



Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

SAGA FALABELLA S.A.

Lima, Perú

Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 31 de mayo de 2019

Contacto:

(511) 616 0400

Hernán Regis

Analista Senior

hregis@equilibrium.com.pe

Jaime Tarazona

Analista Asociado

jtazona@equilibrium.com.pe

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.equilibrium.com.pe>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018, así como Estados Financieros no Auditados al 31 de marzo de 2018 y 2019 de Saga Falabella S.A. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de clasificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

Fundamento: Luego del análisis realizado, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió ratificar la clasificación de AA.pe a la Primera y Segunda Emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos de Saga Falabella S.A. (en adelante "la Compañía").

La clasificación se sustenta en el respaldo que obtiene la Compañía de su principal accionista Falabella S.A. (antes llamada S.A.C.I. Falabella), uno de los principales grupos *retail* en América Latina. Asimismo, la clasificación incorpora el liderazgo y posicionamiento de mercado que mantiene la Compañía a nivel local en el segmento de Tiendas por Departamento, así como las sinergias comerciales y operativas que le significan el pertenecer al Grupo Falabella, fundamentalmente con el negocio bancario. También, la evaluación pondera los adecuados indicadores de cobertura y el acceso a diversas fuentes de financiamiento que mantiene la Compañía a la fecha analizada. No menos relevante resulta la experiencia del Directorio y de la plana gerencial en el manejo del negocio *retail*.

No obstante lo mencionado anteriormente, a la fecha las clasificaciones otorgadas a los instrumentos de deuda de la Compañía están limitadas por la alta correlación del negocio *retail* con los ciclos económicos, fundamentalmente a nivel de productos no considerados de primera necesidad. Al respecto, se debe indicar que, al primer trimestre de 2019, los ingresos anualizados no registraron mayor dinamismo que el reportado interanualmente en el primer trimestre de 2018; en línea con la caída del indicador *Same Store Sales* trimestral de 12.1% a 0.3% entre marzo 2018 y marzo 2019. También es un factor considerado el hecho que el desarrollo del negocio de la Compañía está expuesto a factores estacionales, así como a eventos climáticos de alta envergadura; eventos que no solo pueden impactar directamente en la infraestructura de las

Instrumento

Clasificación (*)

Bonos Corporativos

AA.pe

(*) Para mayor detalle sobre la definición de las clasificaciones ver Anexo I en la última sección del informe

tiendas, sino que también en el ritmo de ventas debido al debilitamiento en la capacidad de consumo de las personas. Asimismo, se observó un mayor endeudamiento financiero de la Compañía durante el ejercicio 2018 y el primer trimestre del ejercicio en curso, generado por los mayores préstamos bancarios destinados a cubrir necesidades de capital de trabajo. Otro elemento observado en el análisis corresponde a la mayor competencia del sector de vestimenta a nivel local, ocasionada por el ingreso de cadenas especializadas en *fast fashion*, que podrían ajustar los márgenes negocio. Asimismo, es un riesgo para considerar el potencial arribo de nuevos operadores y empresas internacionales de comercio electrónico, más aun considerando la mayor importancia que viene cobrando el canal online en las ventas de la Compañía. Sobre este último punto, resulta relevante mencionar a inicios de agosto de 2018 S.A.C.I. Falabella adquirió el 100% de las acciones de Linio, uno de los principales operadores de Marketplace en la región (Argentina, Chile, Colombia, México y Perú); en línea con el objetivo del Grupo de liderar el comercio electrónico en la región. Asimismo, es pertinente indicar que, dentro del plan de inversiones del Grupo Falabella para el periodo 2019-2022, el 37% del presupuesto (sobre un total de US\$4,200 millones) está dirigido a la optimización y desarrollo de tecnologías de información y proyectos de infraestructura logística asociados a los distintos formatos de *retail*, incluyendo el potenciamiento del crecimiento de Linio.

Como hecho relevante del periodo analizado, se debe comentar que a partir del 1 de enero de 2019 entró en vigencia la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 16 sobre arrendamientos, la cual establece que todos los arrendamientos se incorporen el balance de la Compañía. En este sentido, la Compañía reconoció dentro de sus activos el valor presente de los inmuebles alquilados para la operación de sus tiendas (valor

neto de S/323.1 millones al 31 de marzo de 2019), y, en contra parte, incluyó como pasivos el valor presente de las obligaciones de pago por el contrato de alquiler (S/396.0 millones al 31 de marzo de 2019). Como consecuencia de lo anterior, la Compañía registró un ajuste de S/72.8 millones dentro de resultados acumulados en el patrimonio. En línea con lo anterior, el 18 de diciembre de 2018, en Asamblea General de bonistas del Tercer Programa de Bonos Corporativos de la Compañía se aprobó excluir los efectos de la NIIF 16 en el cálculo de los resguardos financieros, firmándose una Segunda Adenda al Contrato Marco de dicho Programa. Cabe indicar que, tanto al 31 de diciembre de 2018 como al 31 de marzo de 2019, la Compañía cumplió con los resguardos financieros establecidos en el Tercer Programa, tal y como se describe en el apartado de Estructura Financiera y Solvencia del presente informe.

Asimismo, el 7 de febrero de 2019, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) aprobó la exclusión del Registro Público del Mercado de Valores de la Primera y Segunda Emisión

del Segundo Programa de Bonos Corporativos Saga Falabella, así como el Segundo Programa.

