



# **VALORACIÓN FORUS S.A.**

## **Mediante Múltiplos**

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

**Alumna: Claudia Brantt Z.**

**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. Descripción del Financiamiento de la Empresa .....	10
4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	11
5. Estimación de la estructura del Costo Patrimonial de la Empresa y del Costo de Capital de la Empresa .....	12
6. Valoración de la Empresa por Múltiplos .....	14
7. Conclusiones .....	16
8. Bibliografía .....	17

## **Índice de ilustraciones y cuadros**

Cuadro 1: Principales Accionistas Forus S.A. ....	7
Cuadro 2: Estructura de Capital Forus S.A. ....	11
Cuadro 3: Resultados de regresión .....	12
Cuadro 4: Múltiplos de la industria .....	14
Cuadro 5: Indicadores Forus S.A. ....	15
Cuadro 6: Valoración por múltiplos Forus S.A. ....	15

## **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 la metodología de múltiplos, en donde se utilizaron distintos múltiplos de la industria para determinar el precio de la acción. Como resultado de la valoración, se obtuvieron distintos valores para la acción de Forus, siendo el mayor \$3.289, y el menor \$784, lo que concluye que para la mayoría de los múltiplos el precio de la acción se encuentra sobrevalorado.

## **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 a través de los múltiplos de valoración relacionan el precio de la acción con magnitudes financieras que representan el valor de la empresa, basan la estimación de este valor a través de la comparación de éste con el valor de otras empresas consideradas como comparables, ya sean de la competencia o con similares características, en el mercado local o internacional.

Este método tiene como premisa que los mercados son eficientes y que la información de las empresas que cotizan en bolsa está totalmente disponible.

Para la valoración mediante múltiplos, se realiza una estimación del valor de la empresa en base a múltiplos de empresas comparables a Forus obtenidos en la plataforma thomsonone.com, para luego obtener el valor de la acción de Forus.

## 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. Descripción del Financiamiento de la Empresa**

El financiamiento histórico de Forus S.A. se ha realizado en gran medida mediante recursos propios, por lo cual, a la fecha de esta valorización no presenta deuda por emisión de bonos, y se realiza el supuesto de que la estrategia de financiamiento de la empresa a futuro se seguirá realizando de esta manera. La deuda financiera de Forus S.A. obedece principalmente a obligaciones con bancos locales y extranjeros en UF y US\$.

Forus S.A. presenta niveles de deuda históricamente bajas, lo cual le permite contar con clasificaciones de riesgo estables como la otorgada por Feller-Rate (A con perspectivas estables) y Fitch Ratings que clasifican sus acciones como Primera Clase Nivel 2.

#### 4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

La estimación de la Estructura de Capital de Forus S.A. se realizó en base al promedio histórico de los últimos 5 años de las relaciones deuda sobre valor de la empresa (B/V) y su contraparte patrimonio sobre valor de la empresa (P/V). Como se puede apreciar en el cuadro 2, el comportamiento de la estructura de capital se ha mantenido estable en el tiempo, por lo que el valor promedio es considerado como una estimación representativa de la distribución de Forus S.A. entre financiación mediante deuda y mediante capital propio.

Cuadro 2: Estructura de Capital Forus S.A.

Estructura de Capital	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
B/V	0,19	0,22	0,26	0,19	0,14	0,20
P/V	0,81	0,78	0,74	0,81	0,86	0,80
B/P	0,24	0,28	0,35	0,23	0,16	0,25

De este modo, para los efectos de esta valorización se considerará una estructura de capital de Forus S.A. de un 20% financiado mediante deuda y un 80% mediante patrimonio.

## 5. Estimación de la estructura del Costo Patrimonial de la Empresa y del Costo de Capital de la Empresa

Para determinar el costo del patrimonio y posteriormente el costo de capital de la empresa, como primer paso, se calculó el beta de la acción para el período 2009-2013, utilizando la siguiente metodología:

Se descargaron los precios semanales de la acción FORUS y del IGPA desde 1 Julio de 2007 al 30 Junio de 2013 desde la Bolsa de Santiago.

Se calcularon los retornos semanales para la acción y para el IGPA.

Se estimó el beta de la acción para los años 2009 al 2013 a través del modelo de mercado ( $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$ ) utilizando 105 retornos (al 30 de Junio de cada año).

