



VALORACIÓN FORUS S.A.

Mediante Método de Flujo de Caja Descontado (FCD)

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumna: Pablo Pizarro A.

Profesor Guía: Mauricio Jara B.

Santiago, Abril 2014

Tabla de contenidos

Resumen ejecutivo	4
1. Metodología.....	5
2. Descripción de la Empresa e Industria.....	6
3. Análisis Operacional del Negocio e Industria	10
3.1. Análisis de Crecimiento	10
3.2. Análisis de Costos Operacionales	12
3.3. Análisis de Activos.....	13
4. Proyección de EERR	16
4.1. Proyección de Ingresos de Operación	16
4.2. Proyección de Costos de Operación.....	16
4.3. Proyección Resultado No Operacional	17
5. Proyección de Flujos de Caja Libre	18
5.1. Inversión de Reposición	18
5.2. Nuevas Inversiones en Activo Fijo	19
5.3. Inversión en Capital de Trabajo	20
5.4. Proyección de Flujo de Caja Libre	21
6. Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción.....	22
7. Conclusiones	23
8. Bibliografía	24

Índice de ilustraciones y cuadros

Cuadro 1: Principales Accionistas Forus S.A.	7
Cuadro 2: Ingresos de actividades ordinarias 2009-2013	10
Cuadro 3: Distribución de ingresos por negocio 2009-2013.....	10
Cuadro 4: Evolución de ingresos por negocio 2010-2013	11
Cuadro 5: Proyección de ingresos de la industria 2014-2017	12
Cuadro 6: Costos Operacionales 2009-Junio 2013.....	13
Cuadro 7: Clasificación de activos Forus S.A.	14
Cuadro 8: Estado de resultado proyectado Forus S.A. (2014-2017)	17
Cuadro 9: Inversión de Reposición 2009-2013	18
Cuadro 10: Proyección de Inversión de Reposición período 2014 – 2017	18
Cuadro 11: Inversión en activo fijo 2009-2013	19
Cuadro 12: Proyección de inversión en activo fijo 2014-2017	19
Cuadro 13: Capital de Trabajo 2009-2013	20
Cuadro 13: Proyección de Capital de trabajo	21
Cuadro 14: Proyección de Flujo de Caja Libre	21
Cuadro 15: Resumen valoración Forus S.A.	22

Resumen ejecutivo

El presente trabajo tiene por objetivo realizar una valoración de la acción FORUS, perteneciente a Forus S.A., empresa de la Industria Retail dedicada a la fabricación, importación, exportación, comercialización y distribución de calzado, artículos de cuero, vestuarios, textiles y accesorios en Chile, Perú, Colombia y Uruguay a través de sus distintas marcas como Hush Puppies, Columbia, Cat, Rockford, Azaleia y Merrell, entre otras.

Esta valoración se llevó a cabo mediante el método de Flujos de Caja Descontados (FCD), en donde se realizó un análisis de la industria y de Forus, su estrategia de financiamiento, estructura de capital. Luego se calculó la tasa de descuento relevante y se proyectaron los flujos de caja para los próximos cinco años.

Como resultado de esta valoración, se determinó que el precio de la acción de Forus S.A. al 31 de junio de 2013 es de \$3.218, valor mayor a los \$2.896 a los que se transó en aquel día, por lo que bajo este análisis de valoración, se concluye que el precio de mercado se encuentra subvalorado.

1. Metodología

Dentro de los distintos métodos de valoración de activos, los más estudiados en la literatura corresponden a los métodos de: flujo de caja descontados, modelo de descuento de dividendos, comparables o múltiplos y el método de opciones reales (Maqueira, 2010).

Para la valoración mediante el método de flujos de caja descontado (FCD), Damodaran (2006) comenta que en este método se parte de la premisa de que el valor de un activo es igual al valor presente de los flujos de caja esperados de ese activo. Es decir, que el valor de una empresa en un momento determinado representa el valor presente de los flujos de caja futuros que pueden generar los activos de la empresa, considerando nuevos proyectos de inversión que tenga la empresa.