Durante el ejercicio 2018 se aprobó la distribución de dividendos por S/140.0 millones; mientras que, durante el primer trimestre del ejercicio 2019 se aprobó el reparto de dividendos por S/70.0 millones. Por su parte, en lo que respecta al Capital Social no se observaron variaciones. Lo anterior, aunado a la mayor deuda financiera bancaria la Compañía, conllevó a que el ratio de apalancamiento contable se ubique en 3.12 veces al 31 de marzo de 2019 (2.13 veces de excluir el efecto NIIF 16), nivel por encima a lo observado durante los últimos cuatro periodos evaluados. Del mismo modo, se observó un ajuste en los indicadores de apalancamiento financiero durante el primer trimestre del ejercicio en curso, tema que se detalla en el cuerpo del presente informe.

Finalmente, Equilibrium continuará monitoreando el desarrollo de las operaciones de la Compañía y su estructura financiera, prestando atención especial a la evolución de sus indicadores de endeudamiento; comunicando oportunamente de cualquier cambio en el riesgo de los instrumentos.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la clasificación:

- Reducción del nivel de palanca financiera, así como mejoras en la cobertura al servicio de deuda.
- Recuperación en la tasa de crecimiento de la economía que genere dinamismo en el consumo privado, con una consecuente mejora en la estructura económica-financiera de la Compañía.
- Incorporación de garantías suficientes, liquidas e independientes en la estructura de las emisiones clasificadas.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la clasificación:

- Mayor palanca financiera, acompañado de un deterioro en el nivel del EBITDA y Flujo de Caja Operativo.
- Disminución de la cobertura de servicio de deuda y de gastos financieros de la Compañía.
- Reducción permanente de los ingresos y pérdida de liderazgo en participación de mercado.
- Pérdida de respaldo patrimonial.
- Incumplimiento de los resguardos establecidos en los Programas de Bonos Corporativos.

Limitaciones encontradas durante el proceso de evaluación:

- Por política corporativa, el Emisor no provee proyecciones financieras; sin embargo, en las reuniones o llamadas brinda ciertas pautas sobre las mismas.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Generalidades

Saga Falabella S.A. (o también "la Compañía") fue constituida en noviembre de 1953, bajo la razón social de Sears Roebuck del Perú S.A. Posteriormente, en marzo de 1984 se acordó el cambio de razón social a la denominación de Sociedad Andina de los Grandes Almacenes S.A. y en setiembre de 1999 a la actual denominación de Saga Falabella S.A., a raíz de la adquisición mayoritaria de la Compañía por el grupo Falabella de Chile. La Compañía se encuentra en el sector de Tiendas por Departamentos, siendo las principales líneas que comercializa Vestimenta, Electrodomésticos y Decoración del hogar. Al primer trimestre del ejercicio 2019, Saga Falabella posee de manera directa inversiones en las siguientes subsidiarias:

Subsidiaria	Participación	Descripción del Negocio
Viajes Falabella S.A.C (*)	99.99%	Presta servicios de venta de pasajes aéreos y paquetes turísticos.
Saga Falabella Iquitos S.A.C	99.99%	Comercializa mercadería nacional e importada en la ciudad de Iquitos.
Saga Falabella Oriente S.A.C	99.99%	Comercializa mercadería nacional e importada en la región selva.

(*) Negocio vendido en abril de 2019.

Fuente: Saga Falabella S.A. / Elaboración: Equilibrium

Grupo Económico

La Compañía pertenece a Falabella S.A. -anteriormente llamado S.A.C.I. Falabella¹-, grupo económico constituido en Chile en 1889, presente en varios países de la región (Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil, Uruguay y México) y que opera en cinco unidades de negocio: i) tiendas por departamento, ii) mejoramiento del hogar, iii) supermercados, iv) inmobiliario, v) servicios financieros y vi) comercio electrónico. Al 31 de marzo de 2019, el Grupo cuenta con un total de 504 locales de los cuales 155 se encuentran en Perú.

El plan de inversión regional de Falabella S.A. para el período 2019-2022 asciende a US\$4,200 millones, el mismo que será distribuido de la siguiente manera: (i) 37% a la optimización y desarrollo de tecnologías de la información (TI) y proyectos de infraestructura logística asociados a los distintos formatos retail; (ii) 34% a seguir consolidando presencia regional de todas las unidades de negocio mediante la apertura de 5 centros comerciales y 95 tiendas principalmente en zonas donde no se tiene presencia, las que incluyen el desarrollo de los formatos IKEA en Chile, Perú y Colombia; y, (iii) 29% a optimizar el potencial de la red de tiendas y centros comerciales ya existentes mediante ampliaciones y renovaciones.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

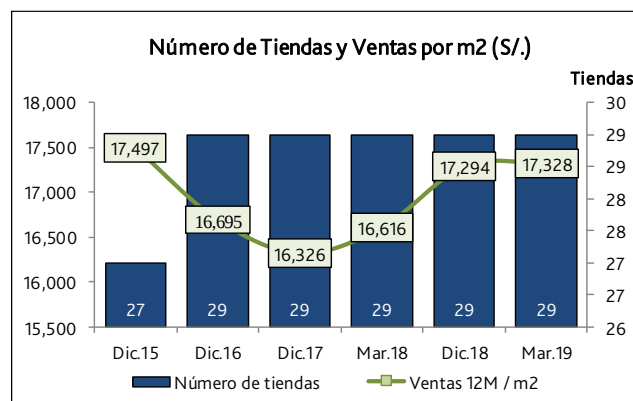
El accionariado, Directorio y plana gerencial de Saga Falabella se presentan en el Anexo II.

