

# Saga Falabella S.A.

Informe semestral

**Ratings**

Noviembre 2018

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

Con información financiera a junio 2018.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 27/11/2018 y 30/05/2018.

**Perspectiva**

Estable

**Saga Falabella S.A. y Subsidiarias**

Millones de Soles (MM S/)	U12M Jun-18	dic-17	dic-16
Ingresos	3,115	2,984	3,011
EBITDA *	291	256	275
Mg. EBITDA (%)	9.4%	8.6%	9.2%
Flujo de Caja Operativo (CFO)	358	227	243
Deuda Financiera Total	522	536	691
Caja y valores líquidos	94	78	80
Deuda Fin. / EBITDA (x)	1.8	2.1	2.5
Deuda Fin. Neta / EBITDA (x)	1.5	1.8	2.2
EBITDA / Gastos Fin. (x)	9.3	7.0	7.6
EBITDAR / (Gastos Fin. + Alq.)	3.2	2.8	3.0

(\*) No incluye Otros Ingresos ni Egresos

Fuente: Saga Falabella S.A.

**Metodología aplicada**

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

**Analistas**
**Sergio Castro Deza**

(511) 444 5588

[sergiocastro@aai.com.pe](mailto:sergiocastro@aai.com.pe)
**Soledad Mora A.**

(511) 444 5588

[soledad.mora@aai.com.pe](mailto:soledad.mora@aai.com.pe)
**Fundamentos**

Las clasificaciones otorgadas a los instrumentos de Saga Falabella (en adelante la Empresa) se fundamentan en:

**Soporte de la matriz:** Saga Falabella cuenta con el respaldo y *expertise* de su accionista chileno, S.A.C.I. Falabella, el cual tiene una clasificación internacional de BBB+, con perspectiva estable, otorgada por *FitchRatings*. El grupo tiene presencia en Argentina, Chile, Colombia, Brasil, Perú, Uruguay y en México, siendo Perú la subsidiaria más importante después de Chile en términos de ingresos y EBITDA (aprox. 24% y 19% en el año móvil finalizado en junio 2018, respectivamente).

**Estabilidad operacional:** A pesar del menor crecimiento de la economía peruana registrado en los últimos años, del menor dinamismo del consumo y la mayor competencia existente, Saga Falabella ha mostrado resultados operacionales relativamente estables.

Cabe recordar que durante el primer trimestre del 2017 se produjo un evento climatológico denominado fenómeno El Niño costero, el cual afectó el consumo especialmente en el norte del país. En ese sentido, en el 2017 la Empresa registró un EBITDA consolidado de S/ 255.8 MM y un margen EBITDA de 8.6% (S/ 275.5 MM y 9.2% en el 2016, respectivamente).

Por su parte, en los últimos 12 meses (en adelante U12M) a junio 2018, el EBITDA consolidado ascendió a S/ 291.3 MM y el margen EBITDA fue 9.4%, observándose una mejora producto de la reactivación de la economía y del consumo privado en la primera parte del año.

**Indicadores de endeudamiento estables:** Al cierre del año móvil a junio 2018 el ratio consolidado de Deuda Financiera / EBITDA se ubicó en 1.8x y el Deuda Financiera Ajustada / EBITDAR, en 3.0x. En ese sentido, se observó una mejora con respecto a lo obtenido a diciembre 2017 (2.1x y 3.3x, respectivamente), en línea con el mayor EBITDA registrado.

**Líder de mercado:** Las tiendas Saga Falabella mantienen el liderazgo del mercado con una participación de 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 Falabella Perú, son proveedoras de fondos del holding local, lo que le ha permitido a la misma financiar la expansión de los otros negocios que se encuentran presentes en el Perú. En ese sentido, en el año móvil finalizado en junio 2018 Saga Falabella repartió dividendos por S/ 235.8 MM (S/ 233.0 MM en el 2017).

**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 mantiene con el Banco y que le ha permitido percibir ingresos importantes (S/ 43.8 MM en los U12M a junio 2018 y S/ 57.5 MM en el 2017).

Cabe señalar que la Clasificadora no ha considerado dichos ingresos como parte del EBITDA. Adicionalmente, Open Plaza Perú y Mall Plaza Perú 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 una 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 tener que adquirir los inmuebles.

### **¿Qué podría modificar las clasificaciones otorgadas?**

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 y/o se produjera un deterioro persistente en los márgenes y/o se realizara un plan de crecimiento agresivo que no vaya acompañado de una capitalización adecuada. Además, cambios en la clasificación de su matriz podrían implicar una revisión en las clasificaciones asignadas.

Asimismo, entre los principales factores de riesgo que limitan los *ratings* otorgados figuran: la sensibilidad del comercio y los créditos de consumo a los movimientos en la actividad económica y el empleo; y el incremento de la competencia proveniente de otros formatos (tiendas *fast fashion*, ventas *online*, etc.).