La metodología de este trabajo se plantea en cinco etapas: una primera etapa en donde se realiza un análisis de la empresa, sus operaciones, *corebusiness* y análisis de la industria en la que se desempeña. La segunda etapa considera un análisis financiero de la empresa, en donde se describirá su estrategia de financiamiento y se estimará la estructura de capital que la empresa determinará para financiar sus operaciones.

La tercera etapa contempla el cálculo de la tasa de descuento relevante, mediante la cual se actualizarán los flujos futuros de la empresa. En esta misma etapa, se realizarán las proyecciones del estado de resultado y del flujo de caja libre de la empresa.

En la última y cuarta etapa se realiza la valoración de la empresa, encontrando el precio objetivo de la acción de Forus S.A.

Finalmente, se realizan conclusiones relevantes al objetivo del trabajo y los resultados obtenidos.

2. Descripción de la Empresa e Industria

Forus S.A. es una empresa de la Industria Retail dedicada a la fabricación, importación, exportación, comercialización y distribución en cualquiera de sus formas, de calzado, artículos de cuero, vestuarios, textiles, sus insumos y accesorios, y cualquier otro producto relacionado con el calzado y los textiles, a través de una red de tiendas propias y de las principales tiendas por departamentos de Chile. Además posee operaciones en Perú, Colombia y Uruguay. Actualmente cuenta con 267 locales distribuidos en Latino América, con un amplio portfollio de 22 marcas.

Las marcas que posee actualmente son: Hush Puppies, Columbia, Cat, Rockford, Azaleia, Merrell, Nine West, Hush Puppies Kids, Calpany, Brooks, Mountain Hardwear, We Love Shoes, Montrail, Patagonia, Cushe, Sanuk, Sorel, Sebago, Church's, Jansport, Harley Davidson, Norseg y Just Smile.

Las tiendas con las que marca presencia en Chile son: Hush Puppies, Rockford, Columbia, Cat, Merrell, Mountain Hardwear, Funsport, Brooks, Nine West, Azaleia, Hush Puppies Women, We Love Shoes, Hush Puppies Kids, Calpany, Discount House, Shoe Express y Just Smile.

Filiales:

- Uruforus S.A. (100%): Su objeto social es la fabricación, importación, exportación, comercialización y distribución de calzados, artículos de cuero, vestuario y otros. Esta empresa desarrolla en Uruguay el negocio de ventas a través de dos canales de distribución: venta mayorista y ventas al detalle que realiza a través de la administración de tiendas propias.
- Forus Colombia S.A.S. (51%): Su objeto social es la distribución y representación, compra y venta, exportación e importación de zapatos, sandalias, pantuflas, guantes, carteras, bolsos y, en general, artículos de vestuario y uso personal en cuero, plástico y similares.
- LifestyleBrands of Colombia S.A.S. (49%): Su objeto social es la distribución y representación, compra y venta, exportación e importación de zapatos,

sandalias, pantuflas, guantes, carteras, bolsos y, en general, artículos de vestuario y uso personal en cuero, plástico y similares.

- Topsafety S.A. (99,89%): Su objeto social es fabricación, importación, exportación, distribución y comercialización por cuenta propia o ajena, al por mayor o detalle, de toda clase de calzados, prendas de vestir y accesorios de seguridad, así como la representación de toda clase de marcas y de firmas nacionales y/o extranjeras.
- Perú Forus S.A. (99,98%): Su objeto social es la fabricación, importación y/o comercialización de toda clase de productos, y a la realización y/o inversión en negocios inmobiliarios.

Principales accionistas:

Cuadro 1: Principales Accionistas Forus S.A.