Operaciones y Estrategia

Saga Falabella ofrece a sus clientes una variedad de productos locales e importados de calidad, precios convenientes y ubicaciones estratégicas en sus tiendas a nivel nacional. En ese sentido, contempla incorporar en su oferta *online* la categoría de vestuario, además de las que ya tiene como tecnología y hogar. También busca tener un *long tail* mayor con más productos de menores *ticket*, de manera que los clientes no

tengan que recurrir a otras alternativas en la web. Los principales competidores de la Compañía son los *retailers* de capitales chilenos Ripley y Paris (grupo Cencosud), así como los nacionales Topitop y Oeschle (grupo Intercorp).

Al finalizar el primer trimestre del ejercicio 2019, la Compañía desarrolla sus operaciones a través de 29 tiendas a nivel nacional, de las cuales 15 tiendas se encuentran en Lima y 14 tiendas en provincias. Además, la Compañía cuenta con un centro de distribución en el Distrito de Villa El Salvador, donde centraliza el abastecimiento de mercadería a sus locales. En el siguiente gráfico se puede apreciar la evolución del número de tiendas y de las ventas por metro cuadrado de la Compañía:



Fuente: Saga Falabella S.A. / Elaboración: Equilibrium

ANÁLISIS FINANCIERO

Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2018, los activos de la Compañía totalizaron S/1,877.4 millones, mostrando apenas una ligera reducción con respecto al cierre del ejercicio 2017 (-0.6%). Esta evolución de los activos se explica principalmente por la disminución en las cuentas por cobrar a la vinculada Banco Falabella Perú por concepto de las ventas realizadas en las tiendas a través de la tarjeta de crédito CMR, las mismas que disminuyeron de S/173.4 millones a S/21.5 millones entre ejercicios. No obstante, la reducción de los activos estuvo contrarrestada por el incremento de las cuentas por cobrar provenientes del Contrato de Asociación en Participación firmado con Banco Falabella Perú, así como por el mayor nivel de inventarios registrados (+12.3% interanual).

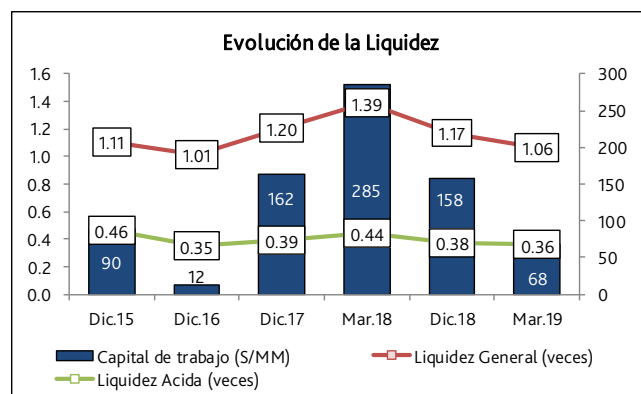
Con referencia a las cuentas por cobrar provenientes del Contrato de AEP firmado con Banco Falabella Perú, es relevante recordar que desde el 01 de enero de 2018 estos Contratos son renovados anualmente (se reclasificaron desde el activo no corriente al activo corriente entre los ejercicios analizados) con el objetivo de mejorar la posición de liquidez de la Compañía.

Se debe indicar que el activo fijo se mantiene como el principal activo de la Compañía, representando el 38.6% del total de activos al término del ejercicio 2018 (36.1% a diciembre de 2017). Cabe agregar que esta partida registró un crecimiento interanual de 6.4% producto principalmente de las obras de remodelación en tiendas, las mismas que sumaron S/115.2 millones a lo largo del ejercicio 2018.

¹ En Junta Extraordinaria de Accionistas de S.A.C.I. Falabella llevada a cabo el 24 de abril de 2019, se acordó modificar el nombre de la Sociedad a "Falabella S.A.".

Por otro lado, al finalizar el primer trimestre del ejercicio 2019, los activos de la Compañía ascendieron a S/2,283.6 millones, equivalentes a un crecimiento de 21.6% con relación al cierre del ejercicio 2018. El mayor nivel de activos está explicando fundamentalmente por la adopción de la NIIF 16, que conllevó a registrar dentro del activo fijo los derechos de uso por arrendamiento por un total de S/323.1 millones en valor neto. Asimismo, en menor medida, aportaron al incremento de los activos de la Compañía, el aumento en inventarios (+2.9% trimestral) y el mayor saldo en Caja (+49.4% trimestral) debido a los mayores financiamientos adquiridos por la Compañía durante el trimestre.

Con relación a los indicadores de liquidez de la Compañía, como consecuencia del mayor endeudamiento financiero -que será explicado más adelante- se observó un ajuste en los indicadores de liquidez tanto a diciembre de 2018 como a marzo de 2019, tal y como se muestra en el gráfico siguiente:



Fuente: Saga Falabella S.A. / Elaboración: Equilibrium

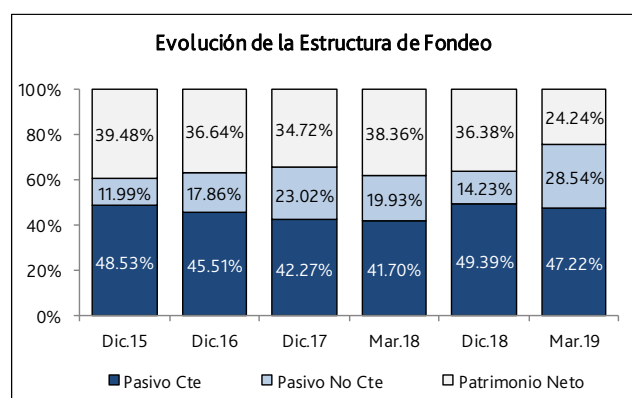
Estructura Financiera y Solvencia

Al finalizar el ejercicio 2018, el patrimonio neto se mantuvo como la principal fuente de fondeo de la Compañía, financiando el 36.4% del total de activos (34.9% a diciembre de 2017). El mayor peso relativo del patrimonio observado en el ejercicio analizado se debe a la reducción de los préstamos recibidos de la Matriz Falabella Perú. Cabe indicar que, el fortalecimiento del patrimonio se dio a pesar de la distribución de dividendos por S/140.0 millones aprobados por Directorio durante el ejercicio 2018 (se pagaron S/138.3 millones, estando pendiente de pago S/1.7 millones). Producto de lo anterior, el indicador de apalancamiento contable pasó de 1.88 veces a 1.75 veces entre los ejercicios 2017 y 2018.