## ■ 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 Mall Plaza Perú, y el negocio financiero a través de 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. 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 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, de AA(cl) en escala chilena y BBB+ en escala internacional, con perspectiva estable, ambas otorgadas por *FitchRatings*. A nivel consolidado, en el año móvil finalizado a junio 2018 la Matriz facturó el equivalente a aproximadamente US\$14,000 MM y tuvo una utilidad neta atribuible a los accionistas mayoritarios de alrededor de US\$780 MM. Asimismo, sus pasivos consolidados ascendieron a aproximadamente US\$14,400 MM y el patrimonio atribuible a los accionistas mayoritarios fue de unos US\$7,000 MM.

Al cierre de junio 2018 el Grupo contaba con 496 tiendas (491 a dic. 2017) para los diferentes formatos y líneas de negocio, así como 42 locales del negocio inmobiliario (el mismo número que a fines del 2017), entre *power centers* y *shopping centers*, en conjunto.

Principales Tiendas (Jun-18)

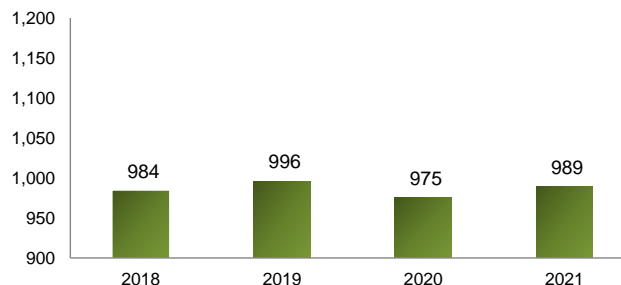
	Chile	Perú	Argentina	Colombia	Brasil	Uruguay	TOTAL
Mejoramiento del Hogar	90	56	8	38	57	3	252
Tiendas por Dpto.	46	29	11	26	-	-	112
Supermercados	66	66	-	-	-	-	132
Malls / power centers	27	14	-	1	-	-	42
<b>TOTAL</b>	<b>229</b>	<b>165</b>	<b>19</b>	<b>65</b>	<b>57</b>	<b>3</b>	<b>538</b>

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 2017 se dio inicio al negocio financiero en México con la emisión de la primera tarjeta de crédito del Grupo.

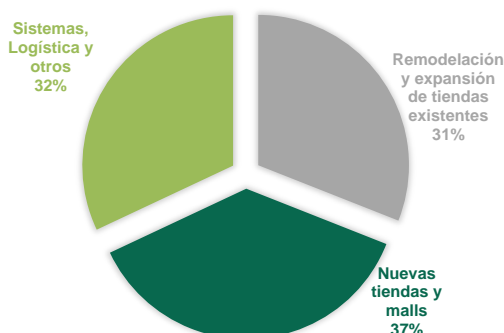
Según el anuncio del Grupo, el plan de crecimiento para el periodo 2018-2021 implicaría una inversión de unos US\$3.9 billones. El plan contempla 108 nuevas tiendas y 8 nuevos centros comerciales, repartidos en todas sus plazas, así como proyectos de infraestructura, logística y sistemas para potenciar sus operaciones y lograr mayores eficiencias. Cabe resaltar que en el 2018 se invertirían unos US\$984 millones (24.9% del plan).

Plan de Inversiones  
(US\$ millones)



Fuente: S.A.C.I. Falabella

**Plan de Inversiones 2018-2021 (US\$ millones)**



Fuente: S.A.C.I. Falabella

El objetivo de S.A.C.I. Falabella 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 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 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 Malls Plaza Perú<sup>1</sup>.

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.

Es importante resaltar, dentro del enfoque omnicanal, 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.

<sup>1</sup> Cabe señalar que durante 2016 se dividieron los centros comerciales que venían operando bajo la bandera Aventura Plaza (Bellavista-Callao, Santa

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.

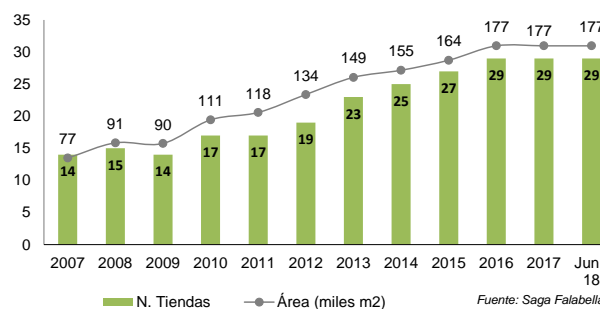
La Clasificadora destaca la ventaja de Saga Falabella para realizar compras de manera coordinada con el resto del Grupo, lo cual le otorga un alto poder de negociación con sus proveedores. Su eficiencia en la logística de distribución le permite mantener reducidas mermas, una rotación adecuada de sus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

Durante el 2018 Saga Falabella no registró ninguna nueva apertura, con lo que a junio 2018 el número de tiendas se mantuvo en 29 (14 de ellas en provincias), con una superficie de ventas aproximada de 177,000 m<sup>2</sup>. De este modo, en los U12M a junio 2018 registró ventas por metro cuadrado por aproximadamente S/ 17.6 mil (cifra superior a la del cierre 2017: S/ 16.9 mil).