Nombre	Participación
INVERSIONES COSTANERA LIMITADA	66,05%
BANCO CHILE POR CUENTA DE TERCEROS	3,89%
BANCO SANTANDER-HSBC GLOBAL CUSTODY CLIENTES	3,48%
TRENDS S.A.	2,94%
FONDO DE INVERSION LARRAIN VIAL BEAGLE	2,60%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	2,33%
BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	2,13%
ASESORIAS E INVERSIONES SANTA FRANCISCA	1,81%
CELFIN CAPITAL S.A.C. DE B	1,73%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO PENSION C	1,26%
AFP PROVIDA S.A. FONDO TIPO B	0,98%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV. EXTRANJERA	0,90%

Descripción empresas comparables

Dentro del mercado nacional no existen empresas que sean directamente comparables con Forus S.A., las que más se asemejan con las grandes cadenas de retail, para lo cual se ha tomado dos de éstas como benchmark: S.A.C.I. Falabella y Ripley Corp S.A.

En el mercado internacional sí existen empresas comparables a la operación de la compañía en estudio, de las cuales se han seleccionado: Bata India Ltda, Alpargatas S.A., Arezzo y Foshan Saturday Shoes.

S.A.C.I. Falabella: Empresa dedicada a la venta de una variada gama de productos incluyendo la venta al detalle de vestuario, accesorios, productos para el hogar, electrónica, de belleza y otros. Además de la venta de productos para la construcción y el mejoramiento del hogar y alimentos a través del formato de Supermercados, operando también el segmento inmobiliario a través de la construcción, administración, gestión, explotación, arriendo y subarriendo de locales y espacios en centros comerciales del tipo mall. Además, participa en otros negocios que apoyan su negocio central como los servicios financieros (CMR, corredores de seguros y banco), y la manufactura de textiles (Mavesa, Italmod). Actualmente transa sus acciones en la Bolsa de Santiago.

Ripley Corp S.A.: Su principal negocio es la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de los distintos formatos de tienda por departamento, acompañado por un negocio financiero a través del crédito directo a sus clientes por medio de la Tarjeta Ripley. Asimismo, maneja el Banco Ripley y participa en la propiedad de centros comerciales en Chile y Perú. Actualmente administra 60 tiendas con una superficie de venta total de más de 410 mil metros cuadrados, y con más de 1,5 millones de tarjetas de crédito con saldo. Actualmente transa sus acciones en la Bolsa de Santiago.

Bata India Limited: Es el mayor distribuidor y fabricante líder de calzado en la India, es una parte de la Organización de Calzado Bata, que tiene su presencia en 70 países de los 5 continentes. A través del mundo el nombre "Bata" es sinónimo de calzado por su herencia, experiencia y presencia a largo plazo en este sector. Actualmente transa sus acciones en New York Stock Exchange, Bombay Stock Exchange.

Alpargatas S.A.I.C.: Se dedica a la producción, comercialización y venta al por menor de calzado deportivo y textiles, principalmente en Argentina, Uruguay y América Latina. Además, opera tiendas, tiendas de primera calidad, y las tiendas de la familia a través

de los cuales vende una amplia gama de calzado y productos de la marca de ropa. Actualmente transa sus acciones en Bovespa.

Arezzo: Empresa que produce y distribuye calzado, bolsos y complementos para la mujer. La empresa gestiona las marcas que se distribuyen a través de una red de tiendas propias y franquiciadas y minoristas multimarca, principalmente en Brasil. Actualmente transa sus acciones en Bovespa.

Foshan Saturday Shoes Company Ltd.: Empresa china que fabrica y diseña calzado con sus propias marcas. La Compañía también tiene su propia investigación y centros de desarrollo y plantas de fabricación de diseño profesional. Actualmente transa sus acciones en Shenzhen.

3. Análisis Operacional del Negocio e Industria

En este apartado se analizará el crecimiento histórico y las perspectivas para el futuro, tanto de la empresa como de la industria, los costos operacionales y análisis de los activos que posee Forus S.A.:

3.1. Análisis de Crecimiento

Forus realiza una segmentación de sus ventas de acuerdo a la naturaleza en donde éstas se originan. Estos segmentos son: Wholesale (corresponde a las ventas de la empresa a clientes de retail masivos como Cencosud, Falabella y Ripley) y el segmento Retail, el cual corresponde a las ventas que se realizan en tiendas propias en sus diferentes formatos y marcas.