Con relación a los pasivos de la Compañía, éstos disminuyeron interanualmente en 3.1% entre los ejercicios 2017 y 2018, totalizando S/1,729.9 millones al cierre de este último. El menor nivel de pasivos se explica principalmente por la reducción de los préstamos recibidos de Falabella Perú², los mismos que disminuyeron desde S/264.5 millones a S/76.3 millones entre ejercicios. No obstante lo anterior, se observó un mayor nivel de obligaciones financieras de la Compañía durante el ejercicio 2018, específicamente en préstamos bancarios que aumentaron de S/185.0 millones a S/365.0 millones al cierre de los ejercicios

analizados. De acuerdo con lo manifestado por la Gerencia de la Compañía, la mayor deuda financiera responde a necesidades de capital de trabajo.

Cabe agregar que, durante el primer trimestre del ejercicio 2019, los pasivos de la Compañía presentaron un crecimiento de 44.8%, evolución que recoge principalmente dos efectos: (i) aplicación de NIIF 16 que conllevó a registrar pasivos por arrendamiento por un total de S/396.0 millones; y, (ii) el aumento en préstamos bancarios desde S/365.0 millones a S/521.0 millones durante el trimestre. Este incremento en los pasivos de la Compañía propició una caída en la participación del patrimonio en la estructura de fondeo, así como un aumento en el indicador de apalancamiento contable hasta 3.12 veces³. Cabe agregar que, producto de la adopción de NIIF 16, la Compañía registró un ajuste de S/74.3 millones en sus resultados acumulados dentro del patrimonio. Asimismo, es pertinente mencionar que, en sesión de Directorio del 29 de marzo de 2019, se aprobó la distribución de dividendos por S/70.0 millones. A continuación, se presenta la evolución de la estructura de fondeo de la Compañía en los últimos ejercicios:



Fuente: Saga Falabella S.A. / Elaboración: Equilibrium

Respecto a la deuda en el mercado de capitales, al 31 de diciembre de 2018 y al 31 de marzo de 2019, los saldos en circulación de los bonos corporativos de la Compañía ascendieron a S/58.5 millones y S/54.7 millones, respectivamente. Cabe indicar que, en mayo y julio de 2018, redimieron la Serie B de la Primera Emisión y la Serie A de la Segunda Emisión⁴, del Segundo Programa de Bonos Corporativos⁵. A continuación, se muestra el resultado de los resguardos financieros que la Compañía debe cumplir dentro del Tercer Programa de Bonos Corporativos:

Indicadores	Dic. 18	Mar.19*
Endeudamiento < 3 veces	1.75	2.13
Cuentas por cobrar relacionadas - CMR / Total activo < 8%	1.31%	0.85%
Patrimonio neto mínimo de S/130 millones	683	626
Índice de cobertura de intereses >= 3x	14.54	13.88
Índice de cobertura de servicio de deuda > 1.4x	6.01	7.58

*A marzo 2019, el cálculo de los indicadores no considera los efectos de la aplicación NIIF 16, de acuerdo con lo aprobado en Asamblea General del Tercer Programa de Bonos Corporativos realizada el 18 de diciembre de 2018.

Fuente: Saga Falabella S.A. / Elaboración: Equilibrium

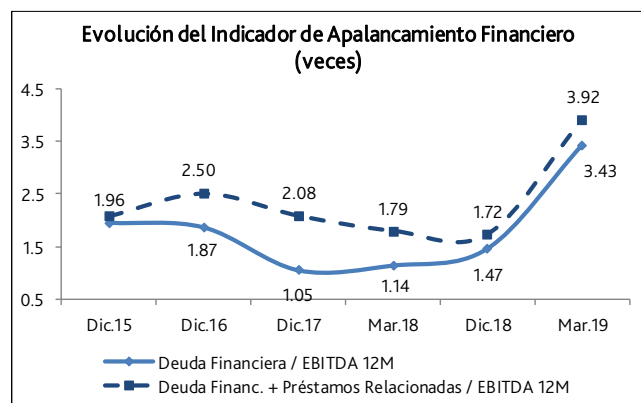
² Corresponde a préstamos de largo plazo destinados a financiar capital de trabajo e inversiones en nuevas tiendas.

³ Considera pasivos por arrendamiento.

⁴ El 7 de febrero de 2019, la SMV aprobó la exclusión del Registro Público del Mercado de Valores de la Primera y Segunda Emisión del Segundo Programa de Bonos Corporativos Saga Falabella, así como del mismo Programa.

⁵ Para mayor detalle de las emisiones de la Compañía revisar el Anexo III del presente informe.

