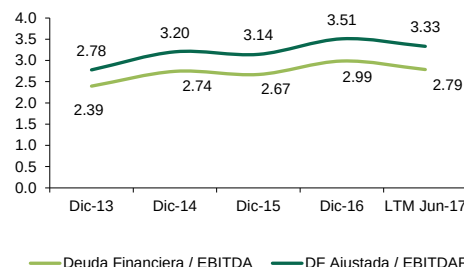
Fuente: Saga Falabella

Por otro lado, el ratio Deuda Financiera / Capitalización se mantuvo dentro del rango en que se ha movido en los últimos cuatro años, 62.0% a junio 2017. Es importante resaltar que este indicador es considerado elevado dentro de los pares para la misma categoría de riesgo.

Por su parte, el ratio Deuda Financiera / EBITDA fue 2.39x considerando el año móvil cumplido a junio 2017, inferior al 2.50x mostrado al cierre del 2016, debido a las amortizaciones realizadas a lo largo del presente año con la devolución de los aportes realizados al Banco. Ello también fue posible dada la desaceleración del plan de crecimiento ante la nueva coyuntura económica.

Si se considera el ajuste por alquileres, el ratio Deuda Financiera Ajustada / EBITDAR disminuyó de 3.51x a 3.33x entre diciembre 2016 y junio 2017. Nuevamente se destaca que dichos ratios no consideran en el cálculo del EBITDA ni EBITDAR los ingresos percibidos por el Contrato de Asociación.

COBERTURA DE DEUDA



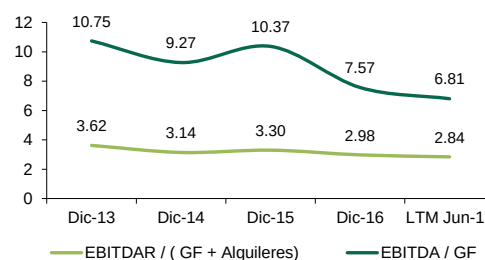
Fuente: Saga Falabella

Por otro lado y como se mencionara anteriormente, el plan de expansión del 2017 ha sido moderado y básicamente se ha concentrado en la remodelación de las tiendas actuales con el objetivo de hacerlas más atractivas a los consumidores. La Clasificadora considera que el número de tiendas que finalmente se abran estará más correlacionado con 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 en el Perú, y que la ubicación de las mismas cumpla con las características que la Empresa busca. En ese caso, el costo de implementar una nueva tienda se reduciría a alrededor de US\$10-15 millones según el metraje de la misma.

Los montos de inversión que viene realizando la Compañía son fácilmente financiables por la Empresa, ya que cuenta con amplias líneas bancarias aprobadas con el sistema financiero nacional.

La cobertura de los gastos financieros disminuyó de 7.6x a inicios del año, a 6.8x considerando el año móvil cumplido a junio 2017. Cabe mencionar que si consideramos los compromisos por alquileres del año, la cobertura sería de 2.8x, ambos en los niveles más bajos mostrados en los últimos años. Se debe mencionar que parte importante de las tiendas (aproximadamente un tercio) son alquiladas a vinculadas.

COBERTURA GASTOS FINANCIEROS



* El EBITDA considera la participación de los trabajadores.

Fuente: Saga Falabella

Por otro lado, el Flujo de Caja Operativo (CFO) del primer semestre del 2017 fue positivo por S/ 9.1 millones, inferior a los S/ 34.4 millones registrados a junio 2016, lo cual denota el impacto del Fenómeno Costero, antes mencionado. Dichos flujos, sumado a la devolución de parte de los aportes realizados dentro del marco del Contrato de Asociación en Participación que se mantiene con el Banco (S/ 102.5 millones) y a los cobros realizados por el mismo contrato (S/ 37.2 millones) permitieron amortizar parte de la deuda (S/ 63.3 millones netos de pago aproximadamente), repartir dividendos (S/ 67.0 millones) y realizar remodelaciones a las tiendas existentes (S/ 30.3 millones).

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

Por otro lado, la estrategia del Grupo es mantener un ratio Pasivo / Patrimonio relativamente bajo; a junio 2017 éste fue 1.72x (1.75x a diciembre 2016).