Sin embargo, en el 2018 la Empresa ha continuado realizando importantes remodelaciones para hacer más atractivas sus tiendas existentes para los consumidores.

**Evolución del número de tiendas y área (miles m2)**



Fuente: Saga Falabella

Anita, Trujillo y Arequipa). Así el Grupo Falabella se quedó con los malls de Bellavista y Trujillo, que actualmente operan bajo la marca Mall Plaza.

Es importante indicar que como consecuencia del inesperado fenómeno El Niño costero, principalmente en la zona norte del país, el primer semestre del 2017 estuvo marcado por importantes daños en las instalaciones y mercadería de algunas tiendas que operan en la zona mencionada. Así, la Empresa reconoció S/ 8.5 MM de gastos extraordinarios por daños relacionados al siniestro. Cabe señalar que la indemnización total reconocida por la compañía de seguros fue de S/ 20.9 MM (incluye daños de activos más lucro cesante), los cuales al cierre de junio 2018 se habían cobrado en su totalidad.

Al respecto, la Clasificadora considera que los efectos de El 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.

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 alrededor del 40% de las compras de los clientes de Saga Falabella.

Asimismo, BFP se ha posicionado como el primer emisor de tarjetas de consumo con unos 1.4 millones de tarjetas a junio 2018, lo cual representaba el 21.8% de todas las tarjetas de crédito de consumo otorgadas por la banca múltiple (22.1% a dic. 2017). Sin embargo, en términos de colocaciones el BFP ocupó el tercer lugar de participación, después del Interbank y el Banco de Crédito del Perú. Por su parte, a junio 2018, el saldo colocado por BFP en tarjetas era de S/ 3,184 MM con una participación de 16.4% en consumo revolvente.

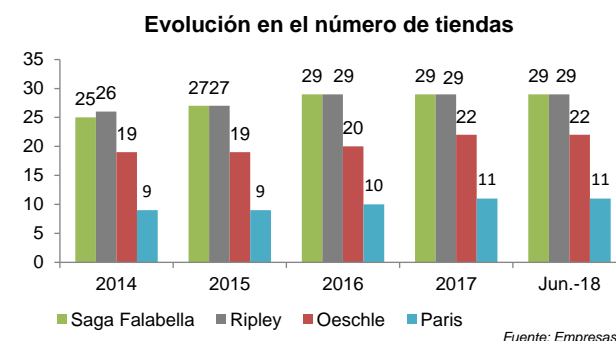
Adicionalmente, la Empresa percibe parte de los ingresos que genera BFP, debido a que las tiendas Saga Falabella representan un importante canal de colocación. Las condiciones de este acuerdo están estipuladas en el “Contrato de Asociación en Participación”. Como se mencionara anteriormente, Saga Falabella 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 2018 operaban en el Perú 91 tiendas por departamento (91 a dic. 2017). Cabe mencionar que Paris (Grupo Cencosud) hizo su ingreso al mercado peruano en el 2013 y que a junio 2018 ya operaba 11 tiendas (6 en Lima y 5 en provincias), y planeaba abrir una tienda más en el primer semestre del 2019 (Paris San Miguel en Lima).



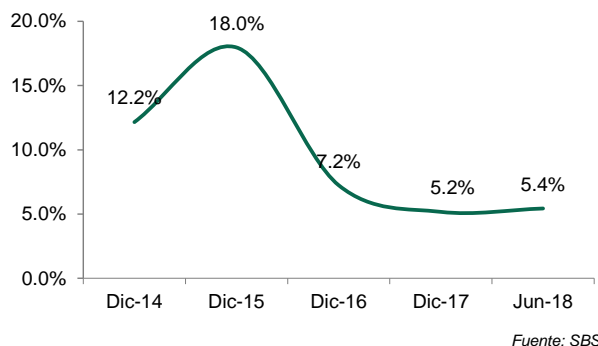
En base a la información pública disponible (no se dispone datos de Oeschle), las ventas de Saga Falabella, Ripley y Paris en su conjunto en el año móvil finalizado a junio 2018 se estimaron en aproximadamente unos S/ 5,634 MM y mostraron un crecimiento de 4.0% con respecto al 2017, cifra aunque mayor al crecimiento de los tres últimos años, aún era significativamente menor al crecimiento observado en años anteriores, en los cuales se superaba el 10.0%.