En lo que respecta al apalancamiento financiero de la Compañía, se observó un mayor apalancamiento al cierre del ejercicio 2018 en línea con los mayores préstamos bancarios; no obstante, de considerar también los préstamos de Falabella Perú dentro de la deuda financiera, el indicador disminuyó. Con relación al primer trimestre del ejercicio 2019, se observó un mayor apalancamiento financiero de la Compañía en línea con la mayor deuda financiera adquirida y por la adopción de NIIF 16. Cabe mencionar que, aún de excluir el efecto de la NIIF 16, el indicador de apalancamiento financiero de la Compañía superaría el nivel de 2.0 veces. La evolución del indicador de apalancamiento financiero de la Compañía se muestra a continuación:

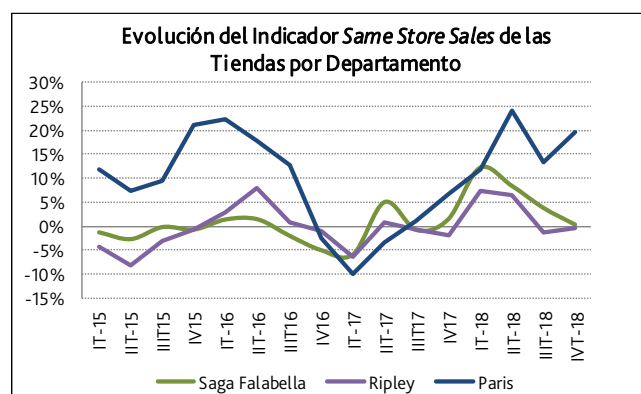


Mar.19 incorpora el efecto de NIIF16.

Fuente: Saga Falabella S.A. / Elaboración: Equilibrium

Rentabilidad y Eficiencia

Al 31 de diciembre de 2018, los ingresos totales de la Compañía ascendieron a S/3,066.1 millones, nivel superior en 6.1% a los registrados al finalizar el ejercicio 2017. El crecimiento se sustenta en el mejor performance del indicador *Same Store Sales* (SSS)⁶ anual de la Compañía, el mismo que se ascendió a 5.4% para el ejercicio 2018, superior al indicador SSS de 0.3% del ejercicio 2017. Se debe mencionar que el indicador SSS trimestral de la Compañía presentó una tendencia decreciente durante el ejercicio 2018, tal y como se puede observar en el siguiente gráfico:



Fuente: Información pública de operadores / Elaboración: Equilibrium

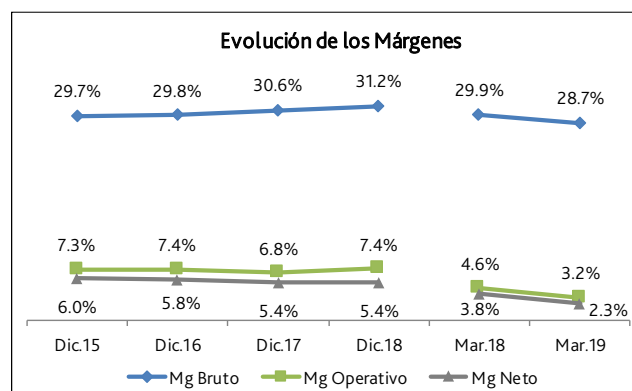
Por otro lado, el costo de ventas de la Compañía aumentó en 5.2% entre los ejercicios 2017 y 2018 a raíz de la mayor compra de mercadería. Dicho lo anterior, se observó una mejora en el margen bruto de la Compañía de 30.6% a 31.2% entre

ejercicios. En lo que respecta a los gastos operativos, estos presentaron un aumento interanual de 6.3%, asociado principalmente a mayores gastos por servicios recibidos de terceros. Considerando estos mayores gastos operativos, la utilidad operativa de la Compañía ascendió a S/227.3 millones al 31 de diciembre de 2018, superior en 15.0% al resultado operativo registrado en el ejercicio 2017.

Luego de considerar la menor rentabilidad del Contrato de AEP (disminuyó de S/57.5 millones a S/36.9 millones entre ejercicios), así como la caída en otros ingresos operativos (en el ejercicio 2017 se registraron ingresos por indemnización por siniestros por el FEN); la utilidad neta de la Compañía aumentó interanualmente en 7.4% al cierre del ejercicio 2018, alcanzando los S/166.2 millones. En tanto, el resultado neto se vio favorecido también por un menor gasto financiero (-31.4% interanual) producto de disminución de la deuda financiera con Falabella Perú.

En lo que respecta a los resultados de la Compañía durante el primer trimestre del ejercicio 2019, se observó una caída interanual de 39.2% en la utilidad neta que se explica principalmente porque los ingresos no registraron crecimiento; mientras que el costo de ventas exhibió un alza interanual de 5.2%. Cabe indicar que, el indicador SSS para el primer trimestre del ejercicio en curso se ubicó en 0.3%. Asimismo, cabe mencionar el impacto por el reconocimiento de S/6.4 millones de gastos financieros por arrendamientos, los cuales son adicionales por la adopción de la NIIF 16.

A continuación, se presenta la evolución de los márgenes de la Compañía para los periodos analizados:



Fuente: Saga Falabella S.A. / Elaboración: Equilibrium

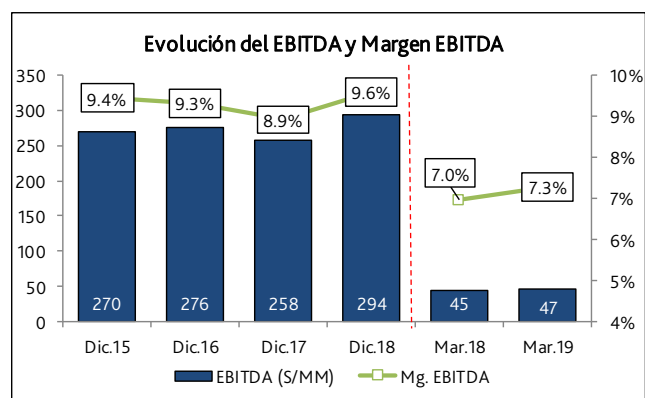
Con relación a los indicadores de rentabilidad de la Compañía, medidos a través del retorno promedio de los activos (ROAA) y del retorno promedio para el accionista (ROAE), estos mejoraron entre los ejercicios 2017 y 2018 (8.83% y 24.83% vs 7.95% y 22.27%); mientras que, al primer trimestre de 2019, el indicador ROAA disminuyó a 7.72% por la menor utilidad neta. Con respecto al indicador ROAE al 31 de marzo de 2019, éste ascendió a 25.38%, incorporando esta mejora la caída en el patrimonio por el registro de la pérdida contable por adopción de NIIF 16.