De acuerdo a los Estados Financieros de la compañía, los ingresos de actividades ordinarias en estos segmentos en el periodo 2009-2013 es el siguiente:

Cuadro 2: Ingresos de actividades ordinarias 2009-2013

Ingresos de actividades ordinarias (Miles de UF)	2009	2010	2011	2012	2013
Negocio Wholesale	1.303	1.487	1.325	1.638	979
Negocio Retail	3.680	4.145	5.060	5.838	3.305
Total	4.983	5.632	6.385	7.476	4.285

Como se puede observar, las ventas se realizan mayoritariamente en el segmento retail, con un promedio de 76% del total de las ventas, mientras que las ventas del segmento retail promedian un 24%. Cabe destacar que esta distribución en las ventas de la compañía se mantiene estable durante la ventana de tiempo estudiada (ver Cuadro 3).

Cuadro 3: Distribución de ingresos por negocio 2009-2013

Ingresos de actividades ordinarias (%)	2009	2010	2011	2012	2013
Negocio Wholesale	26,2%	26,4%	20,8%	21,9%	22,9%
Negocio Retail	73,8%	73,6%	79,2%	78,1%	77,1%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

La evolución de las ventas en ambos segmentos se refleja en el siguiente cuadro:

Cuadro 4: Evolución de ingresos por negocio 2010-2013

Ingresos de actividades ordinarias (Var.%)	2010	2011	2012	2013
Negocio Wholesale	14,1%	-10,9%	23,6%	19,5%
Negocio Retail	12,6%	22,1%	15,4%	13,2%
Total	13,0%	13,4%	17,1%	14,6%

Como se puede observar, a nivel compañía, las ventas experimentan crecimiento todos los años, siendo el más relevante el año 2012, en donde se registró un crecimiento de un 17,1%. El crecimiento por segmento, sin embargo, muestra un comportamiento irregular. Si bien el segmento wholesale registra crecimientos de 14,1% en 2010, en 2011 decrece un 10,9% para luego continuar creciendo un 23,6% en 2012 y 19,5% en 2013. El segmento retail por su parte experimentó crecimientos constantes en torno al 13%, con excepción del año 2011 en donde se registró un crecimiento de 22,1%.

Cabe señalar que para el cálculo del crecimiento de las ventas del año 2013, se estimó para el segundo semestre de 2013 un nivel de ingresos idéntico al acumulado entre el 1 de enero al 31 de junio de 2013.

En cuanto al crecimiento de la industria, entre el 2009 y junio 2013, se consideran las ventas registradas en el segmento wholesale de Forus S.A., ya que la demanda por parte de las grandes cadenas de retail está en directa relación con los comportamientos de la industria. De este modo, el crecimiento de la industria se muestra en la tabla del punto anterior.

Respecto a las perspectivas de crecimiento, se utilizó la información de Euromonitor, para la industria de vestuario y accesorios, en el cual se proyectan las siguientes tasas de crecimiento (ver Cuadro 5):

Cuadro 5: Proyección de ingresos de la industria 2014-2017

	2014	2015	2016	2017
Proyección industria	4,9%	4,0%	3,2%	2,6%

3.2. Análisis de Costos Operacionales

Los costos operacionales de la empresa se dividen en tres categorías que se detallan a continuación:

- Costo de Venta: Incluyen el costo de adquisición de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. Estos costos incluyen principalmente los costos de adquisición netos de descuentos obtenidos, los gastos e impuestos de internación no recuperables, los seguros y el transporte de los productos hasta los centros de distribución.
- Costo de Distribución: Gastos de logística y transporte para el abastecimiento de las tiendas propias y envío de los productos a los clientes del segmento Wholesale.
- Costo de Administración: Contiene gastos por remuneraciones del personal asociado al área, arriendos y gastos comunes, depreciaciones, amortizaciones, deterioro, asesorías y servicios profesionales, servicios básicos, gastos computacionales (ERP Oracle, servidores, automatizaciones en la diferentes áreas), materiales e insumos, comisión por venta con tarjetas, publicidad, royalty, entre otros.