Igualmente, en cuanto al desempeño del crédito de consumo en el país, a junio 2018 se observó un crecimiento de 5.4%, registrando así una ligera mejora con respecto al cierre del 2017, pero siendo inferior a los crecimientos registrados en años anteriores. Esto se fundamentó principalmente en: i) la recuperación del consumo privado; ii) una tendencia más conservadora de los bancos en sus



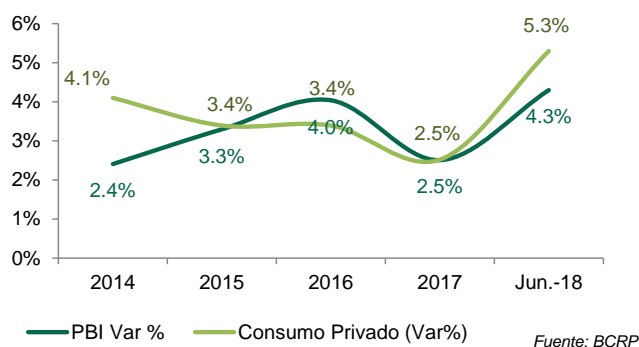
colocaciones de créditos debido al deterioro de sus carteras; y, iii) la mejora de la economía nacional después del impacto negativo del fenómeno El Niño costero especialmente en el primer semestre del 2017.

**Crecimiento de Colocaciones Brutas en el Sistema Bancario (Var %)**



Según datos del Banco Central de Reserva (BCRP), en el primer semestre del 2018 se observó una recuperación en la demanda interna (+5.3%), lo que contribuyó al crecimiento del PBI, el cual fue de 4.3% en el primer semestre del año. Por su parte, para el 2018 y 2019 se esperaría que el PBI se expandiera en torno al 4.0%. Asimismo, las proyecciones del BCRP para el 2018 y 2019, con respecto al crecimiento del consumo privado, eran de 3.8 y 3.6%, respectivamente.

**Evolución 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 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 - Saga Falabella y Subsidiarias

En línea con el incremento del consumo privado, Saga Falabella y Subsidiarias registraron ingresos en el año móvil finalizado a junio 2018 por S/ 3,115 MM, lo que significó un incremento de 4.4% con respecto a lo observado en el ejercicio 2017.

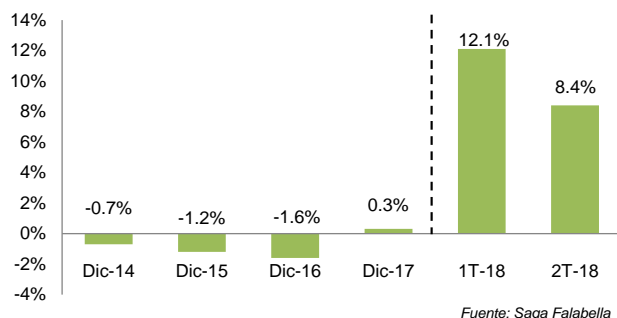
De esta manera, el crecimiento puede explicarse por: i) la recuperación del consumo; ii) crecimiento de ventas online; y, iii) el efecto rebote posterior al fenómeno climatológico de El Niño costero que afectó al primer semestre del 2017, el cual tuvo un impacto en las ventas generando el cierre temporal de dos tiendas en el norte del país.

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%, 1.6% respectivamente. En cuanto al 2017, como se mencionó, 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. Hacia el segundo semestre esta tendencia logró revertirse en línea con la evolución del mix de productos, cerrando el año con 0.3% de crecimiento. Por su parte, en la primera mitad del

2018 se observó una importante recuperación, por lo que este indicador creció un 12.1% y 8.4% durante el primer y segundo trimestre, respectivamente.

### Crecimiento Same Store Sales (SSS)



Por su parte, el margen bruto consolidado fue similar al observado al cierre del 2017. Así, en el año móvil finalizado en junio 2018 el margen fue 30.4% (30.0% a dic. 2017), esperándose un margen similar para fines del 2018.

De otro lado, en los U12M a junio 2018 los gastos operativos se incrementaron en 2.9% respecto al ejercicio 2017, como resultado de mayores gastos de personal, así como por servicios prestados por terceros. En línea con lo anterior, los gastos operativos representaron el 23.2% de los ingresos, siendo similar a lo registrado al cierre del 2017 (23.5%), ello debido a que la política de la Matriz busca optimizar constantemente los procesos de distribución y logística. Lo anterior permitiría que los gastos operativos en términos relativos se mantengan estables o se reduzcan paulatinamente.

De esta manera, el EBITDA (no incluye Otros Ingresos ni Otros Egresos) ascendió a S/ 291.3 MM, superior en 13.9% al registrado en el ejercicio 2017. Así, el margen EBITDA se incrementó, pasando de 8.6% a fines del 2017, a 9.4% al cierre de los U12M a junio 2018.