⁶ El cálculo de SSS no considera las tiendas que tienen cambios significativos con el periodo comparable en su superficie de venta, ya sea por remodelaciones,

ampliaciones, reducciones o cierres. Asimismo, los SSS incorporan las ventas del canal online en los casos que exista dicha operación.

Generación y Capacidad de Pago

Como consecuencia del mayor resultado operativo del ejercicio 2018, el EBITDA la Compañía aumentó en 14.2% entre los ejercicios 2017 y 2018, totalizando S/294.2 millones al cierre de este último. Con relación al primer trimestre del ejercicio en curso, el EBITDA se ubicó en S/47.0 millones, superior en 4.5% al indicador registrado al 31 de marzo de 2018. Si bien el resultado operativo del primer trimestre 2019 fue menor a su similar del 2018, la mejora del EBITDA recoge la mayor devolución de gastos contables que no son salida de efectivo como son el gasto por depreciación y amortización. Cabe añadir que, de considerar los últimos doce meses, el EBITDA de la Compañía asciende a S/296.2 millones al 31 de marzo de 2019. La evolución del EBITDA y del margen EBITDA para los últimos periodos analizados se muestra en el gráfico siguiente:

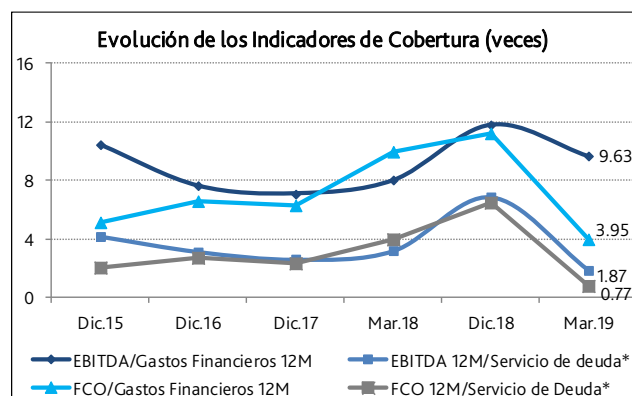


Fuente: Saga Falabella S.A. / Elaboración: Equilibrium

Con relación al flujo de efectivo proveniente de las actividades de operación (FCO) de la Compañía, éste totalizó S/278.2 millones al término del ejercicio 2018, superior en 21.9% a lo registrado al cierre de 2017 producto del mayor cobro de venta de bienes y prestación de servicios. En contraparte, al cierre del

primer trimestre del ejercicio 2019, la Compañía registró un FCO negativo por S/113.5 millones, inferior al FCO positivo de S/43.3 millones del primer trimestre del 2018. Al respecto, es propio del ciclo del negocio registrar niveles bajos o negativos de FCO en el primer trimestre de cada año; sin embargo, es relevante indicar que para el ejercicio 2018, el FCO incorporó cambios en las políticas de recaudación y cobro por ventas con tarjeta CMR y Rapicash. En línea con lo comentado, se debe observar que, al corte de marzo de 2019, el FCO de los últimos 12 meses de la Compañía no llega a cubrir el servicio de deuda (cobertura de 0.77 veces al 31 de marzo de 2019), ubicándose en el nivel más bajo de los últimos cuatro periodos evaluados.

En el gráfico siguiente se muestra la evolución de las coberturas sobre gastos financieros y servicio de deuda otorgados por el EBITDA y el FCO de la Compañía:



*Incorpora la porción corriente de los préstamos de largo plazo de entidades relacionadas y, a marzo de 2019, la porción corriente de los pasivos por arrendamiento por efecto de NIIF16.