DIVIDENDOS REPARTIDOS Y CAPITALIZACIÓN DE RESULTADOS

	2013	2014	2015	2016	LTM Jun17
Dividendos	94,000	183,024	89,945	129,960	131,960

Fuente: Saga Falabella

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

■ Características de los Instrumentos

Segundo Programa de Emisión de Bonos Corporativos de Saga Falabella

En Junta General de Accionistas de setiembre 2008 se aprobó la emisión de bonos corporativos dentro del Segundo Programa de Emisión de Bonos Corporativos de Saga Falabella Perú S.A. hasta por un monto de S/ 200 millones o su equivalente en dólares.

Entre las principales restricciones aplicables al Emisor durante la vigencia del presente Programa pueden destacarse: i) mantener activos libres (valor contable) por un

monto igual o superior a los S/ 180 millones (cifra reajutable anualmente); ii) mantener un índice de endeudamiento no mayor a 3.0x al cierre de los ejercicios trimestrales de cada año; iii) que el total de sus cuentas por cobrar a vinculadas y/o afiliadas no exceda el 8% del total de sus activos; iv) mantener un patrimonio mínimo de S/ 130 millones (cifra reajutable anualmente); v) mantener un índice de cobertura de intereses mayor o igual a 3.0x al cierre de los periodos trimestrales de cada año; y, vi) mantener un índice de cobertura de servicio de deuda no menor a 1.4x al cierre de los periodos trimestrales de cada año.

SEGUNDO PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS Vigentes a Junio 2017

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

Fuente: Saga Falabella

Tercer Programa de Emisión de Bonos Corporativos de Saga Falabella

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

TERCER PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS Vigentes a Junio 2017

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

Fuente: Saga Falabella

Resumen Financiero - Saga Falabella

Tipo de Cambio S//US\$ a final del Período	3.251	3.360	3.411	2.986	2.800	2.550
	LTM Jun-17	dic-16	dic-15	dic-14	dic-13	dic-12
Rentabilidad						
EBITDA	270,137	275,495	270,817	238,958	267,650	236,373
Mg. EBITDA	8.9%	9.2%	9.3%	8.4%	10.0%	9.8%
EBITDAR	355,470	360,074	351,155	312,461	335,145	295,758
Margen EBITDAR	11.8%	12.0%	12.1%	11.0%	12.6%	12.2%
FCF / Ingresos	0.6%	1.3%	-2.5%	1.9%	-4.9%	-6.0%
ROE	23.6%	24.3%	26.8%	21.8%	27.3%	23.3%
				-10.7%		
Cobertura						
EBITDA / Gastos financieros	6.81	7.57	10.37	9.27	10.75	9.76
EBITDAR / (Gastos financieros + Alquileres)	2.84	2.98	3.30	3.15	3.63	3.54
EBITDA / Servicio de deuda	0.80	0.59	0.63	0.65	0.86	1.17
EBITDAR / Servicio de deuda	0.84	0.66	0.69	0.71	0.89	1.13
FCF / Servicio de deuda	0.17	0.16	-0.11	0.22	-0.34	-0.60
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de	0.37	0.33	0.08	0.37	-0.21	-0.40
CFO / Inversión en Activo Fijo	3.28	3.25	1.16	3.52	0.55	0.29
Estructura de capital y endeudamiento						
Deuda Financiera ajustada / Capitalización	62.0%	63.3%	61.6%	62.3%	59.0%	57.1%
Deuda financiera total / EBITDA	2.39	2.50	2.06	2.09	1.78	1.52
Deuda financiera neta / EBITDA	2.13	2.22	1.75	1.86	1.64	1.35
Deuda ajustada total / EBITDAR	3.33	3.51	3.14	3.20	2.79	2.58
Deuda ajustada neta / EBITDAR	3.14	3.29	2.91	3.02	2.68	2.44
Costo de financiamiento estimado	6.0%	5.8%	4.9%	5.3%	6.0%	7.2%
Deuda financiera CP / Deuda financiera tot	46.2%	62.1%	72.6%	68.2%	59.8%	49.6%
Balance						
Activos totales	1,968,744	2,016,057	1,755,535	1,576,428	1,522,475	1,360,132
Caja e inversiones corrientes	68,712	78,420	82,594	56,054	37,984	41,100
Deuda financiera Corto Plazo	298,043	427,831	404,453	340,549	284,839	178,316
Deuda financiera Largo Plazo	347,340	260,858	153,026	158,955	191,515	181,122
Deuda financiera total	645,383	688,689	557,479	499,504	476,354	359,438
Deuda financiera total con Equity Credit	645,383	688,689	557,479	499,504	476,354	359,438
Deuda fuera de Balance	539,077	575,137	546,298	499,820	458,966	403,818
Deuda ajustada total	1,184,460	1,263,826	1,103,777	999,324	935,320	763,256
Patrimonio Total	725,103	733,859	689,231	603,888	649,179	573,015
Capitalización ajustada	1,909,563	1,997,685	1,793,008	1,603,212	1,584,499	1,336,271
Flujo de caja						
Flujo generado por las operaciones (FFO)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	160,847
Variación de capital de trabajo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-152,264
Flujo de caja operativo (CFO)	215,437	242,683	122,798	331,153	42,508	21,847
Inversiones en Activos Fijos	-65,768	-74,576	-105,760	-94,028	-77,988	-75,082
Dividendos comunes	-131,960	-129,960	-89,945	-183,024	-93,968	-92,835
Flujo de caja libre (FCF)	17,709	38,147	-72,907	54,101	-129,448	-146,070
Adquisiciones y Ventas de Activo Fijo, Netas	-65,393	-71,542	-99,823	-84,152	-77,988	-75,079
Otras inversiones, neto	-126	-141,252	56,567	-55,124	32,347	185,043
Variación neta de deuda	-99,428	-13,488	30,271	19,263	110,335	-14,044
Otros financiamientos, netos	-39,442	-34,240	-26,615	-23,162	-17,545	-24,876
Variación de caja	-120,912	-147,799	-6,747	4,954	-4,311	56
Resultados						
Ingresos	3,019,516	3,010,556	2,911,036	2,833,863	2,664,740	2,420,365
Variación de Ventas	0.3%	3.4%	2.7%	6.3%	10.1%	11.0%
Utilidad operativa (EBIT)	207,766	214,456	207,609	180,604	214,716	185,289
Gastos financieros	39,693	36,395	26,112	25,776	24,908	24,208
Alquileres	85,333	84,579	80,338	73,503	67,495	59,385
Resultado neto	172,367	172,598	173,142	136,591	167,043	129,081
Información y ratios sectoriales						
Crecimiento SSS (nominal y no incluye IGV)	0.2%	-1.6%	-1.2%	-0.7%	5.9%	6.7%
N. Tiendas	29	29	27	25	23	19