### Contrato Asociación en Participación (CAP)

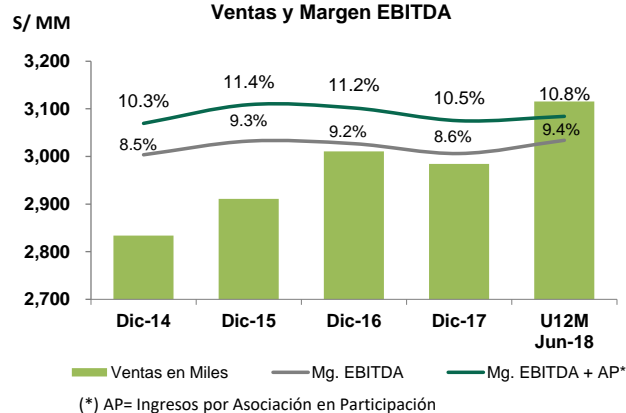
S/ MM	2013	2014	2015	2016	2017	U12M Jun18
Ingresos por CAP	53.8	52.3	62.3	63.2	57.5	43.8
Aportes por CAP	75.4	178.7	183.4	387.1	185.0	185.0

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 el año móvil terminado a junio 2018 el ingreso por este concepto ascendió a S/ 43.8 MM, siendo menor al percibido en el 2017 (S/ 57.5 MM), debido al menor saldo promedio aportado.

Cabe indicar que si se considerasen estos ingresos como parte del EBITDA, éste ascendería a S/ 335.1 MM y el margen EBITDA ascendería a 10.8% (S/ 313.3 MM y 10.5% en el 2017, respectivamente).

### Ventas y Margen EBITDA



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.

De otro lado, cabe resaltar que durante el año móvil finalizado a junio 2018 Saga Falabella tuvo gastos por alquileres por S/ 85.2 MM (S/ 84.0 MM a dic. 2017).

Por su parte, la Empresa financiaba una parte importante de sus operaciones comerciales con proveedores. A junio 2018 el ciclo de caja fue de unos 75 días, nivel similar al del 2017.

Además, se debe indicar que durante los U12M a junio 2018 Saga Falabella efectuó remodelaciones en diversas tiendas por unos S/ 103.8 MM (S/ 72.1 MM en el 2017).

## ■ Estructura de Capital

La deuda financiera consolidada (incluye préstamos con vinculadas) disminuyó de S/ 536.5 MM a fines del 2017, a S/ 522.4 MM a junio 2018. Lo anterior se produjo, entre otros, como consecuencia de la devolución de parte Banco Falabella de aportes realizados por el Contrato de Asociación en Participación. Así, estos recursos fueron utilizados especialmente para reducir la deuda financiera que se mantenía principalmente con entidades bancarias.

Debe recordarse que desde el 2015 la estrategia financiera de la Empresa era prestarse de la casa matriz local, dado que se buscaba consolidar en esta última todo el financiamiento de las subsidiarias que operan en el Perú. 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. Sin embargo, a junio 2018 se observó una disminución.

Por su parte, durante el primer semestre del 2018, la Empresa realizó el re perfilamiento de la deuda de largo representando la parte corriente el 75.2% del total, registrándose un cambio respecto al periodo anterior (46.3%) y regresando a los niveles históricos.

**Estructura de Financiamiento**

	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18
<b>Plazo</b>						
Corto Plazo	60.1%	68.4%	72.8%	64.2%	46.3%	75.2%
Largo Plazo	39.9%	31.6%	27.2%	35.8%	53.7%	24.8%
<b>Fuente</b>						
Préstamos	51.6%	60.4%	65.7%	56.6%	34.5%	71.0%
Bonos	47.5%	38.1%	27.7%	17.2%	15.4%	13.0%
Préstamos con vinculadas	0.0%	0.0%	5.5%	25.3%	49.3%	14.6%
Leasings y otros	0.9%	1.5%	1.1%	0.9%	0.9%	1.4%
<b>Total (S/ MM)</b>	<b>480.1</b>	<b>503.1</b>	<b>560.0</b>	<b>690.6</b>	<b>536.5</b>	<b>522.4</b>

Fuente: Saga Falabella

A junio 2018 los préstamos con vinculadas ascendieron a S/ 76.3 MM (S/ 264.4 MM a dic. 2017) y representaron el 14.6% de la deuda financiera total. Dichos préstamos tienen vencimientos hasta el 2029 y son a tasas que fluctúan entre 6.48 y 7.30%.

Es importante resaltar que, en términos generales, el financiamiento total de las operaciones, es decir, de la deuda financiera y con proveedores, respecto de las ventas en los U12M a junio 2018 fue 26.4%, siendo inferior al 29.8% registrado de fines del 2017. Por otro lado, los proveedores representaron el 36.5% del financiamiento total (39.6% a dic. 2017).