Fuente: Saga Falabella S.A. / Elaboración: Equilibrium

SAGA FALABELLA S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles de Soles)	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18	dic-18	mar-19
ACTIVOS						
Activo Corriente						
Caja Bancos	75,877	70,734	66,906	48,912	72,260	107,950
Cuentas por Cobrar Comerciales	12,978	17,438	23,971	18,250	24,327	16,796
Otras Cuentas por Cobrar:						
Relacionadas (excluyendo a Banco Falabella Perú)	20,060	22,730	19,990	20,262	24,547	16,724
Banco Falabella Perú	268,937	188,324	179,060	30,898	29,166	39,448
Diversas	14,597	16,980	23,901	207,538	197,549	203,248
Inventarios, neto	530,994	591,521	631,341	676,262	709,149	729,894
Gastos pagados por Anticipado	12,161	15,496	15,211	22,981	27,746	30,139
Activo por impuesto a las ganancias	-	-	-	-	-	1,564
Otros Activos No Financieros	1,155	255	277	274	461	220
Total Activo Corriente	936,759	923,478	960,657	1,025,377	1,085,205	1,145,983
Inmueble, Maquinaria y Equipo, neto	567,615	634,350	681,628	685,661	724,946	749,805
Derecho de uso	-	-	-	-	-	323,153
Asociación en Participación e Inversiones en Subsidiarias	222,893	423,466	220,006	34,471	35,442	33,864
Activo por Impuesto Diferido, neto	11,863	15,508	17,332	20,200	23,101	23,083
Otros Activos	6,628	6,124	9,200	8,868	8,758	7,700
TOTAL ACTIVOS	1,745,758	2,002,926	1,888,823	1,774,577	1,877,452	2,283,588
PASIVOS						
Pasivo Corriente						
Sobregiros bancarios	-	-	-	-	-	-
Préstamos Bancarios	368,000	391,000	185,000	235,000	365,000	521,000
Cuentas por Pagar Comerciales	269,881	287,309	339,961	266,887	296,328	215,815
Provisiones	57,820	59,664	60,833	49,120	65,489	42,598
Pasivos por Impuesto a las Ganancias	14,054	10,675	9,354	1,042	12,150	-
Otros Pasivos	68,253	64,422	90,192	65,865	82,026	72,373
Cuentas por Pagar a Relacionadas	30,171	60,043	88,236	102,003	89,618	168,955
Pasivo por arrendamiento	-	-	-	-	-	31,412
Porción Cte. Deuda Financiera L.P.	38,970	38,330	24,814	20,107	16,691	26,148
Total Pasivo Corriente	847,149	911,443	798,390	740,024	927,302	1,078,301
Deuda Financiera a Largo Plazo	122,482	86,011	62,011	60,487	49,547	72,619
Pasivo por arrendamiento	-	-	-	-	-	364,548
Cuentas por Pagar a Relacionadas	31,891	162,013	227,015	147,668	75,693	75,440
Ingresos Diferidos	51,021	102,745	137,989	137,060	134,269	133,341
Otras Obligaciones a Largo Plazo	3,984	6,855	7,703	8,527	7,586	5,709
Total Pasivo No Corriente	209,378	357,624	434,718	353,742	267,095	651,657
TOTAL PASIVO	1,056,527	1,269,067	1,233,108	1,093,766	1,194,397	1,729,958
PATRIMONIO NETO						
Capital Social	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
Otras Reservas de Patrimonio	12,237	14,267	15,364	15,818	16,343	16,343
Reservas	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
Resultado del Ejercicio	173,142	172,598	154,759	24,520	166,240	14,917
Resultados Acumulados	203,852	246,994	185,592	340,473	200,472	222,370
TOTAL PATRIMONIO NETO	689,231	733,859	655,715	680,811	683,055	553,630
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	1,745,758	2,002,926	1,888,823	1,774,577	1,877,452	2,283,588

SAGA FALABELLA S.A.

Reestructurado

ESTADO DE RESULTADOS (Miles de Soles)	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18	dic-18	mar-19
INGRESOS						
Venta de Mercadería	2,840,118	2,931,011	-	639,169	-	-
Otros Ingresos Operacionales	22,822	23,389	-	5,977	-	-
Ingresos ordinarios provenientes de contratos con clientes	-	-	2,874,720	-	3,054,026	642,078
Ingresos por alquileres	-	-	14,329	-	12,101	3,293
TOTAL INGRESOS	2,862,940	2,954,400	2,889,049	645,146	3,066,127	645,371
Costo de Ventas	(2,011,364)	(2,073,578)	(2,003,946)	(452,482)	(2,108,063)	(459,750)
Costo de Servicios	-	-	(1,205)	-	(1,481)	(369)
UTILIDAD BRUTA	851,576	880,822	883,898	192,664	956,583	185,252
GASTOS OPERATIVOS						
Gasto de Ventas	(641,224)	(662,958)	(686,291)	(163,048)	(729,267)	(164,410)
Gastos de Administración	(116,176)	(119,728)	(126,691)	(30,851)	(143,351)	(35,601)
UTILIDAD (PÉRDIDA) DE OPERACIÓN	210,352	217,864	197,607	29,616	227,316	20,842
OTROS INGRESOS Y (EGRESOS)						
Ingresos Financieros	834	1,234	1,593	508	2,047	333
Gastos Financieros	(25,944)	(36,210)	(36,340)	(7,462)	(24,926)	(13,306)
Asociación en Participación	62,339	63,162	57,538	11,568	36,948	11,483
Ganancia (pérdida) en Instrum. Derivados	4,811	(4,365)	(3,575)	(3,575)	3,333	(2,266)
Diversos, neto	(1,087)	1,190	6,798	1,771	(3,234)	(41)
UTILIDAD ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO	251,305	242,875	223,621	32,426	241,484	17,045
Diferencia en Cambio (DC)	(2,805)	2,096	2,440	2,833	(1,000)	4,597
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	248,500	244,971	226,061	35,259	240,484	21,642
Impuesto a la Renta	(75,358)	(72,373)	(71,302)	(10,739)	(74,244)	(6,725)
UTILIDAD NETA	173,142	172,598	154,759	24,520	166,240	14,917