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

EBITDA: Utilidad operativa + gastos de depreciación y amortización.

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

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

CFO: FFO + Variación de capital de trabajo.

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

Cargos fijos: Gastos financieros + Dividendos preferentes + Arriendos.

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

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

ANTECEDENTES

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

RELACIÓN DE DIRECTORES

Juan Correa Malachowski	Presidente del Directorio
Gonzalo Somoza 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

Juan Correa Malachowski	Vice Presidente Ejecutivo
Alex Zimmermann Franco	Gerente General
José Contreras Rivas	Gerente de Desarrollo Inmobiliarios
Felipe Flores Gorriti	Gerente de Recursos Humanos
Fernando Guerrero Guerra	Contralor Corporativo
César Hashimoto Kuroda	Gerente de Sistemas
Edmundo Muñoz Deza	Gerente Comercial
Miguel Plaza Málaga	Gerente de Negocios
Liliana Rivera Romero	Gerente de Control Interno
Nancy Samalvides Meza	Gerente de Contabilidad Corporativo
Javier Vidal Olcese	Gerente de Proyectos Inmobiliarios

RELACIÓN DE ACCIONISTAS

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

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución SMV N°032-2015-SMV/01 y sus modificatorias, acordó la siguiente clasificación de riesgo para la empresa **Saga Falabella S.A.**

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación</u>
1ra y 2da Emisión del Segundo Programa de Bonos Corporativos de Saga Falabella S.A.	Categoría AA+ (pe)
1ra y 2da Emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos de Saga Falabella S.A.	Categoría AA+ (pe)
Perspectiva	Estable

Definiciones

CATEGORÍA AA (pe): Corresponde a una muy alta capacidad de pago 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 audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y 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.

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.