**Proveedores y Deuda Financiera (S/ MM)**

	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18
Proveedores	214.5	249.4	277.2	298.9	351.9	300.0
Deuda Financiera	480.1	503.1	560.0	690.6	536.5	522.3
<b>Total</b>	<b>694.6</b>	<b>752.5</b>	<b>837.2</b>	<b>989.5</b>	<b>888.4</b>	<b>822.3</b>
Ventas Anuales U12M	2,684	2,834	2,911	3,011	2,984	3,115
<b>(Prov.+Deuda Fin.) / Ventas</b>	<b>25.9%</b>	<b>26.6%</b>	<b>28.8%</b>	<b>32.9%</b>	<b>29.8%</b>	<b>26.4%</b>

Fuente: Saga Falabella

A junio 2018 el saldo de los bonos emitidos por Saga Falabella en el mercado local ascendió a S/ 67.7 MM (S/ 82.4 MM a dic. 2017), saldo que representó el 13.0% de la deuda financiera y que le permitió ampliar el *duration* de la deuda así como ampliar sus fuentes de fondeo.

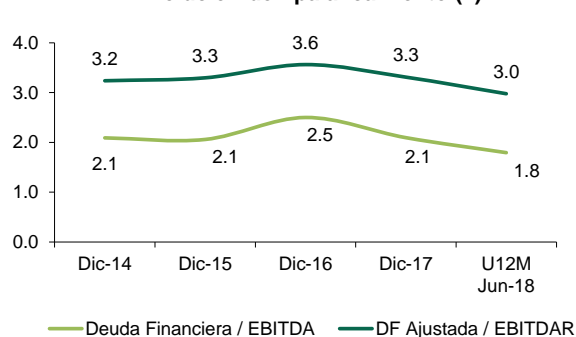
A junio 2018 las tasas del fondeo en moneda nacional que tenía con el mercado de capitales y/o instituciones financieras fluctuaban entre 1.84% y 7.56%. En cuanto al cronograma de la deuda financiera, se tenían S/ 392.9 MM en el corto plazo, de los cuales S/ 225.0 MM correspondían a un préstamo con BCP.

De otro lado, al cierre de junio 2018 el ratio consolidado de Deuda Financiera / Capitalización fue 44.1%, siendo similar al rango observado en los últimos cuatro años. Por su parte, si se considera la Deuda ajustada / Capitalización ajustada, el indicador sería de 62.9%, siendo considerado relativamente elevado dentro de los pares para la misma categoría de riesgo.

Por su parte, al cierre del año móvil finalizado a junio 2018 el ratio Deuda Financiera / EBITDA consolidado fue 1.8x, siendo inferior al 2.1x mostrado a diciembre 2017, debido al mayor EBITDA obtenido y a las amortizaciones de deuda realizadas. Cabe señalar que la evolución de la deuda ha reflejado, entre otros, las menores necesidades de financiamiento, debido a que no se abrieron nuevas tiendas en el periodo mencionado.

Asimismo, si consideramos la Deuda Financiera Ajustada [Deuda Fin. Aj. = Deuda Fin + (Gasto de Alquileres x 7.0)], el ratio Deuda Fin. Ajustada / EBITDAR disminuyó de 3.3x a 3.0x entre diciembre 2017 y el año móvil finalizado a junio 2018. Cabe destacar que dichos ratios la Clasificadora no considera en el cálculo del EBITDA ni EBITDAR los ingresos percibidos por el Contrato de Asociación en Participación, ni los ingresos por lucro cesante del seguro.

**Evolución de Apalancamiento (x)**



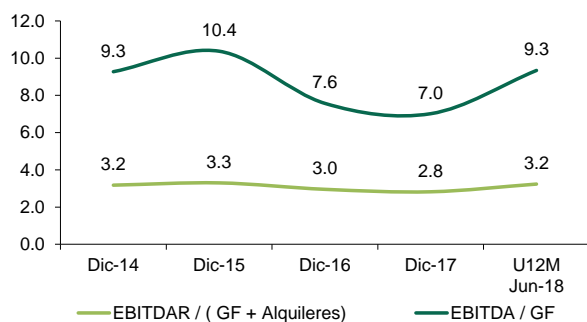
Fuente: Saga Falabella



Por otro lado, en el 2017 el plan de expansión ha sido moderado y básicamente se ha enfocado 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 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 en el Perú, y siempre que la ubicación de los mismos cumpla con las características que la Empresa busca. En ese caso, el costo de implementar una nueva tienda se ubicaría en alrededor de US\$10-15 MM, según el metraje de la misma. Sin embargo, para el 2018 no se tiene previsto aperturas de nuevas tiendas.

Los montos de inversión que se vienen ejecutando son fácilmente financiables por la Empresa, ya que cuenta con amplias líneas bancarias aprobadas con el sistema financiero nacional. A junio 2018, la Empresa contaba con aproximadamente S/ 938 MM de líneas de crédito aprobadas por diversos bancos del sistema financiero local.