SAGA FALABELLA S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18	dic-18	mar-19
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio (**)	1.53	1.73	1.88	1.61	1.75	3.12
Deuda Financiera / Pasivo	0.50	0.41	0.22	0.29	0.36	0.59
Deuda Financiera / Patrimonio	0.77	0.70	0.41	0.46	0.63	1.83
Pasivo / Activo	0.61	0.63	0.65	0.62	0.64	0.76
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.80	0.72	0.65	0.68	0.78	0.62
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.20	0.28	0.35	0.32	0.22	0.38
Deuda Financiera / EBITDA (*) (**)	1.96	1.87	1.05	1.14	1.47	3.43
Deuda Financiera + Relacionadas / EBITDA (*) (**)	2.07	2.50	2.08	1.79	1.72	3.92
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	1.11	1.01	1.20	1.39	1.17	1.06
Prueba Ácida	0.46	0.35	0.39	0.44	0.38	0.36
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.09	0.08	0.08	0.07	0.08	0.10
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	89,610	12,035	162,267	285,353	157,903	67,682
GESTIÓN						
Gastos operativos / Ingresos	22.40%	22.44%	23.75%	25.27%	23.78%	25.48%
Gastos financieros / Ingresos	0.91%	1.23%	1.26%	1.16%	0.81%	2.06%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	34	30	26	11	15	7
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	48	51	59	54	58	51
Rotación de Inventarios (días)	90	97	110	128	114	138
Ciclo de conversión de efectivo	76	77	77	85	71	94
RENTABILIDAD						
Margen bruto	29.74%	29.81%	30.59%	29.86%	31.20%	28.70%
Margen operativo	7.35%	7.37%	6.84%	4.59%	7.41%	3.23%
Margen neto	6.05%	5.84%	5.36%	3.80%	5.42%	2.31%
ROAA*	10.48%	9.21%	7.95%	9.53%	8.83%	7.72%
ROAE*	26.78%	24.26%	22.27%	24.48%	24.83%	25.38%
GENERACIÓN						
FCO	132,292	239,029	228,171	43,310	278,206	-113,464
FCO anualizado	132,292	239,029	228,171	343,158	278,206	121,432
EBITDA	270,380	275,701	257,695	45,040	294,244	47,048
EBITDA anualizado (**)	270,380	275,701	257,695	275,744	294,244	296,252
Margen EBITDA	9.44%	9.33%	8.92%	6.98%	9.60%	7.29%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	10.42	7.61	7.09	8.00	11.80	9.63
EBITDA / Servicio de Deuda (inc. PCDLP Relacionadas) (*)	4.13	3.12	2.59	3.19	6.85	1.87
EBITDA con AEP / Gastos Financieros (*) (**)	12.82	9.36	8.67	9.41	13.29	10.83
EBITDA con AEP / Servicio de Deuda* (inc. PCDLP Relacionadas)	5.08	3.83	3.17	3.75	7.71	2.10
FCO / Gastos Financieros (*) (**)	5.10	6.60	6.28	9.95	11.16	3.95
FCO / Servicio de Deuda (inc. PCDLP Relacionadas) (*) (**)	2.02	2.70	2.29	3.96	6.48	0.77

*Indicadores anualizados.

** Incorpora el efecto NIIF16 a marzo de 2019. Para el cálculo de los factores anualizados se toma los efectos de NIIF16 para el primer trimestre, pero no para los tres trimestres anteriores.

AEP: Ingresos por Asociación en Participación.

ANEXO I HISTORIA DE CLASIFICACIÓN* – SAGA FALABELLA S.A.

Instrumento	Clasificación Anterior (Al 30.09.18) **	Clasificación Actual	Definición de Categoría Actual
Tercer Programa de Bonos Corporativos Saga Falabella S.A. - Primera Emisión (Hasta S/.100.0 millones)	AA.pe	AA.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta clasificación y la inmediata superior son mínimas.
Tercer Programa de Bonos Corporativos Saga Falabella S.A. - Segunda Emisión (Hasta S/.100.0 millones)	AA.pe	AA.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta clasificación y la inmediata superior son mínimas.

* El historial de las clasificaciones otorgadas en las últimas 05 evaluaciones se encuentra disponible en: <http://www.equilibrium.com.pe/clasificacionhistorica.pdf>

** Sesión de Comité del 29 de noviembre de 2018.

ANEXO II

Accionistas al 31.03.2019

Accionistas	Participación
Falabella Perú S.A.A.	98.39%
Otros	1.61%
Total	100%

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 31.03.2019

Directorio	
Juan Fernando Correa M.	Presidente
Gonzalo Somoza García	Vicepresidente
Juan Xavier Roca Mendenhall	Director
Juan Pablo Montero Schepeler	Director
Gianfranco Máximo Castagnola Zúñiga	Director
Alfonso José Rey Bustamante	Director

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 31.03.2019

Plana Gerencial	
Juan Fernando Correa M.	Vicepresidente Ejecutivo
Alex Zimmermann Franco	Gerente General
Miguel Plaza Málaga	Gerente de Negocios
Edmundo Muñoz Deza	Gerente Comercial
Renzo Nuñez Voysest	Gerente de Control Interno

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

ANEXO III DETALLE DE INSTRUMENTOS CLASIFICADOS – SAGA FALABELLA S.A.

TERCER PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS

En Junta General de Accionistas de fecha 09 de abril de 2012, se acordó la emisión de un Tercer Programa de Bonos Corporativos. El monto máximo de Bonos a ser emitidos bajo dicho Programa es de hasta S/300 millones y la vigencia del mismo es de dos años, prorrogable por dos años más. Dichos bonos se encuentran respaldados únicamente con la garantía genérica del patrimonio del Emisor.

Serie	Primera Emisión		Segunda Emisión
	A	B	A
Monto máximo por emisión	S/100 MM		S/100 MM
Monto colocado	S/60 MM	S/40 MM	S/50 MM
Plazo	10 años	10 años	10 años
Tasa	5.81250%	5.40625%	5.00000%
Fecha de Colocación	Mayo 2012	Agosto 2012	Abril 2013
Período de gracia	No Aplica	No Aplica	No Aplica
Amortización	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Vencimiento	Mayo 2022	Agosto 2022	Abril 2023
Saldo en circulación*	S/19.5 MM	S/14.0 MM	S/21.25 MM
Resguardos	Sí	Sí	Sí

*Al 31/03/2019

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

© 2019 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

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

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

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

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

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

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

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