Cuadro 6: Costos Operacionales 2009-Junio 2013

Costos de Operación (UF)	2009	2010	2011	2012	jun-13
Costo de ventas	2.447.878	2.479.016	2.586.077	3.215.970	1.744.143
Depreciación, amortización y deterioro	0	0	0	0	0
Costo de ventas total (UF)	2.447.878	2.479.016	2.586.077	3.215.970	1.744.143
Costos de distribución	53.878	54.678	56.160	68.260	41.001
Depreciación, amortización y deterioro	0	0	0	0	0
Costos de distribución total (UF)	53.878	54.678	56.160	68.260	41.001
Gasto de administración	1.668.637	1.932.612	2.049.464	2.331.747	1.288.931
Depreciación, amortización y deterioro	158.957	158.161	206.112	191.065	114.246
Gasto de administración total (UF)	1.827.594	2.090.773	2.255.576	2.522.813	1.403.178

3.3. Análisis de Activos

Los activos que posee la empresa se clasifican en operacionales y no operacionales, dependiendo si el activo es representativo de bienes y derechos que han sido adquiridos expresamente para ser utilizados en la explotación, y cuyo uso o consumo se espera se produzca durante el ejercicio.

La clasificación de los activos de Forus a junio 2013 se muestra en el cuadro 7.

Cuadro 7: Clasificación de activos Forus S.A.

ACTIVOS	Clasificación
Activos Corrientes	
Efectivo y equivalentes al efectivo	No operacional
Otros activos financieros corrientes	No operacional
Otros activos no financieros, corriente	No operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente	No operacional
Inventarios	Operacional
Activos por impuestos corrientes	Operacional
Activos No Corrientes	
Otros activos financieros no corrientes	No operacional
Otros activos no financieros no corrientes	No operacional
Derechos por cobrar no corrientes	Operacional
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	No operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	Operacional
Plusvalía	No operacional
Propiedades, plantas y equipos	Operacional
Activos por impuestos diferidos	Operacional

Los activos no operacionales de la compañía se componen de los siguientes rubros:

- Efectivo y equivalentes al efectivo: se encuentra compuesto por el disponible (saldos mantenidos en la caja), bancos (cuentas bancarias) y depósitos a plazo
- Otros Activos Financieros: corresponden a diversas inversiones en acciones, bonos, fondos mutuos locales e internacionales, letras hipotecarias, etc., las cuales son gestionadas por un grupo de administradores especializados.
- Otros Activos no Financieros: este rubro está compuesto principalmente de gastos de publicidad pagados por anticipados, seguros anticipados, royalties diferidos, derechos de llave, garantías de arriendos, entre otros.
- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas: corresponde a remuneraciones recibidas por personal clave y directores de la sociedad, entre otras.
- Inversiones utilizando el método de la participación: corresponde a las participaciones en las empresa Elecmetal S.A. (Chilena, 0,45% de

participación), Cristalerías Chile S.A. (Chilena, 0,01% de participación) y Lifestyle Brands of Colombia S.A.S. (Colombiana, 49% de participación).

- Plusvalía: ésta fue generada principalmente en la adquisición del 100% de las operaciones de Azacalzados S.A. a Azaleia Chile S.A., durante enero del año 2007. La otra plusvalía registrada corresponde a la compra de Uruforus S.A.

4. Proyección de EERR

4.1. Proyección de Ingresos de Operación

Para la proyección de los Ingresos de actividades ordinarias se consideró el crecimiento promedio de los últimos cinco años del total de las ventas, debido a que ambos segmentos de la compañía (wholesale y retail) tienen comportamientos similares en magnitud y el segmento retail representa cerca del 80% de las ventas.