De otro lado, la cobertura de los gastos financieros consolidados (EBITDA / Gastos Fin.) incrementó, de 7.0x a fines del 2017, a 9.3x al cierre de los U12M a junio 2018. Cabe mencionar que si adicionamos a los gastos financieros los gastos por alquileres, la cobertura EBITDAR / (Gastos Fin. + Alquileres) sería de 3.2x, siendo ambos en indicadores superiores a los registrados en el periodo anterior. Se debe mencionar que parte importante de las tiendas (aproximadamente un tercio) son alquiladas a vinculadas.

**Cobertura de Gastos Financieros (x)**


Fuente: Saga Falabella

Asimismo, durante el año móvil finalizado en junio 2018 se registró un Flujo de Caja Operativo (CFO) consolidado de S/ 358.1 MM, siendo superior a los S/ 226.8 MM registrados en el ejercicio 2017. Si al saldo anterior se le deducen

inversiones en activo fijo e inmobiliarias por S/ 88.9 MM y dividendos pagados por S/ 235.8 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) positivo de S/ 33.4 MM (-S/ 76.4 MM en el 2017).

Así, el FCF positivo obtenido en los U12M a junio 2018, el incremento neto de la deuda financiera por S/ 73.1 MM y los flujos provenientes de "otras inversiones neto" por S/ 143.6 MM (principalmente por las devoluciones y cobros por el Contrato de Asociación en Participación) permitieron disminuir "otros financiamientos netos" por S/ 225.3 MM (especialmente préstamos a vinculadas) y aumentar el saldo caja-bancos en S/ 25.5 MM.

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.

**DIVIDENDOS REPARTIDOS (S/ MM)**

	2014	2015	2016	2017	U12M Jun-18
Dividendos	183.0	89.9	130.0	233.0	235.8

Fuente: Saga Falabella

Por otro lado, la estrategia del Grupo es mantener un ratio Pasivo / Patrimonio relativamente bajo. En ese sentido, a junio 2018 este ratio fue 1.82x (1.88x a dic. 2017).

## ■ Características de los Instrumentos

### Segundo Programa de Emisión de Bonos Corporativos de Saga Falabella

En Junta General de Accionistas realizada en 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 S/ 200 MM o su equivalente en Dólares.

**SEGUNDO PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS Vigentes a Junio 2018**

Emisión	Serie	Monto Inicial (S/ MM)	Tasa	Fecha de Colocación	Fecha de Vcto.
2da	A	50.0	7.09375%	Jul-11	Jul-18

Fuente: Saga Falabella

Cabe señalar que la Serie A de la Segunda Emisión del Segundo Programa fue cancelada íntegramente según cronograma en julio 2018.

**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 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.

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

- i) mantener un índice de endeudamiento no mayor a 3.00x al cierre de los trimestres de cada año (1.79x a junio 2018);
- ii) que el total de la cuentas por cobrar a vinculadas y/o afiliadas no exceda el 8% del total de sus activos (1.62% a junio 2018);
- iii) mantener un patrimonio neto mínimo de S/ 130 MM (S/ 662 MM a jun. 2018);
- iv) mantener un índice de cobertura de intereses mayor o igual a 3.00x al cierre de los trimestres de cada año (11.37x a jun. 2018); y,
- v) mantener un índice de cobertura de servicio de deuda no menor a 1.40x al cierre de los periodos trimestrales de cada año (4.39x a jun. 2018).

**TERCER PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS**  
**Vigentes a Junio 2018**

Emisión	Serie	Monto Inicial (S/ MM)	Tasa	Fecha de Colocación	Fecha de Vcto.
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%	Abr-13	Abr-23

Fuente: Saga Falabella

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

**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\***

Alex Zimmermann Franco	Gerente General
José Contreras Rivas	Gerente de Desarrollo Inmobiliarios
Felipe Flores Gorriti	Gerente de Recursos Humanos
Pablo Aguirre Rigo-Righi	Gerente de Finanzas
César Hashimoto Kuroda	Gerente de Sistemas
Edmundo Muñoz Deza	Gerente Comercial
Miguel Plaza Málaga	Gerente de Negocios
Nancy Samalvides Meza	Gerente de Contabilidad
Javier Vidal Olcese	Gerente de Proyectos Inmobiliarios
Mauricio Franco Guerra	Gerente de Logística
Mauricio Castro Pesaque	Gerente de Store Planning
Fernando Guerrero Guerra	Gerente de Auditoría

**RELACIÓN DE ACCIONISTAS**

Falabella Perú S.A.A.	98.39%
Otros	1.61%

(\*) Información disponible a noviembre 2018

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

(Cifras en Miles de Soles)