Se obtuvieron los siguientes resultados:

Cuadro 3: Resultados de regresión

	2009	2010	2011	2012	2013
Beta de la Acción	0,92	0,9	1,12	1,21	1,29
p-value (significancia)	0,000	0,000	0,000	0,000	0
Presencia Bursátil	67,78%	75,56%	88,33%	81,67%	97,22%

Posteriormente utilizando los siguientes supuestos, se calculó la tasa de costo patrimonial ( $k_p$ ) y la tasa de costo de capital ( $k_0$ ):

Tasa libre de riesgo ( $r_f$ ): 2,65% (BTU-30 al 3 de Julio de 2013)

Premio por riesgo de mercado: 7,2%

Tasa de impuesto: 20%

Para obtener las tasas buscadas, se debió obtener previamente la siguiente información:

- Costo de la Deuda ( $k_b$ ): Como la empresa no posee bonos, se tomó como costos de la deuda al ratio gastos financieros/deuda financiera de junio 2013, lo cual da como resultado 5,58%.
- Beta de la Deuda( $\beta_b$ ):Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda, se calculó el beta de la deuda, el cual fue de 0,4067.
- Beta de la Acción ( $\beta_p^{C/D}$ ):El beta de la acción de Junio de 2013 calculado previamente fue de 1,29269457.
- Beta Patrimonial Sin Deuda ( $\beta_p^{S/D}$ ):Se desapalancó el beta de la acción utilizando Rubinstein y la estructura de capital de Junio de 2013, calculada en punto 4 (B/P = 0,16), con lo anterior se obtuvo un beta patrimonial desapalancado de 1,19.
- Beta Patrimonial Con deuda ( $\beta_p^{C/D}$ ):Se apalancó el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo de la empresa (estructura promedio B/P = 0,25), obteniéndose un beta patrimonial con deuda de 1,3496.
- Costo Patrimonial( $k_p$ ):Utilizando CAPM se estimó la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda (1,3496) que incluye la estructura de capital objetivo de la empresa (0,25). Con estos parámetros se obtuvo una tasa  $k_p = 12,37\%$ .
- Costo de Capital( $k_0$ ):Finalmente, utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estimó el costo de capital para Forus, para lo cual se tomó la estructura de capital objetivo (promedio). La tasa de costo de capital ( $k_0$ ) obtenida fue de 10,78%.

## 6. Valoración de la Empresa por Múltiplos

Se realizó la valoración de Forus S.A. basado en múltiplos de valoración de empresas de la industria, bajo este método una empresa se compara con los valores que poseen otras que se consideran comparables o similares, para este caso en particular se consideraron dos empresas nacionales y dos internacionales: S.A.C.I. Falabella, Ripley Corp S.A., Foshan Saturday Shoes y Arezzo.

Se obtuvieron datos de mercado de las empresas de referencia con los cuales se construyeron valores estandarizados (múltiplos) para la industria, para los años 2012 y 2013 (a Junio de cada año).

Se obtuvieron los siguientes resultados:

Cuadro 4: Múltiplos de la industria

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2012	2013	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	26,44	30,14	28,29
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	16,04	17,95	16,99
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	29,05	35,02	32,04
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3,25	3,27	3,26
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,99	1,80	1,90
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2,09	2,00	2,04

Posteriormente se obtuvo de la información analizada en los puntos anteriores, los siguientes indicadores para la empresa:

Cuadro 5: Indicadores Forus S.A.

ITEM CONTABLE	2013 (a Junio)
UTILIDAD POR ACCIÓN (\$)	83
EBITDA	28.753.653
EBIT	26.142.817
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO (M\$)	129.702.409
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	150.956.575
VENTAS POR ACCIÓN (M\$)	0,379
VENTAS (M\$)	97.916.701
NUMERO DE ACCIONES	258.469.000
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFFECTIVO (M\$)	16.614.254
DEUDA FINANCIERA (M\$)	4.104.738

Con lo anterior, se calcularon diferentes precios de la acción de Forus, dependiendo de múltiplo de la industria utilizado:

Cuadro 6: Valoración por múltiplos Forus S.A.

TIPO DE MÚLTIPLO	EN BASE A MÚLTIPLO:	Precio acción a jun-13
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	2.347
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	1.939
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	3.289
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1.702
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	784
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	822

## **7. Conclusiones**

En relación con la valoración mediante el método de múltiplos, se obtuvo un rango de precios de la acción entre 784 pesos y 3.289 pesos, la gran amplitud del intervalo se explica principalmente por la heterogeneidad que existe en la definición de cada uno de los ratios.

El precio real de la acción al 30 de junio de 2013 fue de 2.896 pesos, el ratio que más se acercó a este valor fue EV/EBIT (3.289), el cual es un múltiplo basado en el valor del negocio y que por ende entrega una mejor información ya que se ven menos influenciados por las diferencias contables.

El hecho de que los valores obtenidos a través de los múltiplos y el valor de cotización a ese día sea distinto, se puede explicar porque este método entrega aproximaciones, ya que es complicado encontrar una empresa totalmente similar a la empresa que se quiere valorar (mismo tamaño, estructura financiera, país, mismo tipo productos/servicios), uno de los principales problemas es que existen diferentes políticas contables por lo que es necesario aplicar algunos ajustes para obtener un grado de comparabilidad óptimo entre las compañías.

En el caso de Forus no tiene en el mercado nacional una empresa que sea competencia directa, la mayor aproximación son las cadenas de retail que tienen un giro más amplio y otras magnitudes financieras, por lo cual se tuvo que buscar empresas similares en el mercado internacional, cuya limitación principal es el acceso a la información y la diferencias propias que tiene el operar en otro mercado, las cuales son complicadas de ajustar al momento de establecer el precio de la acción.



## **8. Bibliografía**

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