Por su parte para la proyección de Otros ingresos por función, se supondrá que crece de acuerdo al promedio anual de aumento en el período 2009-2012.

4.2. Proyección de Costos de Operación

Para la proyección del Costo de ventas se realiza el supuesto de que, al ser costos variables, se consideró que crecen al mismo ritmo de las ventas.

En cuanto a los Costos de distribución, se supondrá que crece de acuerdo al promedio anual de aumento en el período 2009-2012.

Mientras que para proyectar los Gastos de administración, al contar con la información abierta, se clasificó cada costo como fijo o variable, con los siguientes supuestos de crecimiento:

- Remuneraciones: Se supondrá un reajuste de un 5% anual.
- Arriendos y gastos comunes: Se supondrán fijos para el horizonte de evaluación.
- Depreciaciones, amortizaciones y deterioros: Para la valorización supondremos que se mantienen fijos.
- Asesorías y servicios profesionales: El supuesto de crecimiento será el crecimiento que experimentó el año 2012.
- Servicios básicos: Se supondrán fijos.
- Gastos computacionales: Se supondrán fijos.
- Materiales e insumos: Se supondrán fijos.

- Comisión por venta con tarjetas: Debido a la naturaleza de este gasto, su crecimiento será en relación al crecimiento del nivel de ventas.
- Publicidad: Se supondrán fijos.
- Royalty: Se proyectará de acuerdo al crecimiento de las ventas.
- Otros gastos: Se supondrán fijos.

4.3. Proyección Resultado No Operacional

- Otros gastos por función: Se mantienen fijos en UF
- Costo financiero: Según proyección de crecimiento de las ventas por corresponder principalmente a cartas de crédito por compra de mercadería.

En el Cuadro 8 se muestra un resumen de la proyección del Estado de Resultado para el periodo 2014-2017 de acuerdo a los supuestos previamente detallados.

Cuadro 8: Estado de resultado proyectado Forus S.A. (2014-2017)

Estado de Resultados Proyectado (Valores en UF)	2014	2015	2016	2017
Ingresos	9.814.073	11.239.546	12.872.065	14.741.704
Costos	-3.994.952	-4.575.210	-5.239.749	-6.000.811
Ganancia Bruta	5.819.121	6.664.336	7.632.316	8.740.893
Otras ganancias (pérdidas)	-31.241	-31.241	-31.241	-31.241
Gastos de administración	-2.912.142	-3.029.682	-3.160.700	-3.307.221
Ingresos financieros	51.896	51.896	51.896	51.896
Costos financieros	-22.950	-26.283	-30.101	-34.473
Diferencias de cambio	-49.685	-49.685	-49.685	-49.685
Resultados por unidades de reajuste	-1.476	-1.476	-1.476	-1.476
Ganancia antes de impuestos	2.853.523	3.577.865	4.411.010	5.368.694
Impuestos	-570.705	-715.573	-882.202	-1.073.739
Ganancia	2.282.819	2.862.292	3.528.808	4.294.955

5. Proyección de Flujos de Caja Libre

En base a la proyección del Estado de Resultado para el periodo 2014 – 2017, se realiza la proyección del Flujo de Caja Bruto y del Flujo de Caja Libre, para lo cual se establecen los siguientes supuestos:

5.1. Inversión de Reposición

Se utiliza como método de cálculo de la inversión de reposición el porcentaje histórico de inversión permanente (obtenido del flujo de caja) sobre la depreciación del ejercicio:

Cuadro 9: Inversión de Reposición 2009-2013

Valores en UF	2009	2010	2011	2012	2013	
Depreciación	-158.957	-158.161	-206.112	-191.065	-114.246	
Compras de propiedades, planta y equipo	-122.651	-404.839	-364.001	-338.151	-150.557	Promedio
Inversión (%depreciación)	77%	256%	177%	177%	132%	164%

Como resultado se obtiene que en promedio, entre los años 2009 y 2013, la inversión ha sido mayor que la depreciación del ejercicio, por lo cual se determina fijar las inversiones de reposición como el 100% de la depreciación del ejercicio, con esto las inversiones para el período proyectado serían de acuerdo como se muestra en el Cuadro 10.