Tipo de Cambio S/ /US\$ a final del Período	3.27	3.24	3.36	3.41	2.99
	U12M Jun-18	dic-17	dic-16	dic-15	dic-14
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA	291,290	255,802	275,495	270,817	240,826
Mg. EBITDA	9.4%	8.6%	9.2%	9.3%	8.5%
EBITDAR	376,477	339,834	360,074	351,155	314,329
Margen EBITDAR	12.1%	11.4%	12.0%	12.1%	11.1%
FCF / Ingresos	1.1%	-2.6%	1.3%	-2.4%	2.0%
ROE	24.9%	22.3%	24.3%	26.8%	21.8%
<b>Cobertura</b>					
EBITDA / Gastos financieros	9.3	7.0	7.6	10.4	9.3
EBITDAR / (Gastos fin. + Gasto alquileres)	3.2	2.8	3.0	3.3	3.2
EBITDA / Servicio de deuda	0.7	0.9	0.6	0.6	0.7
EBITDAR / (Servicio de deuda + Gasto alquileres)	0.7	0.9	0.6	0.7	0.7
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	0.2	-0.1	0.2	-0.1	0.2
(FCF+ Gastos Fin. + Caja + Inv. Ctes.) / Serv. de deuda	0.4	0.1	0.3	0.1	0.4
CFO / Inversión en Activo Fijo	4.0	3.2	3.3	1.2	3.7
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>					
Deuda Financiera / Capitalización	44.1%	45.0%	48.5%	44.8%	45.4%
Deuda ajustada total / Capitalización ajustada	62.9%	63.2%	63.6%	62.0%	62.8%
Deuda financiera total / EBITDA	1.8	2.1	2.5	2.1	2.1
Deuda financiera neta / EBITDA	1.5	1.8	2.2	1.8	1.9
Deuda ajustada total / EBITDAR	3.0	3.3	3.6	3.2	3.2
Deuda ajustada neta / EBITDAR	2.7	3.1	3.3	3.0	3.1
Costo de financiamiento estimado	5.3%	5.9%	5.8%	4.9%	5.2%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	75.2%	46.3%	64.2%	72.8%	68.4%
<b>Balance</b>					
Activos totales	1,866,332	1,890,786	2,016,057	1,755,535	1,576,428
Caja e inversiones corrientes	94,169	78,209	80,420	84,594	56,054
Deuda financiera Corto Plazo	392,890	248,329	443,567	407,514	344,126
Deuda financiera Largo Plazo	129,462	288,170	246,990	152,482	158,955
Deuda financiera total *	522,352	536,499	690,557	559,996	503,081
Deuda fuera de Balance	598,304	588,224	592,053	562,366	514,521
Deuda ajustada total	1,120,656	1,124,723	1,282,610	1,122,362	1,017,602
Patrimonio Total	661,635	655,715	733,859	689,231	603,888
Capitalización	1,183,987	1,192,214	1,424,416	1,249,227	1,106,969
Capitalización ajustada	1,782,291	1,780,438	2,016,469	1,811,593	1,621,490
<b>Flujo de caja</b>					
<b>Flujo de caja operativo (CFO)</b>					
Inversiones en activo fijo e inmobiliarias	-88,874	-70,148	-72,756	-103,584	-90,325
Dividendos comunes	-235,775	-233,046	-130,000	-89,945	-183,024
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>33,433</b>	<b>-76,391</b>	<b>39,936</b>	<b>-70,731</b>	<b>57,804</b>
Ventas de activo fijo	492	323	3,034	5,937	9,876
Otras inversiones, neto	143,587	264,336	-143,041	54,391	-58,827
Variación neta de deuda	73,143	-242,428	-13,488	30,271	19,263
Variación neta de capital	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	-225,346	53,690	109,032	3,385	-23,162
Diferencia en cambio neta	148	259	353	3,287	6,997
<b>Variación de caja</b>	<b>25,457</b>	<b>-211</b>	<b>-4,174</b>	<b>26,540</b>	<b>11,951</b>
<b>Resultados</b>					
Ingresos	3,115,369	2,984,276	3,010,556	2,911,036	2,833,863
Variación de Ventas	4.4%	-0.9%	3.4%	2.7%	5.6%
Utilidad operativa (EBIT)	224,351	191,314	214,456	207,609	180,604
Gastos financieros	31,191	36,463	36,395	26,112	25,776
Gastos alquileres	85,187	84,032	84,579	80,338	73,503
Resultado neto	172,560	154,759	172,598	173,142	136,591
<b>Información y ratios sectoriales</b>					
Crecimiento SSS (nominal y no incluye IGV)	n.d.	0.3%	-1.6%	-1.2%	-0.7%
Nro. Tiendas	29	29	29	27	25

**EBITDA:** Utilidad operativa (no incluye otros ingresos ni egresos) + 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 7.0

\* **Deuda financiera:** Incluye deuda financiera con vinculadas

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

## 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>
<b>1ra y 2da Emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos de Saga Falabella S.A.</b>	<b>AA+(pe)</b>
<b>Perspectiva</b>	<b>Estable</b>

### 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 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.