Cuadro 10: Proyección de Inversión de Reposición período 2014 – 2017

Valores en UF	2014	2015	2016	2017
Inv. de Reposición	2.806.355	2.912.142	3.029.682	3.160.700

5.2. Nuevas Inversiones en Activo Fijo

Para proyectar las inversiones en activo fijo que tendrá la empresa en los próximos años, se realiza el cálculo promedio de los activos de la empresa como proporción de las ventas durante la ventana de estudio (2009 al 2013) de acuerdo al Cuadro 11:

Cuadro 11: Inversión en activo fijo 2009-2013

Valores en UF	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Propiedades, plantas y equipos	613.773	840.048	995.670	1.110.554	1.146.053	
Ingresos de actividades ordinarias	4.982.807	5.631.959	6.385.178	7.476.455	8.569.388	
Activo Fijo (% ventas)	12,32%	14,92%	15,59%	14,85%	13,37%	14,21%

Posteriormente, para los años de proyección, se utiliza el porcentaje promedio calculado anteriormente sobre el nivel de ventas proyectado. De este modo, se obtiene la proyección de activos fijos, que están en directa relación con la evolución esperada de las ventas.

Finalmente, la inversión en activo fijo de cada año es el adicional, entre el nivel de activo fijo del año anterior y el nivel de activo fijo proyectado para el año en curso (ver Cuadro 12).

Cuadro 12: Proyección de inversión en activo fijo 2014-2017

Valores en UF	2014	2015	2016	2017
Ingresos de actividades ordinarias	9.814.073	11.239.546	12.872.065	14.741.704
Activo Fijo	1.308.919	1.494.929	1.707.373	1.950.007
Inversión en Activo Fijo	162.865	186.010	212.444	242.634

5.3. Inversión en Capital de Trabajo

Para calcular la inversión necesaria en capital de trabajo de la compañía, se calcula el capital de trabajo operacional neto (CTON) de cada año. Posteriormente, se calcula cuánto representa el CTON del nivel de ventas de la empresa y se obtiene el nivel promedio. Esto representa el nivel de capital de trabajo que la empresa requiere, en promedio, para realizar sus operaciones.

Para poder proyectar el nivel de inversión de capital de trabajo para los años posteriores a 2013, utilizamos el porcentaje promedio sobre el nivel de ventas proyectado para el periodo 2014 a 2017 (ver Cuadro 13).

Cuadro 13: Capital de Trabajo 2009-2013

Valores en UF	2009	2010	2011	2012	2013	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	692.976	710.637	729.794	835.384	1.117.750	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	9.049	53	164	30.209	74.042	
Inventarios	1.240.240	1.213.400	1.603.110	1.723.075	1.549.211	
Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar	206.977	321.677	418.596	411.385	433.175	
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	0	0	0	0	0	
CTON	1.735.287	1.602.413	1.914.472	2.177.284	2.307.828	
Ingresos de actividades ordinarias	4.982.807	5.631.959	6.385.178	7.476.455	8.569.388	Promedio
CTON (% ventas)	34,8%	28,5%	30,0%	29,1%	26,9%	29,9%
Días	125	102	108	105	97	108

Cuadro 13: Proyección de Capital de trabajo

Valores en UF	2014	2015	2016	2017
Ingresos de actividades ordinarias	9.814.073	11.239.546	12.872.065	14.741.704
Inversión en Capital de Trabajo	371.697	425.685	487.515	558.325

Como se puede apreciar en el Cuadro 12, el promedio de días de venta de la operación es de 108. Considerando que la posición actual de la compañía es de 97 días, la cual se encuentra en los rangos aceptables de su promedio histórico, no se considera que la empresa tenga un déficit ni un exceso de capital de trabajo.

5.4. Proyección de Flujo de Caja Libre

En base a los supuestos señalados en los puntos anteriores, se realizó el cálculo del Flujo de Caja Libre de Forus S.A., en donde se incorporan, adicionalmente al período 2014-2017, el segundo semestre de 2013 debido a que la valoración se realiza al 30 de junio de 2013 y se incorpora además el año 2018 considerado como el valor terminal o proyección implícita de los flujos de la empresa. Para este flujo en particular se supone que éstos serán perpetuos sin tasa de crecimiento.

Cuadro 14: Proyección de Flujo de Caja Libre

Valores en UF	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ganancia (pérdida)	938.326	2.282.819	2.862.292	3.528.808	4.294.955	4.294.955
Dep. y Amortización	114.246	228.493	228.493	228.493	228.493	228.493
Otros ingresos (egresos) después de impuestos	-22.592	321	321	321	321	321
Ingresos financieros después de impuestos	-31.138	-41.517	-41.517	-41.517	-41.517	-41.517
Costos financieros después de impuestos	8.016	18.360	21.026	24.080	27.578	27.578
FLUJO DE CAJA BRUTO	1.006.857	2.488.475	3.070.615	3.740.185	4.509.830	4.509.830
Inversión en reposición	-114.246	-228.493	-228.493	-228.493	-228.493	-228.493
Inversión en capital fijo	0	-162.865	-186.010	-212.444	-242.634	0
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	0	-371.697	-425.685	-487.515	-558.325	0
FLUJO DE CAJA LIBRE	892.611	1.725.420	2.230.427	2.811.733	3.480.377	4.281.337

6. Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción

Se realizó una valoración económica del precio de la acción en base al método de flujos de caja descontados.

Se descontaron los flujos obtenidos en el punto 8.4 a la tasa de descuento (k_0) determinada anteriormente (10,78%), obteniéndose un VAN de UF 34.978.170.

Posteriormente para llegar al valor de la empresa, se le descuenta la deuda financiera y se le agregan los activos prescindibles, con esto el valor de la empresa queda en UF 36.369.963. Este valor se divide por el número de acciones, obteniéndose el precio de la acción, el cual al 30.06.13 da un valor de \$ 3.216, el que se compara con el precio real de la acción a esa fecha (\$ 2.896).

Cuadro 15: Resumen valoración Forus S.A.

VAN (en UF)	34.978.170
Deuda Financiera (en UF)	179.617
Activos Prescindibles (en UF)	1.571.410
Valor de la empresa (en UF)	36.369.963
N° acciones	258.469.000
UF (30.06.2013)	22.852,67
Precio acción	\$ 3.216
Precio real acción al 30.06.2013	\$ 2.896

7. Conclusiones

Respecto a la valoración mediante el método de flujo de caja descontado, se obtuvo un valor de la acción al 30 de junio de 2013 de \$3.216, el cual supera en un 11% al precio real de cierre del 30 de junio de 2013 que fue de \$2.896, por lo que se concluye que el precio de la acción se encontraría subvalorado. Sin embargo, el precio obtenido en la valoración se encuentra dentro del rango de precios en que se ha mantenido la acción de Forus en los últimos 12 meses (\$3.350 - \$1.980).

Los distintos supuestos utilizados para la proyección de los flujos de caja de la empresa asumen buenas proyecciones de crecimiento en el nivel de ventas y criterios conservadores en los gastos operacionales, principalmente basado en promedios históricos. Este es uno de los principales motivos que permiten obtener una valoración de la acción por sobre el precio de mercado, ya que el valor obtenido es muy sensible al nivel de ingresos, y al recalcular los flujos a niveles de crecimiento de ingresos más pesimistas, el valor de la acción cae significativamente.

8. Bibliografía

- Damodaran, Aswath (2006). Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance. 2nd Edition.
- Maqueira V., Carlos (2010). Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Editorial Andrés Bello, 3^oEdición.
- Memoria FORUS S.A. (2009)
- Memoria FORUS S.A. (2010)
- Memoria FORUS S.A. (2011)
- Memoria FORUS S.A. (2012)